



Universidad de Granada

Facultad de Derecho
Departamento de Derecho Penal

TESIS DOCTORAL

LA ESTAFA DE INVERSORES

IGNACIO LLEDÓ BENITO

GRANADA, 2015

Editor: Universidad de Granada. Tesis Doctorales
Autor: Ignacio Lledó Benito
ISBN: 978-84-9125-702-8
URI: <http://hdl.handle.net/10481/43405>

Tesis Doctoral presentada para la obtención del Título de Doctor con la mención de Doctor Internacional en el marco del Programa Oficial de Posgrado en Derecho Penal y Política Criminal de la Universidad de Granada, a cargo del doctorando D. Ignacio Lledó Benito, realizada bajo la dirección del Prof. Dr. D. Lorenzo Morillas Cueva, Catedrático de Derecho Penal en la Universidad de Granada.



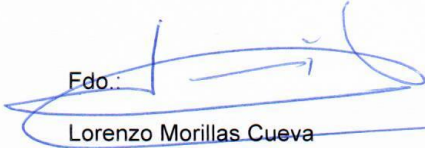
El doctorando y el director de la tesis "La estafa de inversores" garantizamos, al firmar esta tesis doctoral, que el trabajo ha sido realizado por el doctorando bajo la dirección del director de la tesis y hasta donde nuestro conocimiento alcanza, en la realización del trabajo, se han respetado los derechos de otros autores a ser citados, cuando se han utilizado sus resultados o publicaciones.

Granada a 15 de noviembre de 2015

Director/es de la Tesis

Doctorando

Fdo.:



Lorenzo Morillas Cueva

Fdo.:



Ignacio Lledó Benito

ÍNDICE

ABREVIATURAS.....	11
INTRODUCCIÓN.....	16
CAPÍTULO I. EVOLUCIÓN, ANTECEDENTES Y UBICACIÓN ACTUAL DEL ARTÍCULO 282 BIS. EXPERIENCIAS LEGISLATIVAS EN EL DERECHO COMPARADO: DERECHO CONTINENTAL Y DERECHO ANGLOSAJÓN	
I. ANTECEDENTES LEGISLATIVOS.....	27
II. INCORPORACIÓN DEL NUEVO ARTÍCULO 282 BIS POR LO 5/2010, DE 22 DE JUNIO DE 2010.....	31
1. Cuestiones preliminares.....	31
2. La distinción entre delitos patrimoniales y delitos socioeconómicos y la ubicación del artículo 282 bis	32
III. EXPERIENCIAS NOTABLES EN EL DERECHO COMPARADO: DERECHO CONTINENTAL Y DERECHO ANGLOSAJÓN.....	37
1. Italia	
1.1 Ubicación sistemática.....	37
1.2 Interés tutelado.....	38
1.3 Sujetos activos.....	40
1.4 Hecho punible.....	45
1.5 La conducta típica.....	50
1.6 El elemento subjetivo.....	53
1.7 La consumación del delito.....	55
2. Portugal	
2.1 Cuestión preliminar.....	57
2.2 Las características de la penalidad financiera y la intervención penal en este sector.....	61
2.3 La tutela sancionatoria del mercado de valores mobiliarios: los delitos económicos y mercados financieros.....	63
2.4 La tutela penal de la información financiera falsa en el derecho portugués.....	64
2.5 Síntesis conclusiva.....	68
3. Alemania	
3.1 Generalidades. El estado de la cuestión. Antecedentes.....	70
3.2 Significado político criminológico y valoración.....	74
3.3 El elemento objetivo del delito.....	75
A) Naturaleza jurídica del delito.....	75

B) Bien jurídico protegido.....	76
C) Elemento objetivo del delito.....	78
D) Conducta típica del delito.....	78
E) Objeto material del delito: especial atención a los folletos.....	81
F) Sujetos activos del delito.....	83
G) Elemento Subjetivo.....	87
H) Tentativa del artículo 264 a StGB	87
I) Relación con otros tipos penales: los concursos.....	88
J) Autoría y participación, arrepentimientos activo.....	88
4. Francia:Algunas notas de referencia al derecho penal societario y delito de falsa información en los mercados financieros	
4.1 La ley 24 de julio de 1966 (la explosión penal) y el camino frustrado de la “despenalización”.....	89
4.2 Una aproximación necesaria y explicativa sobre los delitos de falsificación en el ámbito de la información financiera.....	89
4.3 El delito de falsa información en concreto y su relación en los mercados financieros.....	90
4.4 Consideraciones finales sobre el delito de difusión de falsas informaciones en el derecho francés.....	93
5. Reino Unido: Estafa de inversiones en el Reino Unido, examen explicativo.....	97
5.1 Las Instituciones que supervisan el mercado financiero británico: FSA (Financial Services Authority) y PRA (Prudential Regulation Authority).....	98
5.1.1 Financial Conduct Authority (FCA).....	99
5.1.2 La Prudential Regulation Authority (PRA).....	105
5.2 Prospectus rules - Directiva folletos.....	106
5.3 La responsabilidad civil de los supervisores de las corporaciones por folleto defectuoso en Reino Unido.....	110
5.3.1 En el caso de los Auditores en R.U.....	111
5.3.2 En el caso de Aseguradoras en R.U.....	112
5.3.3 En el caso de los abogados en R.U.....	113
5.3.4 La responsabilidad civil por folleto defectuoso en el R.U.....	114
5.3.5 La responsabilidad civil de los auditores por folleto falsificado en R.U.....	117
5.3.6 La responsabilidad civil de los abogados por folleto falsificado en R.U.....	118

6. La estafa de inversiones en EEUU: instituciones y leyes que supervisan y regulan los mercados, casos históricos y responsabilidades.....	118
6.1 La SEC, (Securities and Exchange Commission), como herramienta para mantener la integridad del mercado y formación de capital así como protección de los inversores.....	120
6.1.1 Origen.....	121
6.1.2 Organización de la SEC.....	121
6.1.3 Las Leyes que gobiernan la industria del mercado de valores en EEUU.....	123
6.2 Avaricia americana: los casos de corrupción en EEUU....	124
6.2.1 Caso Enron.....	124
6.2.2 Caso Madoff.....	125
6.2.3 Otros casos que aunque no tan emblemáticos, sí han sido importantes.....	126
6.3 La responsabilidad civil de los supervisores de las corporaciones por folleto defectuoso en USA.....	128
6.3.1 Personas responsables bajo la Sección 11 de la SA 1933-US.....	130
6.3.2 Responsabilidad civil bajo sección 12 de la SA 1933 –US por folleto defectuoso.....	130
6.3.3 Responsabilidad civil de los auditores por folleto falsificado en USA.....	132
6.3.4 Disposiciones legales de las aseguradoras por folleto defectuoso en USA.....	132
6.3.5 Disposiciones legales sobre la responsabilidad de los abogados en el folleto defectuoso en EEUU.....	132
7. La propuesta de Eurodelitos.....	136
7.1 Consideraciones necesarias.....	136
7.2 La propuesta en concreto articulada en el proyecto de Eurodelitos: En relación a la protección penal de la competencia: Propuesta: Art.35. “Publicidad engañosa en general y sobre inversiones de capital”.....	137
7.3 En relación a insolvencias punibles y delitos societarios: Propuesta: Art.47. “Información falsa (Foffani/Quintero)”....	139
7.4 En relación a la protección del crédito, la bolsa y el ahorro: Propuesta: Art. 49. “Estafa de crédito (Foffani)”.....	140
7.5 Propuesta: Art. 50. “Administración fraudulenta en la concesión de crédito (Foffani)”.....	142
7.6 Propuesta: Art. 51. “Manipulaciones bursátiles (Vinciguerra/Otto)”.....	142
7.7 Propuesta: Art. 52. “Inducción a realizar negocios bursátiles especulativos (Vinciguerra)”.....	143

CAPÍTULO II. BIEN JURÍDICO Y NATURALEZA

I.	BIEN JURÍDICO.....	146
1.	Algunas consideraciones previas en la delimitación del bien jurídico protegido.....	146
2.	El estado de la cuestión: valores, mercado e inversiones protegidas en el bien jurídico diseñado en el artículo 282 bis	148
3.	Bien jurídico: la “protección colectiva” de los consumidores.....	152
4.	Delito contra la libertad económica de los inversores.....	153
5.	Precisiones delimitadoras en la confusa redacción del artículo 282 bis	154
6.	Transparencia y buen funcionamiento del mercado financiero y/o crediticio.....	155
7.	Correcto funcionamiento del “mercado de valores y la naturaleza pluriofensiva del delito”	158
8.	Los elementos de la transparencia, veracidad, buena fe y confianza en el mercado regulado como bien jurídico protegido.....	160
9.	Protección del patrimonio del grupo colectivo difuso de inversores, depositantes y adquirentes de activos.....	162
10.	La veracidad de la información y la dialéctica de los bloques doctrinales contradictorios en la configuración del delito.....	164
11.	Toma de postura.....	166
II.	NATURALEZA	167
1.	Cuestiones previas.....	167
2.	La naturaleza según la modalidad: delito de peligro abstracto, delito de mero peligro abstracto estadístico, delito de consumación anticipada y de resultado cortado y delito mutilado en dos actos.....	168
2.1	La configuración del artículo 282 bis tipo básico, como un delito de peligro abstracto y peligro abstracto en un sentido meramente formal o estadístico.....	168
2.2	La explicación del artículo 282 bis su tipo básico, como un delito de consumación anticipada y de resultado cortado.....	177
2.3	La configuración del artículo 282 bis tipo básico, como un delito mutilado en dos actos.....	180
3.	El artículo 282 bis como delito especial y/o delito autónomo.....	181

CAPÍTULO III. SUJETOS ACTIVOS Y PASIVOS

I.	CUESTIONES PRELIMINARES.....	187
II.	SUJETOS ACTIVOS	187
1.	Los administradores de hecho y de derecho.....	187
1.1	Los administradores de las entidades que negocian en los mercados de valores.....	199
1.2	Sujeto activo como administrador de hecho aplicada a las sociedades de emisión de valores.....	209
1.3	Visión jurisprudencial en la comprensión del concepto de administrador de hecho: casuismo interpretativo.....	211
1.4	El administración de de derecho en las sociedades emisoras de valores.....	215
1.5	Nuestra opinión personal: Recapitulación final en torno a los sujetos activos: administradores de hecho y de derecho.....	226
2.	Sujeto Activo cuando el tipo de sociedad es emisora de valores negociados en los mercados de valores.	232
2.1	Algunas notas de interés para entender el sujeto activo analizado a través de los distintos tipos de mercados financieros.....	245
2.2	Tipología de inversores en Derecho Español.....	249
3.	Cuando el sujeto activo del artículo 282 bis es una persona jurídica (art.31 bis).....	251
III.	SUJETOS PASIVOS	
1.	Consideración en torno a la determinación del sujeto pasivo.....	265
2.	¿Son los inversores consumidores de productos financieros?.....	266

CAPÍTULO IV. CONDUCTA TÍPICA Y OBJETO MATERIAL

I.	CONDUCTA.....	270
1.	Cuestiones Preliminares.....	270

2. “Faltar a la verdad en la narración de los hechos” y el concepto de falsedad del artículo 282 bis	275
2.1 Conducta típica “falsear”	280
2.2 Conducta omisiva.....	286
2.3 Falseamiento de la información que la sociedad de valores debe publicar.....	290
3. La falsedad de los documentos y su difusión	295
4. Otros supuestos falsarios discutibles en la integración del tipo.....	299
5. La conducta del falseamiento y los valores negociables:la conexión del artículo 282 bis con la Ley del Mercado de Valores.....	302
6. Necesidad que la sociedad de valores cotice en un mercado regulado para que sea de aplicación el contenido del párrafo primero del artículo 282 bis	318
7. Opinión personal en torno a la conducta típi.....	320
I. OBJETO MATERIAL.....	330
1. Cuestiones Previas.....	330
2. Instrumentos Financieros, su inclusión en el contenido del artículo 282 bis.....	332
2.1 Los instrumentos financieros y su relación con las sociedades emisoras de valores.....	334
2.2 ¿A qué instrumentos financieros se refiere el art. 282 bis?.....	343
3. El folleto de emisión.....	349
3.1 El folleto de emisión en particular	349
3.2 Información económico financiera contenida en los folletos de emisión (de cualesquiera instrumentos financieros.....	355
3.3 El Registro de los folletos en la CNMV.....	360
3.4 Las características de los folletos a la luz de los artículos 26 y 27 de la LMV en relación al 282 bis	364
3.5 Desarrollo y actualización de RD 1310/2005 en la necesidad de transparencia de mercado de valores.....	365
3.6 Las principales modificaciones del folleto que deben publicarse La reforma del RD 1310/2005 por el RD 1698/2012.....	366
3.7 En cuanto a los valores extranjeros	370
3.8 Suplemento del folleto.....	370
4. Informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la LMV.....	376

CAPÍTULO V. ELEMENTO SUBJETIVO. ERROR

I. ELEMENTO SUBJETIVO.....	386
1. Cuestiones Previas.....	386
2. Dolo directo.....	389
3. Dolo eventual.....	394
4. Toma de postura.....	397
II. ERROR.....	398
1. Cuestiones Preliminares.....	398
2. Error sobre los elementos objetivos del tipo: error de tipo.....	399
3. Error de prohibición.....	401

CAPÍTULO VI. FORMAS ESPECIALES DE APARICIÓN DEL DELITO

I. ITER CRIMINIS.....	405
1. Actos preparatorios.....	405
2. El momento de la consumación del delito en el art. 282 bis párrafo primero.....	406
3. Nuestra opinión en torno al momento de la consumación del delito: “falseamiento versus publicación”.....	411
4. Tentativa.....	414
II. AUTORÍA Y PARTICIPACIÓN.....	416
1. Cuestiones preliminares; las diferentes teorías de imputación objetiva en la autoría y participación en los delitos socioeconómicos.....	416
2. La autoría del artículo 282 bis; especial atención a la configuración interpretativa de los “administradores” en la LMV. Su interpretación extensiva y su encuadramiento en el art. 282 bis.....	426
3. Los partícipes especiales del artículo 282 bis.....	432
III. CONCURSOS	435

1. Las situaciones concursales del art. 282 bis con la estafa genérica del art. 248	435
2. El art. 282 bis y su relación en concurso con el art. 290 (falsedad de cuentas anuales, documentos sociales, información de la sociedad)....	446
3. Situación concursal entre el artículo 282 bis y el art. 308 (“Fraude de subvenciones”).....	453
4. Concurso del art. 282 bis con el art. 392	454
5. El concurso de la estafa de inversiones del artículo 282 bis con el delito de publicidad falsa del art. 282	457
6. El concurso entre el artículo 282 bis y el artículo 284 (“Maquinación y alteración de precios”).....	458

CAPÍTULO VII. PENALIDAD, PERSEGUIBILIDAD Y TIPOS AGRAVADOS

I. CUESTIONES PREVIAS.....	462
II. PENALIDAD.....	465
III. PERSEGUIBILIDAD.....	468
IV. EL TIPO AGRAVADO.....	472
1. El tipo agravado en el art. 282 bis consideraciones explicativas.....	472
2. La obtención de la inversión, depósito, la financiación.....	472
3. El perjuicio para el inversor, depositantes y adquirente.....	474
V. EL TIPO HIPERAGRAVADO.....	483
1. Notoria gravedad.....	483
2. La incoherente penalidad en los tipos agravado e hiperagravado.....	492
CONCLUSIONES.....	495
BIBLIOGRAFÍA.....	509

ABREVIATURAS UTILIZADAS

AAMN	Anales de la Academia Matritense del Notariado.
AAPP	Audiencias Provinciales.
AC	Aranzadi Civil.
ADPCP	Anuario de Derecho penal y Ciencias penales.
ADCON	Anuario de Derecho Concursal.
AJ	Actualidad Jurídica.
AJA	Actualidad jurídica Aranzadi.
AJP	Actualité juridique de droit penal
ALD	Actualite legislative Dalloz.
AP	Actualidad penal.
art.	Artículo.
arts.	Artículos
ATS	Auto del Tribunal Supremo
BICAM	Boletín del Ilustre Colegio de Abogados de Madrid.
BIMJ	Boletín de información del Ministerio de Justicia.
Bull crim	Bulletin des arrêts de la Cour de cassation (chambre criminelle).
CA	Cour d'appel.
CAP.	Corte de apelación de París.
Cass. Ass. plén	Cour de cassation, assemblée plénière.
CCAA	Comunidades Autónomas.
Cass crim	Cour de cassation, chambre criminelle.
Cc	Código civil.
CCom	Código de comercio.
CCDJ	Cuadernos de Derecho Judicial.
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores.
CCJC	Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil
CE	Constitución Española.
CEE	Comunidades Económicas Europeas.
CGPJ	Consejo General del Poder Judicial.
CMF	Código monetario y financiero.
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CONSOB	Commissione Nazionale per la Società e la Borsa.
Coord	Coordinador.
CP	Código penal.
C.pén	Code pénal
CPC	Cuadernos de Política Criminal.
CSIC	Consejo Superior de Investigaciones Científicas.
D.	Dalloz (Recueil).
DE	Directiva Europea.
DCE	Directiva Consejo Europeo
DGRN	Dirección General de los Registros y del Notariado

Dir	Directive.
dir	Director.
Dir. Banca.e merc. Fin	Derecho Banca y mercado financiero.
Dir e Giust	Derecho y justicia.
DJ	Documentación jurídica
DN	Derecho de los Negocios
DOCE	Diario Oficial de la Comunidad Económica Europea.
DOUE	Diario Oficial de la Unión Europea.
Dr. Pen	Droit pénal
DS	Derecho de Sociedades.
D-L	Decreto-Ley
DSI	Directiva Servicios de Inversión.
d.t	Disposición transitoria
EBE	Estatutos del Banco de España.
Edit.	Editorial.
EM	Exposición de motivos.
EPI	Estatuto de Propiedad Industrial
EPCr	Estudios penales y criminológicos.
ESI/ESIs	Empresa/empresas de servicio de Inversión.
FGE	Fiscalía General del Estado.
FSA	Financial Services Authority) y
FGD	Fondo de garantías de depósitos.
Foro it	Foro italiano.
Giur comm	Jurisprudencia comentada.
Giur it.	Jurisprudencia italiana.
DPEE	Direito Penal Economico y Europeo.
LCGC	Ley de Condiciones Generales de la Contratación, Ley 7/1998, de 13 de abril.
LDIEC	Ley sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.
LECrIm	Ley de enjuiciamiento criminal.
Leg pen.	Legislación penal.
LF	Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, LEY 44/2002, de 22 de noviembre.
LGT	Ley General Tributaria, LEY 58/2003, de 17 de diciembre.
LH	Ley homenaje.
LMV	Ley del Mercado de Valores.
LO	Ley Orgánica.
LOSSP	Ley de Ordenación y Supervisión de Seguros Privados.
LSA	Ley de Sociedades Anónimas
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive.
OPA	Oferta públicas de adquisición de acciones
OPA/OPAs	Oferta pública de adquisición/Ofertas Públicas de Adquisición.
OPV	Ofertas públicas de venta de valores.

OPS	Ofertas pública de suscripción de valores.
Ord.	Ordonnance.
OMC	Organización Mundial de Comercio.
O.M	Orden Ministerial
pág	Página/s.
PANCP	Propuesta de Anteproyecto de nuevo Código penal de 1983.
PCP	Proyecto de Código penal
PE	Parte Especial.
p.ej.	Por ejemplo
PG	Parte general
PLOCP	Proyecto de Ley orgánica de Código penal de 1980
PR.	Prospectus rules-Directiva Folletos.
PRA.	Prudential Regulation Authority.
Rapp	Rapport.
RCE	Revista de la Contratación Electrónica.
RD	Real Decreto Ley.
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil.
RDBF.	Revista de Derecho Bancario y Financiero.
RDJ	Revista de Derecho Judicial
RDM	Revista de Derecho mercantil
RDP	Revista de Derecho penal.
RDS	Revista de Derecho de Sociedades.
RDC	Registro de Defensa de la Competencia.
R.D.L	Real Decreto Ley
RDPCr	Revista de Derecho penal y Criminología.
R.D.leg	Real Decreto legislativo.
RDPP	Revista de Derecho y Proceso penal.
RP	Revista Penal.
Rev. Pénit.	Revue pénitentiaire et de droit pénal.
Rev. Sc. Crim	Revue de science criminelle et de droit pénal comparé.
Riv cass pen	Revista casación penal.
Riv. Dir Ban fin.	Revista Derecho Bancario y financiero.
Riv dir impresa	Revista derecho y empresa.
Riv Dir pen proc.	Revista Derecho Penal procesal.
Riv it dis proc pen.	Revista italiana derecho procesal penal.
Riv pen ec.	Revista penal económica.
Riv trim dir pen.	Revista trimestral derecho penal (Italiana).
Riv Soc	Revista de Sociedades.
RJA	Repertorio jurídico Aranzadi. Tribunal Supremo.
RLMV	Reglamento de la Ley del Mercado de Valores
RAE	Real academia española (de la lengua).
R. Ar	Repertorio Aranzadi
RBE	Reglamento del Banco de España.
RP	Revista penal.
RU	Reino Unido.
SAFIR	Sistema de análisis financiero.

SAN	Sentencia de la Audiencia Nacional.
SAP	Sentencia de la Audiencia Provincial.
SEC	Securities and Exchange Commission.
Secc.	Sección.
SGC	Sociedad gestora de carteras
SGR	Sociedad de Garantía Reciproca.
SMN	Sistemas multilaterales de negociación
ss	siguiente
STC/SSTC.	Sentencia/s del Tribunal constitucional.
StGB	Strafgesetzbch
StPO	Strafprozessordnung
STS/SSTS	Sentencia/s del Tribunal Supremo.
TC	Tribunal Constitucional.
TCE	Tratado de la Comunidad europea
TCEE	Tratado de la Comunidad Económica Europea.
T. CORR.	Tribunal correctionnel.
TS	Tribunal Supremo
TUF	Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.
UCLM	Universidad de Castilla La Mancha.
USA	Estados Unidos de Norteamérica.

INTRODUCCIÓN

1. Cuestiones Preliminares. Explicación político-criminal del art. 282 bis (Tipo básico) y su tipificación ex novo en la L.O 5/2010 de 22 de junio.

La incorporación de la tutela del mercado y de los consumidores en el Código Penal de 1995 supuso un hito fundamental en la protección de todos los intereses que confluyen en el mercado. A partir de ese momento, se protegió tanto los intereses de aquellos que acuden al mercado para ofertar y demandar productos y servicios, sean o no financieros, como el interés de carácter supraindividual cifrado en la necesidad de que ese mercado funcione con sujeción a las reglas de la leal competencia. Se trata de garantizar que las actividades de inversión operen en un mercado sometido a las reglas de transparencia y veracidad a fin de que el consumidor pueda tomar decisiones económicas libres de engaño y en condiciones de igualdad.

En todo caso parece acertada la inclusión del art. 282 bis, ya que el delito de estafa genérica es insuficiente para proteger el bien jurídico “supraindividual y difuso” del grupo colectivo difuso de inversores en los mercados de valores a los que se refiere el citado precepto que aunque se hable de cierta similitud de los injustos típicos 282 bis *versus* 290. La falsedad documental del art. 282 bis CP (que no tiene ni que ser idóneo, ni requiere elemento de aptitud, ni tampoco acreditarse el perjuicio en el tipo básico) acota su ámbito a las “sociedades emisoras de valores negociados en los mercados de valores”, que hasta ahora no se había tipificado de forma específica.

Será la jurisprudencia en los próximos años la que nos represente la realidad material de este delito socioeconómico y su eficacia penal.

El referente para la inauguración de esta nueva figura y otras dentro de los delitos relativos al mercado y a los consumidores, como señala la Exposición de Motivos de la LO 5/2010 de modificación del C.P es la Directiva 2003/06/CE del Consejo de Europa del 28-01-2003 sobre operaciones con Información Privilegiada y la Manipulación o Abuso del Mercado que establece la obligación de los Estados parte de prever medidas y sanciones de naturaleza administrativa, dejando a la decisión de cada Estado la posibilidad de sanción penal. La publicidad de sanción penal. La publicidad sobre productos financieros y otras informaciones económicas sobre sociedades que intervienen en los mercados financieros pueden afectar a los intereses económicos de los consumidores. Puesto que los inversores y otros intervinientes en los mercados financieros son consumidores de productos y servicios financieros; y no solo están interesados en el cumplimiento de las reglas de mercado y en la transparencia e integridad de éste; sino también en la garantía de sus derechos económicos como intervinientes en el mismo. Ello es evidente en la nueva figura del CP (art 282 bis).

Una parte de la doctrina entiende que en el art. 282 bis se podría tipificar una figura específica de “publicidad falsa” en el ámbito de los títulos negociables (no simplemente negociados) en el mercado de valores frente a la figura genérica

de la estafa, lo que conlleva a la necesidad de que dicha conducta merezca reproche penal, así como su ubicación inmediatamente correlativa a la publicidad engañosa del art. 282.

La constitucionalización de la economía y la penetración de las ideas sociales en el Derecho, con la progresiva intervención del Estado dirigida a la protección del interés social y económico general, han determinado que el Derecho Penal no permanezca ajeno a esta nueva realidad. Semejante corriente socializadora, y la necesidad de protección de las instituciones en sí mismas, impulsaron al legislador penal, ya desde los primeros Proyectos legislativos que siguieron a la Constitución, a la tipificación de los delitos contra el orden socioeconómico, superando también el Derecho penal una concepción tradicional liberal e individualista, y reconociendo que ya no solo hay intereses individuales dignos de protección, sino intereses de grandes grupos de personas –intereses colectivos- y la necesidad de dar respuesta adecuada a la emergente criminalidad de empresa, frente a la cual se mostraban insuficientes, a decir de muchos, las clásicas figuras de delitos patrimoniales. Es por ello que este delito de nuevo cuño entra en la esfera de los delitos socioeconómicos, protector de valores patrimoniales supraindividuales.

Efectivamente, en nuestra opinión el tipo del art. 282 bis es un tipo abierto de peligro abstracto porque dirige su acción a un grupo o colectivo “difuso de financiadores”. Y en donde el peligro para su patrimonio, no es más que un motivo de criminalización. Pero no olvidemos que el tipo penal remite para su “punibilidad” a una normativa “extrapenal” como es la Ley del Mercado de Valores.

En este contexto fácil es advertir, que el tema que suscita nuestro estudio se mueve a “caballo” por un lado entre la manipulación del mercado y la consiguiente falsedad de la información, pero por otra no es menos importante el abuso del mercado financiero y el uso negligente de la información privilegiada.

En razón a lo expuesto la colocación sistemática en el nuevo art. 282 bis en la sección destinada a regular las infracciones relativas al mercado y a los consumidores es correcta, y respeta los intereses protegidos, para una parte de la doctrina como analizaremos más adelante. El fraude de inversores es un típico delito contra el mercado y los consumidores, y hablamos de una conducta con capacidad de afectar a una colectividad. Entendemos por nuestra parte que las *mens legislatoris* lo configura como un delito de peligro (la que se ha venido en denominar como una “anticipación de la barrera de intervención penal”) para el patrimonio de una colectividad difusa de inversores, como ocurre en todo el derecho penal económico contemporáneo.

Pues con independencia de que todas las modalidades de estafa de inversores cupieran en el tenor literal del art 290, lo que no puede negarse es que

tras la inclusión en el Código Penal del art. 282 bis, la punibilidad de las conductas de fraude en la inversión en Derecho español queda más clara.

La creación ex novo de esta nueva figura delictiva ha sido criticada por la doctrina más especializada, al entender que un buen número de conductas engañosas que sancionaría el art. 282 bis, podrían en realidad ser abordadas y ser punibles a través de otras figuras delictivas.

Respecto a la estafa de crédito, incluida en el art. 282 bis, pero a la que no vamos a analizar en profundidad en esta tesis, y en la que solo daremos ciertas diferencias significativas que tiene con la estafa de inversiones, se ha pronunciado el TS cuando ha podido considerar impunes determinadas conductas protagonizadas por particulares frente a entidades bancarias (por ejemplo, mediante la utilización de cheques o de tarjetas de crédito), entendiendo que, cuando éstas hacen gala de una exquisita negligencia, el engaño no puede estimarse típico, en realidad, se viene a decir, “el particular no las ha engañado”, sino que se han engañado a sí mismas.

Puede razonablemente concluirse en esta argumentación de base para entender la introducción del art. 282 bis que ha venido marcada su introducción por las exigencias de obligado cumplimiento de la Directiva 2003/6 C.E. del Parlamento Europeo, lo que se ha hecho con la expresa finalidad de proteger al “consumidor inversor”, frente a algunos engaños que podían sufrir. Ahora bien, se ha criticado que en ninguna de las normas europeas se mantiene un verdadero mandato de incriminación penal de las actuaciones que el nuevo delito del art. 282 bis vendría a castigar.

En realidad el artículo 282 bis presenta unos caracteres propios que lo diferencia claramente de aquellos a los que se les ha querido asimilar y que, además, les permitirá solventar muchos de los problemas a los que se enfrentaban a la hora de prevenir y castigar adecuadamente algunas de las actuaciones engañosas y especulativas más peligrosas y habitualmente realizadas en los mercados para captar financiación; función preventiva, que por otra parte, se complementará gracias a la previsión, contenida en el art. 288.1, de la posible responsabilidad penal de las personas jurídicas en cuyo provecho este delito se cometa, que sin duda servirá para que dichas entidades se cuiden muy mucho a la hora de establecer medidas de control y garantía adecuadas que traten de evitar que quienes pueden y deben emitir informaciones relevantes desde su seno, puedan hacerlo falsificándolas, ya que ello podría dar lugar a su propia responsabilidad penal.

En suma, parte de la doctrina piensa que el legislador con el tipo penal del art 282 bis ha creado específicamente un delito de falsedad documental pero referido al ámbito de las sociedades emisoras de valores negociados del mercado de valores, lo analizaremos detenidamente.

Desde una perspectiva jurídico penal, los inversores no son sino una modalidad más de consumidor. Este tipo de usuario, maneja unos productos y servicios financieros, que fundamentalmente son acciones y fondos de inversión.

Precisamente, por ello entendemos que debe garantizarse al inversor una información transparente y completa. De ahí que los mercados secundarios y en concreto las sociedades emisoras de valores requieran una información transparente ora en los folletos informativos ora en las auditorías de cuentas.

Desde nuestra óptica se nos hace difícil entender que una sociedad de valores difunda información falsa, cuando esta supervisada y fiscalizada esta información desde los propios registros de la CNMV.

Por lo que a juicio de expertos juristas, debería haberse tipificado en dos delitos diferentes (como proponía el Anteproyecto de 2007) la estafa de crédito y la estafa de inversores. Ya que este último como delito de peligro abstracto se dirige a un número difuso y/o indeterminado de inversores. Sin embargo en la estafa de crédito es un caso diferente el sujeto pasivo en una entidad de crédito determinada, que es la que a la sazón *proprio nomine* sufre el perjuicio en su patrimonio. Es más, el legislador desconoce la estafa de crédito.

Se ha dicho que el artículo 282 bis perfila un delito de publicidad falsa, por ejemplo, en la Exposición de Motivos L.O 5/2010 dirigida a los consumidores inversores en el mercado de valores. Veremos a lo largo de la tesis, si es así, y si los folletos informativos, y los otros documentos financieros, de los que habla el art. 282 bis párrafo primero, ya llevan ínsita, en el modo de comunicación, la publicidad falsa, protegiendo la tutela penal del inversor, frente a determinadas formas de engaño en la utilización de productos financieros.

Por otro lado además de los deberes y obligaciones de información, el legislador ha adoptado conjuntamente otras medidas para proteger a inversores y mercados. Se tratan de medidas de naturaleza estructural como las relativas a la liquidez de emisores e intermediarios. Estas medidas se complementan entre sí puesto que ambas son necesarias para establecer un marco de confianza y seguridad que permita la liquidez y eficiencia de los mercados. Así, la doctrina distingue entre las “regulaciones de comportamientos”, dentro de las cuales se situarían, entre otras, las normas sobre el folleto informativo, y las “regulaciones de estructura”, como las que se centran en garantizar la solvencia y liquidez de los emisores y otros participantes en los mercados que, aún siendo de índole diferente, comparten la finalidad de alcanzar, unos parámetros de eficiencia. En este sentido se ha señalado que las regulaciones de comportamiento “trascienden claramente el plano de la conducta, proyectando sus efectos sobre la estructura misma del mercado: porque al generar confianza, fomentan el acercamiento al mismo de un mayor número de inversores, facilitan la incorporación de empresas a Bolsa, evitan que a la primera bajada de las cotizaciones todos se apresuren a vender, mejorando, en consecuencia, la concentración de operaciones sobre el

mercado, la frecuencia y la liquidez de la contratación y confirmando, en definitiva, el dicho popular de que “la honradez es un buen negocio”.

Aunque es evidente que el mercado de inversión, tiene dos notas diferenciadoras: una la desigualdad entre los sujetos intervinientes, y por otra la propia opacidad de la relación mercantil que entre ellos se crea. Es por ello, que el consumidor inversor, no está en situación de igualdad. La contratación es en la práctica una adhesión en la medida en que aquél no puede introducir cláusulas particulares. Y ello es así, ratificamos, por nuestra parte, porque la propia dinamicidad del mercado de valores, no siempre es perceptible para el pequeño inversor, en base a las constantes fluctuaciones del mercado.

Cuando el sistema penal opta por proteger los intereses del inversor ahorrador, no puede ignorar la posición subordinada de este respecto a los profesionales y agencias especializadas con quien negocia. Incluso el consumidor o usuario, normalmente informado, está en la mayoría de las ocasiones necesariamente abocado a aceptar lo que se le ofrece en los propios términos de la oferta publicitada. Esta situación de desigualdad debe tenerse en cuenta a la hora de interpretar los términos valorativos, como “alegaciones falsas”, “características inciertas”, “noticias falsas”, “engaño” etc. empleados en artículos como el art. 282 y 284.

Puede resultar conflictivo la demostración del perjuicio “grave y manifiesto” en un ámbito como el del mercado de valores en el que deben cumplirse unos niveles mínimos de seguridad, liquidez y rentabilidad.

No existe una coordinación entre el Derecho penal y la Ley del Mercado de Valores (en adelante LMV). Debería adaptarse el Derecho penal societario, en concreto, los tipos societarios a la realidad de las sociedades cotizadas, configurando la publicidad engañosa a las sociedades emisoras de títulos valores o a las entidades gestoras de productos financieros.

Se ha objetado, igualmente, que el legislador se haya decantado por la “solución penal”, atribuyendo al Código penal un papel preventivo más propio del Derecho Administrativo, encubriendo además déficits de funcionamiento de los controles administrativos, que, sin embargo, correctamente empleados, podrían resultar más eficaces que los penales. Lo que se podría trasladar a muchos artículos del CP que adelantan las barreras punitivas, entre ellos el art. 282 bis.

Pero a la represión por vía administrativa la doctrina ha venido subrayando, singularmente en referencia a la actividad bancaria, que las sanciones administrativas se han mostrado insuficientes desde el punto de vista preventivo general, con sanciones mucho más genéricas propias del Derecho Penal, como es especialmente la pena de prisión.

No tenemos que olvidar que los mecanismos de control que instrumentan la LMV y la normativa sectorial bancaria, son el factor decisivo a la hora de pretender que la publicidad de las inversiones se adecue a su contenido real. Sin embargo, no parece que el hecho de que el sistema penal pase a asumir, junto al administrativo, un rol preventivo, sea opción acreedora de críticas. Por otra parte, no hay constancia de que, en torno a la publicidad engañosa, se haya pretendido ocultar deficiencias en las funciones administrativas de control, sino todo lo contrario: de hecho son las instancias administrativas las que vienen actuando, lo que no implica que, en los supuestos más graves, sea injustificado acudir al Derecho penal como última ratio.

En este sentido, cabe señalar en concreto que, según se dispone en el art. 13 LMV, a la CNMV se le *“encomiendan la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, el ejercicio sobre ellas de la potestad sancionadora y las demás funciones que se le atribuyen en esta Ley”*, con la misión de velar *“por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuenta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines”*. Así, los objetivos que persigue la intervención pública en el mercado de valores, se identifican sustancialmente con los del conjunto del sistema financiero y la CNMV viene a ser como un órgano sectorial especializado, que se sitúa en una posición similar –mutatis mutandis- a la que ostenta el Banco de España en el conjunto del sistema bancario. De hecho, conviene tener en cuenta que el sistema del mercado de valores se incardina dentro de lo que, con carácter amplio, se denomina el “mercado financiero”, que englobaría además el mercado de crédito y el mercado o sector asegurador.

Para identificar esa confusa frontera, los preceptos penales deben interpretarse en su globalidad, teniendo en cuenta que el interés difuso del colectivo de los consumidores en la veracidad de los medios publicitarios. De modo que, será típicamente engañoso “lo que trasmite una falsa representación de la realidad idónea para determinar decisiones que, sin esa falsa representación, no se habrían tomado”

Tanto si se trata de información referente al mercado primario como al secundario la información exigida comparte unas notas características. Se trata de información obligatoria, que debe cumplir unos parámetros de claridad, veracidad y carácter completo y, por otro lado, es una información controlada por el órgano supervisor de los mercados de valores, en España, la CNMV.

El modelo de transparencia informativa basado en una información obligatoria, supervisada y pública, es el mecanismo que el legislador ha establecido para corregir las situaciones de desigualdad o asimetría informativa (en palabras de la doctrina “cadena de desequilibrios informativos”), o al menos

aminorar los efectos negativos que esta desigualdad informativa puede desarrollar.

Los mecanismos de control que instrumentan la LMV, y la normativa bancaria, son imprescindibles. Sobre todo insistimos por nuestra parte en la Orden EHA / 1718/2010 de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios y la Orden ministerial 1717/2010 de 11 de junio de regulación y control de la publicidad y servicios de productos de inversión. La protección al inversor pensamos que tiene que venir desde los organismos reguladores, tanto del Banco de España como de la CNMV, para corregir las “conductas inadecuadas”.

La publicidad de los servicios financieros debe ajustarse a unos principios a tenor de las Directivas comunitarias. Así la Directiva 2001/31 CE en la que se indica que la actividad publicitaria de una oferta pública de valores debe respetar los principios de la Directiva. O la aclaratoria Directiva 2000/12 CE en la que se establece que las “comunicaciones publicitarias” dirigidas a las empresas de servicios de inversión, a los clientes o potenciales clientes, deben ser “imparciales, claras, y no engañosas”. A mayor abundamiento, cuando la publicidad se refiere al “inversor minorista” las condiciones que tiene que cumplir la publicidad se desarrolla en la Directiva 2006/73 CE de la Comisión.

En el caso que nos ocupa de la estafa de inversión, *lege lata*, art. 282 bis, entendemos que la publicidad en su caso “engañosa” ya existen suficientes mecanismos de protección en la propia redacción del folleto informativo, al falsear la información económica financiera contenida en los mismos. Anqué nos parece que cuando se presenta un folleto en la CNMV, esta entidad debe verificarlo y registrarlo. Es más, conforme a la información contenida en el folleto, permitirá un “juicio fundado”, sobre la operación financiera. Cuando hablamos de la “publicidad engañosa”, cupiera entender que esta posibilidad pudiera desencadenarse en el caso de inversores inexpertos, y en donde los intermediarios financieros son esenciales en la información al inversor. Podía entenderse una publicidad engañosa unas conclusiones de las auditorias de cuentas, que deforman la realidad contable.

Como hemos dicho anteriormente por nuestra parte no debe olvidarse que los folletos de emisión deben ser verificados y “registrados” por la propia CNMV (art. 26 y 92 de LMV).

No se olvide que los “folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros”, ya incluye la publicidad básica. Así en el art. 28 de la LMV señala precisamente su “contenido mínimo” (conclusiones de las auditorias de cuentas, características de los valores y derechos, colocación de los valores, etc.). En este punto la propia CNMV debe verificarlo y registrarlo (art. 26 y 92 de la LMV).

Lo cual implica (entiendo por mi parte, que se ha publicitado). Es más no debe olvidarse que la propia CNMV puede actuar de oficio, ex ante, para incluir las advertencias que estime oportunas a fin de lograr una mejor protección de los inversores (ex post).

Durante este iter y con la finalidad de ser negociado en un mercado secundario y a su vez con la finalidad de captar inversores, colocar activos, etc., el folleto “contiene información que ha sido falseada”.Efectivamente, el folleto hasta que llega al Registro está revestido de deberes en su esencial contenido, revestido de transparencia informativa en todo momento. Así el emisor u oferente del folleto, deberá a tenor del RD 2590/1998 realizar sus comprobaciones necesarias y adoptar todas las medidas oportunas para asegurarse de la veracidad de su contenido, y de que no se omita ningún dato relevante, ni tampoco se induzca a error, actuando por ello con la diligencia de un “ordenado empresario”.

El artículo 282 bis es desde el 23 de diciembre de 2010 una realidad legislativa en el sistema penal español, así que más allá de las críticas de parte la doctrina entorno a su inclusión o no, sólo queda ya definir el alcance de la figura delictiva y resolver los problemas interpretativos que puedan ir surgiendo de su compleja estructura típica, así como esperar en los próximos años a las sentencias que firmen los distintos tribunales donde hay en marcha en este mismo momento procesos y causas con el delito de la estafa de inversiones.

Nuestra investigación se centra en la exégesis y análisis en profundidad de la doctrina española sobre el artículo 282 bis, aunque también haremos un largo recorrido por los supuestos y autores más importantes del derecho continental y anglosajón. Así como la obligada referencia a la normativa bursátil por excelencia, la LMV, analizando la remisión a los diferentes artículos a los que nos lleva el artículo para una completa comprensión, al ser una ley penal en blanco y las importantes Directivas europeas sobre operaciones bursátiles.

Comenzaremos en el Capítulo I, haciendo una distinción entre los delitos patrimoniales y delitos socioeconómicos y la ubicación del art. 282 bis en el CP, después los antecedentes legislativos con los diferentes Anteproyectos, los Informes Jurídicos, la tramitación parlamentaria así como la regulación actualmente dada tras diferentes versiones. Otra parte del capítulo la empleamos a hacer una comparación del artículo tanto por los diferentes países con la experiencia del derecho continental (Italia, Portugal, Alemania y Francia) como en el derecho anglosajón (R.U y EEUU) con este delito y su forma de prevenirlo con diferentes Instituciones, normas y leyes y su experiencia real tras muchos años en vigor, por último revisaremos la Propuesta Eurodelitos a este respecto.

A partir del Capítulo II analizamos los elementos del tipo básico; dividiendo el capítulo en dos secciones , la primera referente al bien jurídico protegido; analizando los diferentes criterios que tiene la doctrina, examinaremos

si se trata de la libertad económica de los inversores, el buen o el correcto funcionamiento del mercado o si se quiere proteger la transparencia, la veracidad, buena fe y confianza en el mercado o si se quiere proteger el patrimonio del grupo colectivo de inversores, finalizando con nuestra opinión al respecto. En la sección segunda, examinaremos la naturaleza del delito, a través de la doctrina para saber si estamos ante un delito de peligro abstracto, abstracto estadístico, un delito mutilado en dos actos o un delito especial y su contextualización en los mercados financieros y la protección del inversor, finalizando con nuestra reflexión personal.

Ya en el Capítulo III, haremos un profundo estudio sobre los sujetos activos y pasivos del art. 282 bis. En concreto dentro del análisis de los sujetos activos: examinaremos la concepción penal y mercantil de los administradores de hecho y de derecho en la doctrina y la definición y separación que ha hecho la Jurisprudencia, también cuando esos sujetos sean administradores de una sociedad emisora de valores negociados, examinando la tipología de inversores en el Derecho español. Veremos la responsabilidad penal de las personas jurídicas cuando el sujeto activo del art. 282 bis es una persona jurídica. Por último, determinaremos a los sujetos pasivos, y la posibilidad de ser el inversor un consumidor de productos financieros.

El Capítulo IV reúne el estudio de la conducta típica y el objeto material en dos secciones extensas. Respecto a la primera sección la conducta típica: analizamos la conducta típica falsear la información a lo largo de la doctrina, incluyendo la conducta omisiva, la remisión a la LMV para saber los supuestos falsarios que quedarían incluidos en la conducta y nuestra reflexión valorativa. En la sección segunda analizaremos el objeto material que supone una remisión a la LMV, al RD 1310/2005 (modificado por RD 1698/2012) que es una trasposición de la “*Directiva folletos*”, donde se describen; los instrumentos financieros (incluyendo valor negociable), la información económico financiera contenida en los folletos de emisión de cualquier instrumento financiero, el folleto de emisión, y por último, la información que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la LMV, la información destinada a la CNMV y cualquier otra información.

En el Capítulo V, analizaremos el elemento subjetivo del tipo: el propósito o finalidad del tipo, si es posible su comisión por dolo eventual o si solo podrá ser cometido por dolo directo, excluyendo la imprudencia. En el mismo capítulo examinaremos si es posible el error en el artículo 282 bis; el error de tipo sobre los elementos normativos y el error de prohibición, algunas teorías del error en el derecho penal económico.

Respecto al Capítulo VI, el análisis de las formas especiales de aparición del delito, lo dividiremos en tres secciones: en la primera el *iter criminis*, veremos los actos preparatorios, los diferentes momentos de la consumación del delito con la discusión doctrinal entre falsificación *versus* publicación, si es

posible la tentativa del art 282 bis y nuestra postura al respecto. En la segunda sección, el examen de la autoría y participación en este delito especial: analizamos las diferentes teorías de imputación objetiva en los delitos socioeconómicos, los sujetos intervinientes, la configuración interpretativa de los administradores en la LMV, y especial atención a la figura del responsable del folleto y su posible participación como cooperador necesario (*extraneus*) a través del artículo 65.3 En la sección tercera comprobaremos si son posibles los concursos entre el artículo 282 bis y la estafa genérica del art. 248, con el artículo 290 sobre el falseamiento de documentos sociales, la inexplicable alusión al art. 308 CP, con los diferentes tipos de falsedades del art. 390, con su artículo inmediato anterior del 282 la publicidad falsa y con otros artículos del mercado de valores como el 284 la maquinación y alteración de precios.

En el Capítulo VII, estudiaremos la penalidad del art. 282 bis en su tipo básico de 1 a 4 años de prisión, del tipo agravado la pena de prisión de dos años y seis meses a cuatro años, y el tipo hiperagravado por notoria gravedad con una pena de prisión de uno a seis años, así como la pena de multa de seis a doce meses que no es la más alta posible para este tipo de delitos. Respecto a la condición objetiva de perseguibilidad será necesaria la denuncia de la persona agraviada salvo que afecte a intereses generales o una pluralidad de personas, y las penas que se imponen cuando sea una persona jurídica la responsable del delito, así como la publicación de la sentencia en un periódico oficial. Dentro de este capítulo abordaremos el análisis del tipo agravado e hiperagravado, con la descripción jurisprudencial de la notoria importancia y las cantidades que podrán ser consideradas como tal para este tipo.

En conclusión, se trata de un trabajo de investigación sobre el artículo 282 bis en su modalidad de estafa de inversión (tipo básico), con una exposición, análisis crítico y valorativo sobre los elementos del tipo en la doctrina española y extranjera, y con una reflexión personal en cada capítulo sobre los diversos problemas que confluyen en la estafa de inversiones. Como conclusiones finales del trabajo, se extraen las ideas más importantes para una posible reflexión y mejora del artículo 282 bis en una supuesta modificación futura por parte del legislador español y comunitario.

CAPÍTULO I.

EVOLUCIÓN, ANTECEDENTES Y UBICACIÓN ACTUAL DEL ARTÍCULO 282 BIS. EXPERIENCIAS LEGISLATIVAS EN EL DERECHO COMPARADO: DERECHO CONTINENTAL Y DERECHO ANGLOSAJÓN

I. ANTECEDENTES LEGISLATIVOS

Uno de los problemas históricos de la legislación socioeconómica española, como dice con razón SILVA SANCHEZ había sido la ausencia de tipos de peligro que, asociados de uno u otro modo al delito de estafa, además de proteger el patrimonio individual, cumplieran funciones de protección de determinados sectores de actividad (como los mercados del crédito, de seguros o de inversión) especialmente necesitados de ella¹.

Un antecedente de lo que hoy conocemos como delito de estafa de inversiones lo podemos encontrar en la redacción del Código Penal de 1928 en el que se regulaba por primera vez, un contexto muy similar a la actual, en la redacción del art. 721².

La reaparición del delito ya venía siendo solicitada desde las reformas operadas y propuestas en la década de los años ochenta³ y de forma más reciente por algunos autores⁴, al comparar nuestra legislación con la legislación alemana⁵ que contemplaba esta figura desde hace bastante tiempo⁶.

Es interesante el comentario de MARTINEZ BUJAN cuando dice que el legislador de 2010 se inspiró en el modelo del art. 365 del proyecto de Ley Orgánica de Código Penal de 1980, pero conservando los defectos que

¹SILVA SANCHEZ J.M / ROBLES PLANAS R / GOMEZ-JARA DIEZ. , op.cit (El delito de estafa de inversiones (art 282 bis)) págs 387 y ss.

²Art. 721 CP (1928): “El miembro de un Consejo de Administración o de un órgano de intervención o vigilancia de una sociedad anónima, o el Director, o el Gerente o Liquidador de una de estas sociedades, que en sus noticias o comunicaciones al público o en sus informes o proposiciones a la Junta de accionistas consignare, con ánimo de defraudar, hechos contrarios a la verdad” págs. 393-398.

³STAMPA BRAUN, J.M./BACIGALUPO ZAPATER, E. *La reforma del Derecho penal económicoespañol* (Informe sobre el título VIII del Proyecto de Código Penal de 1980), Madrid, 1980, pág. 68.

⁴QUINTERO OLIVARES, G. “Los escándalos financieros por falsedad en la contabilidad y función del Derecho penal económico”, en *Protección penal del consumidor en la Unión Europea* (Coord. GARCIA RIVAS, N.), Cuenca, 2005, pág. 202 opina el autor que. “Se debería separar el delito de transmisión pública de información financiera falsa de aquella otra falsedad que tiene como objeto el captar inversores engañándoles (supuesto del art. 264 a del CP alemán)”.

⁵En Alemania la denominada “estafa capital”- Kapitalanlagebetrug- se encuentra tipificada en el parágrafo 264 a) del StGB de la siguiente forma; “I. Quien conjuntamente con 1. La venta de títulos valores, derecho de suscripción preferente o participaciones que deban otorgar una participación en el resultado de una empresa, o 2. ampliar la oferta, el depósito de la referida participación, elabore informes ventajosos incorrectos o silencie hechos desventajosos de cara a un amplio círculo de personas, en prospectos o en presentaciones o resúmenes sobre el estado patrimonial referido a circunstancias relevantes para la decisión sobre la adquisición o la ampliación, será castigado con la pena de privación de libertad de hasta tres años o con multa. II. Procederá aplicar el apartado I, cuando el hecho se refiera a participaciones en un patrimonio que administre una empresa en nombre propio, aunque por cuenta ajena. III. No será castigado de acuerdo a los apartados I y II el que impida voluntariamente que la prestación condicionada por la adquisición o la ampliación se obtenga con motivo del hecho (...)”. Vid. VV.AA., Código Penal alemán (StGB)- Código procesal penal alemán (StPO) (Coord.: Eiranova Encinas, E.), Madrid, 2000, págs. 149 y 150.

⁶CHOCLÁN MONTALVO, J.A. *El delito de estafa*, 2ª Edit. Barcelona, 2009, págs. 408-410. También el mismo antes. *Responsabilidad de auditores de cuentas y asesores fiscales*, Barcelona, 2003, pág. 79.

presentaba este precepto, en efecto el art. 365 del Proyecto de 1980 se sancionaba una conducta consistente en publicar datos falsos relativos a la situación real de una sociedad o las personas de sus administradores, siempre que dicha publicación estuviese destinada a conseguir algunos de los fines que taxativamente se numeraban en dicho artículo y se configuraban como elementos subjetivos del injusto (porque dicha acción de publicar debía ser realizada “con el propósito de...”). Tales fines eran tres: el primero, “revalorizar o depreciar las acciones o participaciones sociales; el segundo, “captar nuevas aportaciones de capital”; y el tercero “conseguir créditos o consolidar los ya obtenidos”⁷.

Asimismo, ese precepto (art. 282 bis) tiene su origen en la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 Enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado⁸.

En esta reflexión cronológica conviene traer a colación el Anteproyecto de Ley Orgánica que fue aprobado por el Consejo de Ministros el 14 de julio de 2006 en el que se considera el delito de estafa de inversiones, y a tenor de lo prescrito se dice que se penalizará el falseamiento de información con ánimo de engañar a los consumidores para captar sus inversiones u obtener créditos. Era la reacción a conductas que a la sazón habían afectado a cientos de españoles por el conocido caso Afinsa y Fórum filatélico⁹.

Así las cosas, el 15 de enero de 2007, este Anteproyecto del Gobierno se convierte en Proyecto de Ley; pero que sin embargo no llegó a convertirse en ley por la convocatoria de unas elecciones generales que determinaron el cese de la actividad legislativa de aquella etapa parlamentaria. En este Proyecto de Ley se decía ya que entre los delitos relativos al mercado y a los consumidores, debería incorporarse un nuevo artículo 282 bis dedicado a los administradores de Sociedades que coticen en el mercado de valores —distinción, pese a su importancia central, hasta ahora ausente en nuestro Código. El citado artículo debería aplicarse a los casos en que se falseen los balances o las informaciones sobre los recursos, actividades y negocios presentes o futuros, de manera apta para producir engaño, y de ese modo consiguieran captar inversores u obtener

⁷MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C., *Derecho penal económico*, parte especial. Edit. Tirant lo Blanch. Valencia 1999.pág. 262. Recuerda el autor que este delito del art. 282 bis se incluía ya en el Proyecto de L.O. de 2007. Si bien compartimos su opinión, que a pesar de los años no corrigió los “defectos técnicos” de la figura delictiva, pese a ser señalados por la doctrina autorizada (MARTINEZ-BUJAN PEREZ, VILLACAMPA y/o MORALES GARCÍA, entre otros), y que perduran en el texto de *lege lata*.

⁸En esta línea explicativa GONZALEZ RUS, J. C. op.cit (Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros) pág. 602. Asimismo, es importante conocer la Directiva 2003/71/CE de 4 de noviembre sobre el folleto que debe publicarse (Directiva de Folletos) pues, como explica correctamente MORALES GARCIA O “Fraude de inversores, art. 282 bis”. En *La reforma penal de 2010. Análisis y comentarios*. QUINTERO OLIVARES, G. (dir) Edit. Aranzadi. Thomson Reuters. 2010 pág. 36) La principal finalidad de la Directiva era la armonización europea de los requisitos de establecimiento, aprobación y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores mobiliarios o de admisión a cotización de tales valores en los mercados secundarios.

⁹FERNANDEZ PALMA, R. y MORALES GARCIA, O. “Seminario sobre el anteproyecto de reforma del Código penal de 2006”. En *revista de Internet, Derecho y Política*. Febrero 2007. [http:// idp.uoc.edu](http://idp.uoc.edu).

créditos o préstamos. Se trataba pues de lo que en otros sistemas se conocía como “estafa de inversiones”¹⁰.

También se recoge el mismo texto del citado precepto en el Anteproyecto de reforma del Código penal de 2008. Se hacía expresa referencia a la necesidad de un engaño típico que desapareció del Proyecto de reforma de 2009, aunque los elementos esenciales como son el falseamiento de la información exigida por la legislación del mercado de valores y el propósito de obtener inversores, créditos o préstamos permanecían inalterados. De esta forma se exigía por el tipo un engaño y la producción de un resultado, consistente en la captación de inversores u obtención de créditos o préstamos¹¹.

En el Proyecto de Ley de reforma de 27 de noviembre de 2009, el precepto ya incluye diferenciadamente dos tipos de injusto, uno que se describe como un tipo de peligro y de consumación anticipada, y un tipo agravado en el segundo párrafo cuando se produce un perjuicio patrimonial. En la Exposición de Motivos del Proyecto, curiosamente, se mantiene prácticamente intacta, en el sentido siguiente: “Así, se incorpora como figura delictiva la denominada estafa de inversiones, incriminando a los administradores de sociedades emisoras de valores negociados en los mercados de valores que falseen sus balances o las informaciones sobre sus recursos, actividades y negocios presentes o futuros, y de ese modo consigan captar inversores u obtener créditos o préstamos”¹². Por

¹⁰Boletín oficial de las Cortes Generales. Congreso de los diputados. VIII legislatura. Serie A proyectos de ley. 15 de enero de 2007. En su exposición de motivos se dice que. Entrando en el campo de los delitos financieros o económicos aparecen necesidades de reforma determinadas por acontecimientos de relevancia internacional a los que se unen decisiones de la Unión Europea que tienen como común denominador la búsqueda de prevenciones jurídicas y, entre ellas, amenazas penales, que protejan a los ciudadanos comunitarios de los riesgos que pueden amenazar a lo que de otra parte es una conquista de la Unión, cual es el mercado único y la libertad de circulación de capitales. A algunos de los más graves problemas que surgen se ha dedicado la importante Directiva 2003/6 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. Todas las acciones que se han de reprimir constituyen manifestaciones de abuso de ese derecho de acceso al mercado único de servicios financieros, que exige buen funcionamiento y la confianza del público en los valores y productos derivados. La manipulación del mercado a través de la información, por abuso o por deformación, es el mayor peligro para el desarrollo económico y para la confianza de los ciudadanos en el proyecto europeo. La evolución técnica y financiera supone mayores incentivos, medios y oportunidades, pero también facilita el abuso del mercado a través de los nuevos productos, las nuevas tecnologías, actividades transfronterizas cada vez más frecuentes, las transacciones electrónicas. A su vez, las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado impiden la total y adecuada transparencia que es un requisito previo a la negociación para todos los agentes económicos que participan en los mercados financieros integrados.

¹¹Art. 282 bis (Anteproyecto de Reforma del Código Penal de 2008): “Los que como administradores de hecho o de derecho de una sociedad que cotice en el mercado de valores, falsearan las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores, de modo apto para producir engaño y de ese modo consiguieran captar inversores u obtener créditos o préstamos, serán castigados con la pena de prisión de uno a cuatro años, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 308 de este Código”.

¹²Art. 282 bis (Proyecto de Reforma del Código Penal de 2009): “Los que, como administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores, falsearan sus cuentas anuales o la informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros, con el propósito de captar inversores u obtener créditos o préstamos, serán castigados con la pena de prisión de uno a cuatro años, sin perjuicio de lo dispuesto en el art. 308 de este Código. En el supuesto en que se llegue a obtener

tanto, el único cambio que se realiza por el Proyecto es la nueva denominación de la sociedad, que ahora pasa de ser sociedad cotizada a sociedad emisora de valores negociados. Sin embargo, no se hace referencia ni al segundo párrafo incluido en el precepto, ni el razonamiento acerca del cambio en la denominación de la sociedad objeto de la información del delito.

Por otro, conforma un delito de resultado que es en definitiva un delito de estafa del art. 248 referido simplemente al perjuicio producido en una inversión, pero que se sanciona incluso con la misma pena¹³.

Destacamos el crítico Informe del CGPJ sobre la introducción de la estafa de inversiones y de crédito en el CP¹⁴.

la inversión o el préstamo con perjuicio para el inversor o acreedor se impondrá la pena en la mitad superior. Si el perjuicio causado fuera de notoria gravedad la pena a imponer será de uno a seis años de prisión y multa de seis a doce meses”.

¹³MUÑOZ CONDE, F. *Derecho penal, Parte Especial, 17ª Edit.*, 2009, pág. 489, quien pone de manifiesto que lo que pudiera resultar atípico en relación con la conducta que tiene a un particular como víctima, puede afectar a la economía crediticia. Véase asimismo ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op. cit (Los delitos bursátiles), págs. 179 a 181.

¹⁴*Informe presentado por la Comisión de estudios con relación al Anteproyecto de ley orgánica por la que se modifica la ley orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código penal. Consejo General del Poder Judicial. Madrid 2009. Se comenta, concretamente en la pág. 1069 que la falsificación de las cuentas anuales u otros documentos que deban reflejar la situación jurídica o económica de una sociedad de forma idónea para causar un perjuicio económico a la misma, a alguno de sus socios, o a un tercero, está tipificada como delito societario el primer párrafo del art. 290. Sin embargo el delito (282bis) no se regula como forma de estafa, ni tampoco delito societario, sino como delito contra el mercado y los consumidores, aunque solo contra el mercado de valores y los consumidores de inversiones y créditos o préstamos en este ámbito. Informe del Consejo General del Poder Judicial al Anteproyecto de Ley Orgánica por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código penal. Madrid, 26 de febrero de 2009.*

Se explica en el informe del Consejo General del Poder judicial que el correspondiente Anteproyecto pretende introducir en el código penal un tipo especial agravado con respecto a los del art. 290 por tratarse de sociedades cotizadas y por haber conseguido el autor captar inversores u obtener crédito. A tenor del informe del Consejo General del Poder Judicial (en adelante CGPJ) no es comprensible la razón por la que el Anteproyecto da el muy necesario paso de tipificar las estafas de inversores y de crédito; pero sin embargo, las reduce al mercado de valores. Mezcla las inversiones con la financiación, segrega estos delitos de la estafa, que resulta ignorada incluso en cuanto a los marcos penales, y no atiende tampoco a su relación con el antes mencionado delito de falsedad societaria del art. 290.

Si la pretensión político-criminal es atender específicamente a estas prácticas delictivas en el concreto ámbito del mercado de valores, la técnica utilizada se decía que debería ser la agravación de estas modalidades de delitos societario o, si se prefiere, de estafa en el ámbito de las sociedades cotizadas, pero no la exclusión de otros mercados y posibles perjudicados. O, dicho de otro modo: la necesidad de introducir tipos penales autónomos de estafa de inversores y de crédito en nuestro Código Penal es inobjetable, pero la mezcla de ambos, la ausencia de sistema, y la exclusiva atención al mercado de valores y a determinados productos, hacían muy objetable la propuesta del Anteproyecto.

Es así, en la crítica del Informe del CGPJ, se decía que “el Anteproyecto de 2009 aproveche la oportunidad de introducir la estafa de crédito en nuestro ordenamiento jurídico penal y evite los atajos por vía interpretativa, que son de más que dudosa compatibilidad con el principio de legalidad”. Ahora bien, una crítica que podemos hacer es que es incomprensible que el Anteproyecto reduzca esta estafa al ámbito objetivo del crédito en el mercado de valores, como si esta circunstancia fuera la única que justificase la incriminación de la estafa de crédito, en vez de constituir un posible tipo agravado de ésta”.

En el citado Proyecto de 2009 se toma en consideración las importantes Directivas europeas sobre la información privilegiada y la manipulación del mercado. En este sentido, se añade el artículo 282 bis¹⁵.

Ahora bien en la aprobación por el Pleno si se hace eco de la importante novedad de la estafa de inversores. Así en el punto XVIII explica que "teniendo como referente a la Directiva 2003/06 del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las Operaciones con Información Privilegiada y la Manipulación del Mercado, se han llevado a cabo reformas en el campo de los delitos relativos al mercado y a los consumidores. Así se incorpora como figura delictiva la denominada estafa de inversores incriminando a los administradores de sociedades emisoras de valores negociados en los mercados de valores que falseen las informaciones sobre sus recursos, actividades y negocios presentes o futuros, y de ese modo consigan captar inversores u obtener créditos o préstamos"¹⁶.

II. INCORPORACIÓN DEL NUEVO ARTÍCULO 282 BIS POR L.O. 5/2010, DE 22 DE JUNIO DE 2010

1. Cuestiones preliminares

El artículo 282 bis fue introducido *ex novo* por la Ley Orgánica 5/2010, de 22 de junio de 2010. Tras el periodo de *vacatio legis*, empezó a tener plena vigencia a partir del 23 de diciembre de 2010.

¹⁵Artículo 282 bis CP 2009: «Los que, como administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores, falsearan sus cuentas anuales o las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros, con el propósito de captar inversores u obtener créditos o préstamos, serán castigados con la pena de prisión de uno a cuatro años, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 308 de este Código. En el supuesto en que se llegue a obtener la inversión o el préstamo con perjuicio para el inversor o acreedor se impondrá la pena en la mitad superior. Si el perjuicio causado fuera de notoria gravedad la pena a imponer será de uno a seis años de prisión y multa de seis a doce meses. TAPIA HERMIDA, A.J.op.cit (La Responsabilidad administrativa y civil de los administradores y directores generales de las Sociedades y Agencias de valores) pág. 77. Este Proyecto de ley se sometió al plazo de presentación de enmiendas, hasta el 21 de diciembre de 2009, que después la mesa de la Cámara en su reunión del 21 de diciembre de 2009 amplió hasta el día 2 de febrero de 2010. E incluso con posterioridad se volvió a ampliar en sucesivas ocasiones. En concreto el 9, 16, 23 de febrero, 2 y 9 de marzo de 2010. Proyecto de ley 121/000052. Proyecto de ley orgánica por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código penal. BOCG IX legislatura. Serie A. Proyectos de Ley 16 de diciembre de 2009. Proyecto de Ley 121/000052. Proyecto de Ley Orgánica por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código penal. BOCG IX legislatura. Serie A. Proyectos de ley 23 de diciembre de 2009. Proyecto de ley 121/000052. Proyecto de ley orgánica por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código penal. BOCG IX legislatura. Serie A. Proyectos de ley 10, 17, 24 de febrero y 3 marzo. Diario de sesiones del Congreso de los Diputados. Pleno y Diputación permanente. Año 2010 IX legislatura nº 146. Sesión plenaria nº 137. 11 de marzo de 2010. Cortes General Diario de sesiones del Congreso de los Diputados. Comisiones. Año 2010 IX legislatura nº 522. Justicia Presidencia del Excmo. Sr. Álvaro Cuesta Martínez. Sesión nº 26. Diario de sesiones del Congreso de los Diputados. Pleno y Diputación permanente. Año 2010 IX legislatura nº 160. Sesión plenaria nº 151. 29 de abril de 2010.

¹⁶Aprobación por el Pleno 121/000052. Proyecto de ley orgánica por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código penal. Congreso de diputados 29 de abril de 2010 y en el BOCG 6 de mayo de 2010

En estos delitos tipificados en la sección tercera, se pretende proteger los intereses de los consumidores en general, los llamados inversores, antes de que puedan resultar perjudicados, creando para ello un delito de peligro abstracto, sin exigir una puesta en peligro concreta y aún menos esperar a que se produzca el perjuicio que, todo lo más, se convierte en un elemento cuantificante¹⁷.

2.La distinción entre delitos patrimoniales y delitos socioeconómicos y la ubicación del artículo 282 bis

En realidad ni el propio Código cree que la diferenciación sea innecesaria, pues sistemáticamente la línea fronteriza entre unos y otros delitos la sitúa en las disposiciones comunes del Capítulo X, en cuyo artículo 268 parece calificar de “delitos patrimoniales” a los recogidos en los anteriores¹⁸.

Por eso explica el mismo autor, que la asignación de una naturaleza u otra a las correspondientes figuras delictivas no pueda hacerse pretendiendo que delitos patrimoniales sean los que afecten exclusivamente a bienes personales, y económicos los que lesionan exclusivamente intereses generales¹⁹.

Respecto al concepto de patrimonio, hay acuerdo en que no vale a efectos penales la noción civil, pero se discute, en cambio, cuál de las concepciones que se manejan en sede penal (la jurídica, la económica y la mixta) es la más adecuada.

La concepción mixta, aparece como el resultado de la combinación de la jurídica y económica. Tomando como base la posición económica, incluye en el patrimonio solo las cosas que revisten valor, pero siempre que estén en poder del objeto en virtud de una relación jurídica, quedando excluidas las posiciones de poder fáctico desaprobadas por el ordenamiento. Es la concepción mayoritaria en la doctrina²⁰.

La concepción mixta es la preferible. A tenor de ella el patrimonio puede definirse como el conjunto de valores económicos jurídicamente reconocidos, comprendiendo cosas muebles e inmuebles, propiedad, posesión, derechos de crédito, derechos de uso y demás derechos reales personales, valorables en

¹⁷MUÑOZ CONDE, F. *Derecho Penal. Parte Especial*. 20ª edición, completamente revisada y puesta al día conforme a las Leyes Orgánicas 1/2015 y 2/2015, de 30 de marzo. Ed. Tirant Lo Blanch. Valencia, 2015. Pág 441.

¹⁸GONZÁLEZ RUS J.J., “La reforma de los delitos económicos y contra el patrimonio. Consideraciones críticas.”. *En Estudios penales y criminológicos XVII*. Santiago de Compostela. 1994, págs. 128 - 132.

¹⁹GONZÁLEZ RUS, J.J. “Delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico”. *En Sistema de Derecho penal. Parte Especial*. MORILLAS CUEVAS, L. (dir). Edit. Dykinson. Madrid, 2011. pág 409.

²⁰GONZÁLEZ RUS, J.J. op.cit. págs. 410-411.

dinero, con tal de que tengan reconocimiento por parte del Derecho, siquiera sea provisional²¹.

Esta concepción es la que mejor se corresponde con el Código, en el que se protegen los elementos integrantes de patrimonio. De esta parte, porque se considera siempre sujeto pasivo del delito al titular del derecho sobre la cosa, de otra porque todas las figuras delictivas del delito presuponen que la cosa objeto del delito tiene valor económico.

La incorporación al Código de un Título específico dedicado a los delitos económicos ha sido una demanda doctrinal prácticamente unánime y largamente sostenida, que se vio satisfecha con el código de 1995, sólo parcialmente en realidad, en la medida en que se mantuvo la unidad de tratamiento con los patrimoniales. Con ello se da respuesta a la creciente preocupación social por la delincuencia económica, cuya repercusión sobre el conjunto social es mayor, tanto global como particularmente, que la que tienen en general los delitos que integran la delincuencia patrimonial común²².

El orden socioeconómico contemplado en el Título no es el estricto, concebido como la regulación jurídica de la intervención estatal en la economía por todos), tanto en plano nacional como internacional, y comprensivo de los más variados ámbitos (sistema fiscal, Seguridad Social, delitos laborales, control de cambios, fraude de subvenciones, etcétera)²³.

Por el contrario, el que se refleja en el código en su sentido más genérico, que lo concibe como la regulación jurídica de la producción, distribución y consumo de bienes y servicios. De hecho, se ha utilizado la expresión de delitos socioeconómicos, de significación más imprecisa²⁴.

El criterio de identificación básico de la naturaleza de las infracciones que utiliza el código es el de que los delitos socioeconómicos suponen la lesión de bienes jurídicos supraindividuales relacionados con la regulación jurídica de la producción, distribución y consumo de bienes y servicios, aspecto que constituye el dominante en la configuración típica, aunque los comportamientos contemplados puedan afectar a intereses patrimoniales privados²⁵.

²¹GONZÁLEZ RUS, J.J. “Delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico. Consideraciones generales sobre los delitos patrimoniales y económicos” en *Curso de Derecho Penal español. Parte especial I*. CARMONA SALGADO C / GONZÁLEZ RUS JJ / MORILLAS CUEVA L. POLAINO NAVARRETE M. PORTILLA CONTRERAS G. Edit Marcial Pons. Madrid 1996, págs. 551-553.

²²GONZÁLEZ RUS, JJ, op.cit págs 553 y 554.

²³TIEDEMANN, K. “Poder económico y delito”, en *Introducción al derecho penal económico y de la empresa*. Edit ARIEL Barcelona, 1996, págs 45-50.

²⁴BAJO FERNÁNDEZ. M, *Curso de derecho penal económico*. Madrid,1978, tomado el GONZÁLEZ RUS J.J op.cit (delito contra el patrimonio) pág 553 y 554.

²⁵GONZÁLEZ RUS, JJ, op.cit págs 553 -555

La alusión a la rúbrica del Título a los delitos socioeconómicos no puede entenderse, pues, como una calificación jurídica, definitoria del bien jurídico protegido en sentido estricto, sino, más bien, como una referencia criminológica indicativa del medio donde se producen los delitos, de las repercusiones supraindividuales de los mismos o del propósito político-criminal que constituye el denominador común último de las concretas figuras delictivas.

Como ya se ha dicho reiteradamente, es pues, un delito socioeconómico y tal como viene configurado, se protege los “valores patrimoniales supraindividuales”. Y además no se exige como la causación de un perjuicio patrimonial que no se protege en el tipo básico del art. 282 bis sino que se exige es que se falsee la información con el fin de obtener inversores; pero el delito como dice ZABALA LOPEZ-GOMEZ²⁶, se consuma con independencia de que se consigan esos inversores, sólo con el falseamiento de la información y precisamente por esta circunstancia. Se aleja esta figura como ha comentado su autor, de la órbita de los verdaderos delitos patrimoniales como la “estafa” para acercarla a la de otros, como el contemplado en el art. 290, al que, vendría a solapar²⁷.

²⁶ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit (*Los delitos bursátiles*),pág. 183

²⁷GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores). pág. 137. El autor coincide con BONILLA PELLA, J. op.cit (estafa de inversores) pág. 282, que la naturaleza colectiva de este delito y el hecho de que se afecte a una pluralidad de personas determina que resulte plenamente aplicable lo dispuesto en el art. 287.2 CP si bien a diferencia de dicho autor, entendemos que el que el legislador no haya previsto su persecución de oficio, como curiosamente sí ha hecho con respecto a otros delitos, como los contenidos en los art. 284 y 285 CP, claramente protectores del correcto funcionamiento del mercado como bien jurídico eminentemente institucional y supraindividual, precisamente, refleja la diferente naturaleza jurídica de los bienes jurídicos protegidos por estos delitos y el contemplado en el art. 282 bis CP, delito este protector de un bien jurídico de naturaleza netamente colectiva y no de uno institucional como lo son aquellos otros. A favor, sin embargo, de que el fraude de inversores solo se pueda perseguir a instancia de parte, se manifiesta sin embargo, SILVA SANCHEZ, J.M. en “Los delitos patrimoniales y económico-financieros”, en *La Ley*, nº 7534, 2010, en www.laley.es (últ. Vis. 12.03.2013), lo que evidentemente dificultaría notable e innecesariamente la persecución de los delitos contemplados en el primer párrafo del comentado precepto, ya que al no exigirse en el mismo que se llegue a lesionar el patrimonio de nadie, ni siquiera que se tenga que poner en concreto peligro, sería difícil el determinar a quién se podría considerar como agraviado por su realización.

²⁷GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores) del art. 282 bis CP. pág. 137. Piénsese en este sentido, por ejemplo, en todos aquellos supuestos, nada infrecuentes, en los que lo que hace el administrador de las compañías de las que hablamos, para captar la inversión o financiación ajenas, no es falsear la información económica de su empresa ocultando la situación de verdadera crisis o debilidad que podría llegar a provocar pérdidas patrimoniales a quienes se dejasen guiar en sus decisiones de inversión por tal falsedad, sino maquillar o mejorar la de por sí buena y fiable situación económica existente, para hacer aún más atractiva la, en principio, completamente segura inversión o financiación que solicita. En estos supuestos las inversiones o financiaciones que se pueden llegar a realizar (por la falsedad de su administrador) “no sería idónea” para causar perjuicio patrimonial a su destinatario. No podría ser castigada (por el art. 290 CP).

Y concluye el autor (a quien seguimos en su reflexión), el legislador ha decidido desvincular el “injusto típico del fraude de inversores de cualquier referencia objetiva o subjetiva a la efectiva o potencial producción de la lesión patrimonial ajena y ha centrado toda la carga del ataque patrimonial propio de esta nueva figura en el hecho de que se lleve a cabo con el fin de obtener la cesión voluntaria de activos patrimoniales por parte de sus posibles víctimas. Con ello consigue que este nuevo delito pueda castigar tanto aquellas falsedades que no fuesen, en principio, directamente idóneas para ocasionar un perjuicio sobre sus destinatarios, como aquellas otras que siéndolo, hubiesen sido erróneamente consideradas como inocuas por su autor; conductas todas ellas que se mantendrán al margen del delito contenido en el artículo 290 CP, pero que sí se podrán castigar por el art. 282 bis CP, demostrándose así como esta nueva

Si bien en este delito también se protegen valores patrimoniales supraindividuales y “difusos de un amplio e indeterminado grupo de personas” “mediante el castigo de falsedad” sobre los documentos que reflejan la situación económica de las entidades. No permitiría, sancionar ninguna conducta que no pudiese ser previamente castigada por la referida figura societaria. Sólo se castigan en el art. 290 las falsedades que resulten objetivamente idóneas para causar un perjuicio económico a la propia entidad, a sus socios o a un tercero²⁸.

La ubicación del artículo 282 bis se encuentra en el Libro II “delitos y sus penas” en el Título XIII en los delitos contra el patrimonio y el orden socioeconómico, dentro del capítulo XI bajo la rúbrica “de los delitos relativos a la propiedad intelectual e industrial, al mercado y a los consumidores”, en la sección 3ª “de los delitos relativos al mercado y a los consumidores”. El artículo 282 bis en esta sección de delitos contra los consumidores viene inmediatamente seguido al art 282 “la publicidad engañosa” y entre los art. 283 “manipulación o alteración de aparatos electrónicos y facturación ilícita”, así como otros delitos cometidos en el mercado de valores como son el art. 284 “alteración de precios en concursos y subastas públicas y maquinaciones para alterar el precio de las cosas” y el art. 285 “abuso de información privilegiada o insider trading” delitos que engloban una colectividad difusa integrada por el conjunto de patrimonios de los participantes en el mercado de valores. Y el art. 286 “abuso y manipulación de aparatos electrónicos”.

figura no solo no se solapará con aquella, sino que de hecho vendrá a desempeñar una función claramente subsanadora de algunas de las deficiencias protectoras que la citada figura societaria había dejado sin solventar.

²⁸GALAN MUÑOZ, A, op.cit (El fraude de inversores)pág. 137. Piénsese en este sentido, por ejemplo, en todos aquellos supuestos, nada infrecuentes, en los que lo que hace el administrador de las compañías de las que hablamos, para captar la inversión o financiación ajenas, no es falsear la información económica de su empresa ocultando la situación de verdadera crisis o debilidad que podría llegar a provocar pérdidas patrimoniales a quienes se dejasen guiar en sus decisiones de inversión por tal falsedad, sino maquillar o mejorar la de por sí buena y fiable situación económica existente, para hacer aún más atractiva la, en principio, completamente segura inversión o financiación que solicita. En estos supuestos las inversiones o financiaciones que se pueden llegar a realizar (por la falsedad de su administrador) “no sería idónea” para causar perjuicio patrimonial a su destinatario. No podría ser castigada (por el art. 290 CP).

Y concluye el autor (a quien seguimos en su reflexión), el legislador ha decidido desvincular el “injusto típico del fraude de inversores de cualquier referencia objetiva o subjetiva a la efectiva o potencial producción de la lesión patrimonial ajena y ha centrado toda la carga del ataque patrimonial propio de esta nueva figura en el hecho de que se lleve a cabo con el fin de obtener la cesión voluntaria de activos patrimoniales por parte de sus posibles víctimas. Con ello consigue que este nuevo delito pueda castigar tanto aquellas falsedades que no fuesen, en principio, directamente idóneas para ocasionar un perjuicio sobre sus destinatarios, como aquellas otras que siéndolo, hubiesen sido erróneamente consideradas como inocuas por su autor; conductas todas ellas que se mantendrán al margen del delito contenido en el artículo 290 CP, pero que sí se podrán castigar por el art. 282 bis CP, demostrándose así como esta nueva figura no solo no se solapará con aquella, sino que de hecho vendrá a desempeñar una función claramente subsanadora de algunas de las deficiencias protectoras que la citada figura societaria había dejado sin solventar.

Finalmente la LO 5/2010, de 22 de junio de reforma del Código Penal, ha dado al nuevo art. 282 bis la siguiente redacción definitiva: “*Los que como administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores, falsearan la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros o las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros, con el propósito de captar inversores o depositantes, colocar cualquier tipo de activo financiero, u obtener información por cualquier medio, serán castigados con la pena de prisión de uno a cuatro años, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 308 de este Código.*”

En el supuesto de que se llegue a obtener la inversión, el depósito, la colocación del activo o la financiación, con perjuicio para el inversor, depositante, adquirente de los activos financieros o acreedor, se impondrá la pena en la mitad superior. Si el perjuicio causado fuera de notoria gravedad, la pena a imponer será de uno a seis años de prisión y multa de seis a doce meses”.

III. EXPERIENCIAS NOTABLES EN EL DERECHO COMPARADO: DERECHO CONTINENTAL Y DERECHO ANGLOSAJON.

1. Italia

Estudio de la doctrina italiana especializada en el análisis del folleto falso: (art.173 bis del Decreto Legislativo n. 24 de febrero 1998, n. 58); el estado de la cuestión.

1.1 Ubicación sistemática

Resumen gráfico.

DELITO DE FALSEDAD EN EL FOLLETO (FALSO IN PROSPETTO)	
Sujetos Responsables	Redactores del folleto (administradores de derecho o de hecho).
Elemento subjetivo	Intención de conseguir para sí o para otros un beneficio injusto.
Corpus del delito	Las informaciones publicadas en los folletos con el fin de conseguir inversores, y también la información contenida en otros documentos de emisión de valores que se negocien en los mercados regulados.
Conducta	Publicación de falsas informaciones y ocultación de datos o noticias.
Modalidad de la conducta	Modo idóneo para inducir a error a los destinatarios de los folletos.
Pena	Pena de prisión de uno a cinco años

En la hipótesis previgente a la norma en vigor (art. 173 bis T.U.F.) se discutía (vgr. Crt. 2621 ap. 1º) la introducción o no en el folleto de la noción de “comunicación social”. Así se decía entonces que la jurisprudencia en torno al debate interpretativo, afirmaba que el folleto, asumía relevancia externa, en cuanto que estaba destinada a la publicación, y constituía la típica comunicación social, fuere por su contenido, fuere por su finalidad dirigida a los posibles suscriptores. Así pues, la falsedad (de la información contenida en el folleto) integraba el delito previsto en el art. 2621 nº 1 C. Civil.

En la regulación previgente (se concluía) que “el delito de falsa comunicación social tenía por objeto el folleto informativo previsto (conforme a la legislación a la sazón) en el art. 18 D.L. 8-4-1974, y que existía a pesar de los

controles efectuados por el CONSOB, en los cuales no se excluía ni el eventual hecho objetivo de la falsedad, ni la veracidad de los folletos”²⁹.

La norma del C. Civil (art. 2623) presentaba muchos aspectos propios de la reforma del derecho societario. Y así se distinguía dos clases de delito, una infracción menos grave de “peligro concreto” y una infracción más grave (con un daño económico a los destinatarios del folleto).

La ley sobre la Tutela del Ahorro ha introducido en el art. 173 bis T.U.F., el delito de falsedad en el folleto, derogando a su vez el delito de falsedad en el folleto introducido, a su vez en el art. 2623 Código Civil, con ocasión de la reforma del Derecho penal societario. Dicho artículo se caracterizaba por una penas leves, con una doble previsión: mera infracción y delictiva, según fuese el daño causado.

Ahora, la actual formulación se tipifica en “sede financiera”.

El delito de falsedad en el folleto (art. 173 T.U.F.) está ubicado dentro de los delitos económicos, y está dirigido a los “sujetos emisores de los productos financieros” (conforme a la modificación del D.L. n° 262/2005, sobre la tutela del ahorro). Además de este delito (similar al nuestro art. 282 bis C.P.) se tipifica la adquisición irregular de acciones (art. 172 T.U.F.)³⁰.

Como tal colocación era ilógica y criticada por la doctrina, se ha reconducido el “folleto falso” en un Texto Único sobre intermediación financiera, lo que resulta más sistemático.

Por tanto, la norma objeto de comentario (art. 173 bis) se refiere a todas las hipótesis de falsedad de la información contenida en los documentos referidos a la actividad de los sujetos cualificados en el ámbito de los mercados regulados, y en general en el ámbito de la actividad que desarrollan los inversores/ahorradores. En fin, una disciplina normativa, pues en la que *lasedae materiae* no habría podido ser otra que unificarlo en un Texto Único en Materia de Intermediación Financiera.

1.2 Interés tutelado

El interés tutelado en el previgente art. 2623 C. Civil, venía generalmente identificado en el patrimonio de los singulares inversores. Es decir, las dos hipótesis del delito eran por un lado la tutela de la transparencia informativa financiera, en caso de infracción, y por otro la protección del patrimonio de los inversores, para el delito (más grave en su penalidad).

²⁹MAZZACUNA N./AMATI E. *Diritto penale dell'economia*. CEDAM. Milano, 2010. pág. 444.

³⁰SEMINARA. S op.cit. (Falso in prospetto) in *AAVV in nuovo diritto penale della societa*, pág. 201 y ss.

Por el contrario, la introducción de la hipótesis del art. 173 bis D. leg. n°58 del 1998, operada por la protección del ahorro, obvia, cualquier referencia al “daño patrimonial”, lo que hace redefinir el bien jurídico protegido³¹.

El objeto jurídico del delito del art. 173 bis se considera que es la protección del patrimonio de los inversores. En cambio, en el art. 2623 del Código Civil, no podía ser el patrimonio de los inversores, sino la propia transparencia de la información societaria³².

El interés tutelado es la correcta información acerca del mercado financiero, de modo que la elección de los inversores sea adoptada sobre la base de datos ciertos.

El delito de folleto falso (falso in prospetto) surge en su configuración actual con el fin de salvaguardar la transparencia de la información societaria y asegurar a los inversores una calidad en la información necesaria para adoptar decisiones informadas (sobre los productos financieros)-bien colectivo³³.

Esta configuración de los intereses tutelados coloca la norma en cuestión en el ámbito de garantizar el correcto funcionamiento de los mercados, puesto que procura como objetivo minimizar la “*asimetría de información entre los sujetos*” (emisores, intermediarios e inversores) que operan en el ámbito de la actividad financiera, y en concreto de la oferta pública referida a los productos financieros. En este contexto, la norma procura un reforzamiento de los intereses generales, de los inversores y la propia transparencia e imparcialidad de los “operadores” que trabajen por los intereses de los inversores. Es este el interés que se debe tener en cuenta a la hora de legislar sobre los mercados y los instrumentos financieros especialmente en tiempos de “recurrentes escándalos” que perjudican a los inversores y/o ahorradores, y que dañan la credibilidad, y el funcionamiento ordenado de los mercados. En esta dirección se mueve el “tipo penal” que la reforma de 2005 ha reconducido a niveles de credibilidad, en relación con la importancia del interés protegido. Esto es, de hecho se comprende el interés del legislador de la reforma en mantener la necesidad del “dolo específico” que todavía se caracteriza por una connotación finalista de tipo privado.

³¹MAZZACUNA N./AMATI E. op.cit. (Diritto penale dell'economia), 2010. pág. 448.

³²MALAVASI M. (*I nuovi reati societari*), 2008, pág. 56. También PISTORELLI. L. “Risparmio sui prospetti” CONSOB decisivo *il danno Guida*. (dir). 2002, n. 16, pág. 58. En la misma línea AMBROSETTI E.M/MEZZZETI E. y RONEO M. *le manipolazione mercato: illecito penale e amministrativo* Editores 2013 pág.250 y 251. Coincide cuando afirma que el bien jurídico tutelado se identifica en el correcto funcionamiento del mercado, o lo que es lo mismo, la correcta formación del precio en los instrumentos financieros.

³³ZANNOTTI. R. *Il nuovo diritto penale dell'economia (Reati societari e reati in materia di mercato finanziario)*. Seconda edizione. Milano-Giuffrè Editore, 2008. pág. 383. También BRICCHETTI R. PISTORELLI L. *Il falso in prospetto ritorna nel Tuf*. In *Guida al (dir)*. 2006, n. 4, pág. 155 ss.

El inversor que destina su ahorro en productos financieros tiene obviamente la expectativa de recuperar en un tiempo mas o menos largo el capital invertido aunque no desconoce que es una “actividad de riesgo” pero debe confiar que entra en un mercado transparente, íntegro y eficiente. Es así que el objetivo del instrumento penal de tutela debe ser pues la protección del ahorro, sancionando toda conducta que pueda poner en peligro intereses instrumentales al ahorro mismo y que se traducen en situaciones de riesgo anómalo contrario al buen funcionamiento del mercado³⁴.

1.3 Sujetos activos

El supuesto de hecho analizado comienza su tenor literal con el término “cualquiera” (*chiunque*) presentándose aparentemente como un delito común³⁵.

A diferencia de los delitos para los emisores previstos en los arts. 172 y 173 T.U.F., el art. 173 bis no individualiza un sujeto dotado de cualificación como tal, autor típico del delito.

La norma incriminatoria contempla todas las posibilidades de elección del ahorro mediante la comercialización de productos financieros previstas en el título II del T.U.F.

Por cuanto concierne a los folletos referidos a la oferta pública de productos financieros debe señalarse que el texto de la normativa vigente es fruto de una reciente reelaboración del art. 173 bis realizada a través del art. 4 apartado 1º letra c del d. Lgs. N° 51/2007. El texto precedente hacía referencia a los folletos que se presentaban para solicitar la inversión; sin embargo, la fórmula vigente utiliza el término oferta pública de productos financieros. Se han modificado los arts. 94 y 98-ter del T.U.F.

La oferta al público de productos financieros debe entenderse como comunicación dirigidas a personas en cualquier forma y con cualquier medio que presenta suficiente información sobre las condiciones de la oferta y de los productos ofertados y de colocar a los inversores en un grado de decisión razonable para adquirir o suscribir tales productos.

Como vemos, se trata de una categoría abierta de sujetos de la que forman parte los emisores de los productos financieros, el oferente, el intermediario responsable de la colocación, el eventual garante, y en fin, se prevé cualquier otra persona que haya tenido responsabilidad en el contenido informativo del documento³⁶.

³⁴PISTORELLI L. “Risparmio: sui prospetti CONSOB decisivo il danno”, in *Guida al Diritto* 2002, n° 16, pág. 58.

³⁵FOFFANI L. *Commento art. 2623 c.c. in Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2003, pág. 1826.

³⁶MARTINI A. “Falso in prospetto commento”, in *Legislazione penale*, 2007, fasc. III, pg. 545. También es interesante el estudio de ZANARDO ALESSANDRA, sobre la “responsabilidad” sobre el folleto (análisis

En resumen, cualquier sujeto que participa en la redacción del folleto puede devenir sujeto activo del supuesto de hecho; en la práctica, en la redacción del folleto colaboran sujetos internos y externos que responden en cada caso “autónomamente”.

En particular, la primera de las conductas tipificadas en el art. 173 bis, la comunicación de datos falsos en los folletos penaliza no tanto a quien utiliza o se sirve de un folleto falso sino aquellos que realizan una falsedad en la fase de redacción del documento.

En conclusión, son sujetos activos aquellos que en virtud de la normativa que disciplina esta materia (ahorradores, inversores de productos financieros) están obligados a presentar el folleto tanto del art. 94, el folleto de cotizaciones art. 113 o el documento previsto en el art. 102 del T.U.F.³⁷

El art. 173 bis precisa que el delito de falsedad (como hemos analizado al comienzo) en el folleto puede ser cometido por cualquiera. Se considera como un delito común, “pero solo aparentemente” aunque la doctrina se muestra proclive a acercarlo a la categoría de delito propio –en sentido conforme con el derogado art. 174 T.U.F.-. Puesto que la conducta es realizable solo por sujetos encargados de la redacción del folleto informativo. De hecho, el destinatario puede ser, tanto el representante legal del emisor, el oferente, el responsable de la inversión, incluso los potenciales suscriptores del folleto. Entre los que podemos citar al sponsor, el garante el síndico, o también aquellos que asumen la responsabilidad del documento financiero³⁸.

Incluso, puede darse una interpretación extensiva e incluir a los socios fundadores y promotores que en la fase constitutiva de la sociedad “comunicaban noticias falsas”.

Es conveniente añadir que en la esfera de los sujetos responsables resulta ahora ampliado por la introducción del art. 154 bis T.U.F. (art. 14 L. n° 262 del 2005); a su vez modificada por el art. 1 D.L. 6 nov. 2007) por la figura del “dirigente nombrado para la redacción de los documentos contables societarios³⁹”.

En la discusión en torno a si estamos en presencia de un delito común o de un delito específico, la doctrina se decanta por esta última concepción, ya que el

de la Corte de Casación. 11 junio 2010 n° 14056 in *Responsabilità civile* 2013, fas a 11 804-810. Interesante esta sentencia, aunque la suprema corte de la cuestión de la responsabilidad por violación de las obligaciones en relación a los emisores, la obligación de cumplir el folleto con las informaciones contenidas en el mismo. Así la obligación para los responsables del folleto de resarcir los daños como consecuencia de la falsedad del folleto, etc.

³⁷PALAZZO F., *Corso di diritto penale*, Torino, 2006, pág. 226.

³⁸MUSCO *Diritto penale societario*. Milano. 2002. pág. 382.

³⁹MAZZACUNA N./AMATI E. *Diritto penale dell'economia*. 2010. pág. 450. ROSSI. “L'estensione delle qualifiche soggettive nel nuovo diritto penale delle società” in (dir). *Pen. Proc.* pág. 897.

art. 113 T.U.F., individualiza al “emisor”, como el sujeto destinatario de la publicación del folleto, implícitamente se refiere a sujetos cualificados. Siendo así, que el falso folleto presentado a la admisión a la cotización en los mercados regulados, configura la existencia de un delito específico. Igualmente puede concluirse en relación a los documentos para publicar con ocasión de la oferta pública de adquisición de acciones o cambio.

En opinión de AMBROSETTI, dada la propia indicación de la disposición “cualquiera” estamos en presencia de un delito específico puesto que los autores del ilícito sólo pueden serlo los sujetos que les compete la “comunicación” (de la información financiera) del folleto. Y por otra parte los sujetos pasivos lo serían los destinatarios del citado folleto⁴⁰.

No obstante, no es ésta reflexión, una cuestión pacífica en la doctrina ya que la norma en cuestión utiliza para individualizar a los sujetos activos el termino “cualquiera” por virtud de la cual la doctrina se ha convencido que el delito de falso folleto (falsa declaración) debe ser atribuido a la categoría de los delitos comunes⁴¹.

Al decir que el destinatario de la contravención puede ser cualquiera que haya tenido relación con los folletos o documentos, aparentemente se trata pues de un delito común⁴².

Efectivamente todas las posibles figuras que intervienen en las operaciones de inversión o de admisión de las acciones en los mercados regulados o de oferta pública de adquisición o de intercambio de acciones están expresamente tipificados en la normativa de referencia. Los posibles vehículos de la falsedad han sido individualizados por el legislador en los folletos requeridos a los fines de solicitar la inversión de valores negociables, la admisión de acciones en los mercados regulados, o bien en los documentos que debe publicarse con ocasión de la oferta pública de compra y venta de acciones. El Decreto Legislativo n. 58 de 1998 describe también la modalidad de comunicación al CONSOB, es decir, el control por parte de la autoridad bursátil, ya que hablamos de sociedades de gestión financiera en los mercados regulados. También este decreto legislativo hablaba de la difusión al público de los folletos y de los documentos en cuestión⁴³.

⁴⁰AMBROSETTI E.M., MEZZETTI E./RONCO M. *Diritto penale dell'impresa*. Terza edizione ZANICHELLI EDITORE 2012. pág. 159.

⁴¹ZANNOTTI. R. *Il nuovo diritto penale dell'economia (Reati societari e reati in materia di mercato finanziario)*. Seconda edizione. Milano-Giuffrè Editore, 2008. ^{pág} 384. También MUSCO E. *Diritto penale societario*, Milano, 1999, pág 383.

⁴²VELLA FRANCESCO. *Comentario T.U.F. Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*. Tomo II artt. 101 bis-216. Artt. 1-43 d.lgs. 27 gennaio 2010, n.39. G Giappichelli Editore, Torino, 2012. pág. 1758. En el mismo sentido GIUNTA, *Lineamenti di diritto penale dell'economia*. Torino, 2004, pág. 49. También el mismo autor La riforma dei reati societaria i blocchi di partenza. Prima lettura del D.Legis. 11 aprile 2002, n. 61, in *Studium iuris*, 2002. pág. 842.

⁴³SEMINARA. *SLa tutela penale del mercato finanziario* in PEDRAZZI, ALESSANDRI, FOFFANI, SEMINARA E SPAGNOLO. *Manuale di diritto penale dell'impresa*. Bologna, 2ª Edit. 2000. pág. 514.

La norma penal del art. 173 bis T.U.F. se integra con la disposición que el mismo T.U.F. dedica al folleto en el plano extrapenal.

Estas disposiciones contribuyen a identificar a los sujetos activos que participan en la redacción y publicación del folleto.

Así el art. 94 T.U.F. obliga a aquellos que intentan efectuar una oferta al público de los instrumentos financieros de publicar previamente un folleto. La norma afecta incluso a los sujetos emisores extraños que intentan efectuar en Italia una oferta al público de instrumentos financieros, arts. 98 y 98 bis T.U.F. Análogas disposiciones en cuanto concierne a los folletos que se presentan para la admisión a cotización en los mercados regulados (arts. 113 y ss. T.U.F.)⁴⁴.

Los sujetos activos serían aquellos que en virtud de la normativa que disciplina a los inversores y/o ahorradores y los emisores de instrumentos financieros, tienen obligación de presentar el “folleto” (art. 94 y 113) por ejemplo los administradores de una sociedad que intenta ofrecer al público un folleto de cotización o documentos (art. 102 – Decreto legislativo n. 58, 1998) por los que se propone una oferta pública de acciones.

También entrarían en la categoría de sujetos activos los fundadores y promotores que presentan información falsa. Existe una clara descordinación legislativa entre lo previsto en el Código Civil (art. 2623); y lo dispuesto en el delito penalizado, en el art. 174-bis Decreto Legislativo 24 de febrero 1998. Esta descordinación en cuanto a las circunstancias contempladas en el supuesto de hecho falsa desinformación, contabilidad falsa, y los sujetos activos fue reformulada por la Ley 262/2005 que posibilita además la responsabilidad en el “falso folleto” a las personas jurídicas. De hecho, la nueva configuración ha afectado a la estructura del delito (en el sentido que el delito previsto en el art. 173 bis es sustancialmente diferente de los delitos que figuraban en el derogado art. 2623 C.C., lo que falta es la disposición expresa de la sanción administrativa para el nuevo art. 174 bis.

Es interesante destacar que la figura del “falso folleto”, ahora tipificado en el art. 173 bis, es una norma más específica que el delito societario. De suerte, que aquella disposición regula en concreto la materia concerniente a los delitos financieros. De hecho, el nuevo texto intenta colmar una laguna del anterior art. 2623, Código Civil, y en el previgente sistema de los delitos societarios del Código Civil de 1942. De modo y manera que en la falsedad del folleto, cuando se hablaba de falsedad en la información (antes del vigente art. 173 bis) se utilizaba por analogía el concepto de “otras comunicaciones sociales” contenida en el art. 2621, en virtud de una interpretación extensiva.

⁴⁴SGUBBI F./ FONDAROLI D. /TRIPODI AF. *Diritto penale del mercato finanziario*. Seconda Edizione. CEDAM 2013. pág. 282.

Respecto a la figura más grave (la delictiva) algún sector doctrinal se expresaba en términos de “delito específico”, recurriendo a por un lado la interpretación textual, por otro a la relación al D. leg., y finalmente al criterio sistemático⁴⁵.

En suma, es así, que en cuanto a los sujetos responsables no se nos dá unas indicaciones específicas acerca de la individualización de quienes son esos sujetos, aunque estarían incluidos aquellos que han efectuado falsas informaciones en los folletos o que incluso han ocultado datos o noticias. En relación a lo dispuesto en el Decreto Legislativo 61/2002, los sujetos responsables están individualizados como los autores de la conducta punitiva correspondiente a su función como administrador de la sociedad lo que le posibilita con una cualificación en el ejercicio de la actividad típica o funciones correspondientes a su cargo. Incluso la responsabilidad penal se amplía a aquellos que aunque no sean administradores de derecho ejerciten de modo continuado y significativo las funciones típicas que se le presumen a un administrador de derecho. En este punto interpretativo podríamos incluir aquellos que legalmente se encargan de los órganos de vigilancia en la administración de la sociedad.

En otro orden de cosas en relación al sujeto pasivo de la norma penalizadora se entiende que lo son los titulares de los bienes que constituye el objeto jurídico tutelado. Por tanto, no lo es cualquier persona que eventualmente sufra un daño por el delito sino sólo el titular del bien protegido por la norma y aquellos que sufran la ofensa o daño por la existencia del delito.

Así las cosas por cuanto concierne a la falsedad en el folleto, el art. 173 bis identifica al sujeto pasivo en los destinatarios del folleto; pero esto que puede ser válido desde un punto de vista meramente literal, necesita tener en cuenta el interés jurídico tutelado por la norma misma.

Así como en el anterior art. 2623 C.C. se identificaba en el bien jurídico “patrimonio de los inversores”, en el art. 173 bis en vigor parece concentrarse sobre bienes de un ámbito o espectro más amplio de naturaleza sustancialmente pública, como son la transparencia y funcionalidad de los mercados.

La disciplina prevista en el art. 100 T.U.F. referida a los casos de inaplicabilidad de las obligaciones informativas y las categorías abiertas por la normativa MIFID hacen posible la individualización exacta del posible sujeto pasivo del falso folleto o bien de inversores no profesionales o de empresas medianas que han sido engañados en virtud de la comunicación de las falsas informaciones o de la ocultación de datos y noticias.

⁴⁵SEMINARA. *Sop.cit* (Falso in prospetto in Allesandrio Il nuovo diritto penale) pág. 214.

1.4 Hecho punible

Analógicamente a lo previsto en los artículos 261 y 262, así como en el previgente art. 2623 del C. Civil, también el art. 173 bis T.U.F. describe dos modalidades alternativas de conducta: la comunicación de la falsa información y la ocultación de datos o noticias relevantes.

La primera conducta sancionada con la comunicación de las falsas informaciones, configura una hipótesis de falsedad ideológica en documento privado. No se reproduce la expresión de “hechos materiales” que no corresponden con la verdad, contenida en los previgentes arts. 2621 y 2622 C. Civil. La nueva fórmula expresiva representa una extensión mayor de la tutela en caso de falsedad del folleto. Tal lectura vendría avalada por la circunstancia, según la cual, la relevancia de la información, no debe venir solo representada, por la situación económica, patrimonial o financiera de la sociedad; sino por las falsas “comunicaciones sociales”, que pueden sustanciarse en datos o noticias, incluso de carácter histórico, que contienen indicaciones sobre los resultados alcanzados, y sobre la evolución de la actividad del emisor⁴⁶.

Es interesante constatar, que el criterio seguido por el legislador italiano de la última reforma de 2007, sigue el criterio “de la verdad legal”. Aunque ello signifique que no se penaliza las informaciones referidas a las valoraciones estimadas (en la oferta de productos financieros) que no superen el 10% de lo estimado. Esto se traduce en un formal reconocimiento al “canon de la razonabilidad”⁴⁷.

Otros de los aspectos a resaltar, en el texto del modificado art. 173 bis T.U.F. en relación a la ocultación de datos o noticias, aquella debe concretarse en una información parcial, y en la “ausencia intencionada”, de la incorporación al documento de elementos relevantes que inducen al engaño a los inversores, o desvían las preferencias de los ahorradores. En particular, asume relevancia en el caso que nos ocupa, la propia falta de “actualización del folleto” o la falta de incorporación de información sustancial, exigida por la normativa financiera, en el curso de operaciones de solicitud de inversión, o de (la oferta al público de productos financieros) u oferta pública de adquisición o cambio⁴⁸.

Finalmente, no se exige que el sujeto pasivo del delito padezca un “error”, sino que la conducta en concreto fuese idónea para hacerle caer en el citado error.

⁴⁶ CERQUA D. Art. 173 bis D. Leg. 24 febbraio 1998, n° 58, in LANZI e CADOPPI *I reali societari*. Padova, 2007, ^{pág.} 68. También ZANNOTTI. *Il nuovo diritto penale dell' economia*. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario. Giuffrè, Milano, 2008. ^{pág.} 388.

⁴⁷ MUSCO E. *I nuovi reati societari*. Giuffrè, Milano, 2007, ^{pág.} 72; también MAZZACUVA N/AMATI E. *op. cit. Diritto penale dell' economia*. 2010. ^{pág.} 456.

⁴⁸ CERQUA D. *op. cit* (Art. 173 bis D. Leg. 24 febbraio 1998, n° 58), in ^p ^{pág.} 69. También NAPOLEONI, *op. cit* “art. 2623 Código Civil” in AAVV *Codice commentato delle nuove società a cura di BONFANTE*. Milano, 2004, ^{pág.} 1734.

En otros términos, se requiere que la falsedad sea tan “evidente” que puede influir en su determinación.

El art. 173 T.U.F. individualiza como conducta penalmente relevante, la “comunicación de las falsas informaciones” o la ocultación de datos o noticias en modo idóneo para inducir a error a los destinatarios de la comunicación distinguiendo una hipótesis comisiva (activa) y por otra por omisión, cada una de las cuales es por sí sola idónea para integrar el supuesto de hecho. Es así que dicha locución recuerda a la utilizada (para los delitos societarios) para las “falsas comunicaciones sociales de los arts. 2621 y 2622 Código Civil; pero no contempla expresiones como que “concorre una alteración sensible de la situación económica patrimonial o financiero de la sociedad, y no usa a la expresión “hechos materiales que no respondan a la verdad, por el contrario el objeto de valoración es simplemente “falsas informaciones”⁴⁹.

El legislador ha optado por la formulación autónoma del hecho punible. Ha abandonado el criterio técnico de reenvío a otras normas. En la hipótesis que se penaliza, nos referimos específicamente a los folletos de emisión necesarios en la solicitud o admisión de valores negociables en los mercados regulados y también a los documentos que se publican con ocasión de la oferta de acciones⁵⁰.

El hecho punible consiste en la comunicación de información falsa o en la ocultación de datos o noticias en modo idóneo para inducir a error a los destinatarios de los documentos o de los folletos. Como ocurre para las comunicaciones sociales falsas (en el delito societario). Aquí el legislador describe dos modalidades alternativas de conducta. Aunque en ambos casos debe tratarse de comportamientos idoneos para engañar.

En la hipótesis de la ocultación podía entenderse la citada falsa comunicación en circunstancias tales como las que proceden en las operaciones de solicitar la inversión, y en la omisión de datos previstos en la normativa referida al CONSOB e incluso datos no conocidos en el momento de la publicación del folleto; así como la falta de actualización de este último ante la concurrencia de hechos nuevos que puedan influir en la valoración del producto financiero objeto de la inversión.

Sin embargo, el legislador no llega a especificar el objeto de la información penalmente tutelada, esta última sólo puede definirse con referencia a la normativa extrapenal a la que nos tenemos que remitir. En la perspectiva de la norma penalizadora la citada información hace referencia a los datos y noticias

⁴⁹MALAVASI M. op.cit. (I nuovi reati societari).2008, pág. 59. También SANTORIELLO. *Il nuovo diritto penale delle società*, Torino 2003. pág. 112; También CERQUA op.cit. (El art. 173 bis T.U.F.) 2002, pág. 58. También SANTORIELLO. *Il nuovo diritto penale delle società*, Torino 2003. pág. 112-113 y SEMINARA op. cit. (*False comunicazioni sociali, falso in prospetto...*) 2002. pág. 208.

⁵⁰ZANNOTTI. R. *Il nuovo diritto penale dell'economia (Reati societari e reati in materia di mercato finanziario)*. Seconda edizione. Milano-Giuffrè Editore, 2008. págs. 385 y 386. Así también SEMINARA S. op. cit. (*False comunicazioni sociali falso in prospetto*), pág. 685.

relevantes a fin que los inversores puedan conseguir un criterio fundado sobre la situación patrimonial, económica y financiera y sobre la evolución de la actividad de la emisión.

Lo que sí es importante resaltar es que para todas aquellas infracciones menos graves de la información falsa o de la ocultación de datos y noticias en materia de inversión o de oferta pública de acciones, que no sean idoneas para producir engaño, serían remitidas a las sanciones administrativas previstas en los artículos 191 y 192 T.U.F.⁵¹

El art. 173 bis T.U.F. es taxativo en cuanto al contenido de la información a través de la cual se puede incurrir en el delito. Así pues el delito se configura sólomente en la publicación falsa o en la ocultación de datos o noticias en los folletos de oferta al público de productos financieros o bien en la admisión a cotización en los mercados regulados. Es así que cualquier otra información que afecte a otros documentos o comunicaciones no integran el delito del art. 173 bis T.U.F. En particular no son relevantes en el sentido de penalizar la falsedad contenida en las comunicaciones al público ex art. 174 T.U.F. o en las comunicaciones al CONSOB ex art. 115 T.U.F.

La comunicación de información falsa requiere una manifestación hacia el exterior, en particular hacia el público referido a los inversores y/o ahorradores⁵².

La información falsa debe configurarse en base a la inveracidad de los documentos mencionados expresamente por la norma, que pueden contribuir a transmitir información falsa al destinatario del folleto y que serían básicamente los siguientes:

- a) Ocultar los requisitos del folleto (art. 94, p. 2º D.L. 1998) en el caso de una oferta pública en la comunicación de valores y productos financieros.
- b) No cumplir los requisitos del folleto informativo requerido por el art. 113 DL n. 58 1998, en el caso que los emisores de instrumentos financieros sean admitidos a cotización en un mercado regulado.
- c) Incurrió en falsedad en relación al documento que se envía al CONSOB, de conformidad con los art. 102 y ss DL 1998, con motivo de una oferta pública de compra y venta de activos financieros.

Las declaraciones contenidas en el folleto constituyen el objeto material de la conducta.

⁵¹VELLA F. *Comentario T.U.F. Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni. Tomo II artt.101 bis-216. Artt. 1-43 d.lgs. 27 gennaio 2010, n.39.*G Giappichelli Editore, Torino, 2012.pág.1760.

⁵²ZANNOTTI. R. *Il nuovo diritto penale dell'economia (Reati societari e reati in materia di mercato finanziario)*. Seconda edizione. Milano-Giuffrè Editore, 2008. págs. 387 y 388. También PISTORELLI L. op. cit. (*Risparmio: sui prospetti*). págs. 59 y ss.

Se ha mantenido la expresión “información” porque la función del folleto informativo no es sólo la de proveer una información sobre la situación patrimonial, económica y financiera del emisor, sino también información para los ahorradores-inversores, que puedan formularse una opinión sobre los valores de emisión. Información que se encuentra en evidente relación con el contenido de los estados financieros (balances de ejercicio). De hecho los “datos contables” son ciertamente necesarios en los folletos, y en los documentos que lo complementan, con el fin de ofrecer a los inversores una información necesaria para evaluar la información necesaria para evaluar la “información proporcionada”. Si bien los datos contables son indispensables, es necesario que estos datos estén actualizados respecto al último balance de ejercicio aprobado. No es solo una aportación de datos contables, es una actualización permanente de la información con todas las indicaciones sobre la evolución de la actividad financiera. Es decir, es necesario que la información haga referencia no sólo al patrimonio de la sociedad, sino también un pronóstico sobre las ganancias. No en vano en la descripción de la conducta de la ocultación, el legislador se refiere a los “datos o a las noticias”, haciendo referencia no sólo a la información contable; sino a otros elementos básicos en la información financiera.

Como hemos visto la primera conducta penalmente relevante en el art. 173 bis es de naturaleza comisiva (activa) consiste en la comunicación de falsas informaciones en los folletos o en los documentos; así la falsedad en el folleto se configura como un delito de forma vinculada.

El concepto de información es primordial y su significado puede ser ciertamente amplio y no limitarse simplemente a lo propiamente prescrito en la conducta de la comunicación. Para explicar tal noción, puede resultar útil analizar el art. 94 apartado 2º del T. U.F. que precisa que el folleto debe estar redactado de una forma fácilmente analizable y comprensible, y contener toda la información que según las características del emisor o de los productos financieros ofertados sean necesarios a fin que los inversores puedan alcanzar un juicio fundado sobre la situación patrimonial y financiera sobre los resultados económicos, y sobre las perspectivas del emisor y de los eventuales garantes.

En conclusión, parece preferible la solución según la cual, prescindiendo del caso en que la base de hecho persistente sea falsa, la conducta de comunicación de las falsas informaciones tiene por objeto el dato que representa el substrato de la valoración y no la valoración en sí⁵³.

La reforma de 2002, introdujo en la falsa información la ocultación de datos y noticias. Tal modalidad contemplada, no se refiere solo a la omisión; sino también a través de información financiera insuficiente (partidas contables incompletas) que no proveen al inversor de un conocimiento cabal.

⁵³SGUBBI F. *Il falso in prospetto*, in *Le nuove regole del mercato finanziario*, Padova, 2009, pág. 656.

En tal sentido, debe observarse que la actual formulación del delito requiere la idoneidad en la conducta que no pueda inducir a error a los destinatarios del folleto. En el sentido que la ocultación de un dato sea relevante a los fines de la configuración del delito, de suerte que la omisión de datos representan un elemento relevante en las expectativas de los ahorradores/inversores a ser informados correctamente.

En relación la explicación de estos conceptos (ocultación de datos y noticias) que incluyen el hecho punible son figuras difusas en el sistema legal, tanto en el art. 2624 del Código Civil, como en el art. 174 bis T.U.F.

La disposición objeto de examen no especifica en modo alguno cuales “datos o noticias” son relevantes a los fines de la existencia del delito, y aparece pues excesivamente genérica. Es por ello que para evitar el déficit de determinación concreta y evitar una inoportuna aplicación de la sanción penal, incluso por la simple inobservancia de las obligaciones de comunicación, debe utilizarse el contenido sucesivo de la norma.⁵⁴

La actual formulación del supuesto de hecho incriminatorio requiere el requisito, sometido, al criterio judicial, de la idoneidad de la conducta para inducir a error a los destinatarios del folleto.

La ocultación de un dato, es relevante, sobre la base de un criterio estrictamente funcional, cuando la ausencia o la falta del mismo, representa un deterioro a las legítimas expectativas de los ahorradores/inversores de estar correctamente informados.

En orden a la naturaleza de la ocultación, no puede hablarse de conducta meramente omisiva. En efecto, el término ocultar no encuentra correspondencia con la “omisión”, desde el momento que implica un comportamiento penal decisivamente más incisivo, debe conceptuarse por tanto, como una conducta activa, debiendo de considerarse la ocultación como el acto de “colocar obstáculos” en el ejercicio de las obligaciones informativas. Por eso, no facilitar datos contables o la propia comunicación minuciosa y particularmente farragosa en el folleto puede inducir al lector a considerarlo “completo” trasladando datos negativos, que deberían haberse evidenciado.

De ahí que la ocultación, no es sinónimo de omitir, pero esa traslación de información debe ser dolosa e idónea para inducir a error⁵⁵.

⁵⁴ ZANNOTTI R. *Il falso in prospetto (art. 2623) in I nuovi reati societari: diritto e processo*. Padova 2002. pág. 339.

⁵⁵ SGUBBI F. *Il falso in prospetto*, 2008, pág 229 y también GIUNTA F. *Il nuovo falso in prospetto*, in *Diritto e pratica delle società* n. 22 dicembre 2007, pág. 40-41. Asimismo, en relación a la “ocultación de datos, el estudio de AFFERNI GIORGIO. “La responsabilita dell intermediarios per omessa pubblicazione del prospetto informativo” in *Danno e responsabilita*, 2004 fasc 8-9 págs 849-851. Al hilo del comentario de la sta de casación 17 nov de 2003 n°17368, que examina la cuestión de la

1.5 La conducta típica

La conducta sancionada en la norma se puede realizar de dos modos o con la “comunicación de las falsas informaciones o bien omitiendo datos o noticias relevantes, pero ambas deben incidir sobre los documentos específicos, tanto en el folleto mismo, como en los documentos que acompañan al mismo, y forman parte integrante del citado folleto”.

Así pues, esta doble referencia elimina la incertidumbre que operaba bajo la vigencia del derogado art. 174 T.U.F., que penalizaba la “falsedad de las comunicaciones al CONSOB y a la Banca de Italia. Y, no se explicaba correctamente que tales “términos” fuesen comprensivos para los folletos y los documentos correspondientes e integrantes del mismo⁵⁶.

En conclusión, para identificar los posibles datos o contenido de la falsedad, se exigía que fuesen los documentos requeridos en el “Texto Único”, en particular y en concreto, los documentos referidos en los arts. 94, 98 ter, 102, 113 bis, que describen el contenido y las normas para la redacción del folleto. Así el contenido de la obligación debe ser identificada haciendo referencia al art. 94 apartado segundo T.U.F. (modificado por el art. 3 D. Leg. N. 51 de 2007) el cual prevé que debe contenerse toda la información que según las características del emisor, y de los productos financieros ofertados, son necesarios, a fin que los inversores puedan obtener un juicio fundado sobre la situación patrimonial y financiera, y sobre los resultados financieros y sobre las perspectivas del emisor y los eventuales garantes. También, el art. 173 bis puede tener por objeto el folleto completo o simplificado que debe ser alegado en la comunicación preceptiva al CONSOB, para aquellos que intentan efectuar una oferta de acciones, de fondos convertibles o de acciones en sociedades (SICAV)⁵⁷.

En fin, el art. 173 bis sanciona tanto la falsedad del folleto que debe ser “publicado” para el emisor, como las informaciones documentales presentadas en su caso al CONSOB, respecto a los folletos de sociedades cotizadas (art. 113 bis T.U.F.) no olvidemos que el folleto debe ser redactado siguiendo las indicaciones del reglamento de la autoridad y vigilancia de los mercados financieros.

La conducta consiste reiteramos en la comunicación y/o publicación de lo que se debe indicar en los folletos y que resulta que dicha información no resulta la verdad. La norma usa la expresión “informaciones”, se trata de una figura mucho más amplia que comprende no solamente el enunciado de los hechos; sino incluso datos, circunstancias o noticias. Para explicar tal noción se puede recurrir

responsabilidad por omisión en la información, la publicación del folleto y responsabilidad de los agentes intermediarios.

⁵⁶MAZZACUNA N./AMATI E. *Diritto penale dell'economia*. Milano, 2010. pág. 451; también ROMOLOTTI, la *legge per la tutela del risparmio e la responsabilità diretta derivante da reato ex D.leg n°231/2001* in soc n°102007 pág 1238.

⁵⁷MAZZACUNA N./AMATI E. *Diritto penale dell'economia*. Milano, 2010. pág. 452

al art. 94 apartado 2 del T.U.F. (que hemos referido más arriba) donde afirma que el folleto contiene de una forma fácil y comprensible toda la información que según las características del emisor de los productos financieros ofertados son necesarios para que los inversores puedan obtener un juicio fundado sobre la situación patrimonial y financiera así como de los resultados económicos y sobre la prospección del emisor o de los eventuales garantes. El folleto contiene además una nota resumida que expresa los riesgos y las características esenciales de la oferta.

La conducta puede ser (como hemos descrito) “activa” en la forma de presentar la publicación de una falsa información, o bien puede ser “omisiva” en cuanto oculta datos o noticias. Se ha dicho que la información es falsa cuando no corresponde a la verdad; pero en la materia financiera no es fácil individualizar la falsedad en relación a los constantes flujos de información que contienen los folletos publicados. Ya que mucha de esta información es meramente descriptiva, y debe valorarse a tenor de lo que disponga los pertinentes órganos de control⁵⁸.

En la norma que comentamos se hace hincapié en que la información falsa debe ser idónea para engañar e inducir a error. En el Decreto Legislativo precisamente se reitera en que la idoneidad para engañar debe ser un modo de realización de la conducta suficiente para los destinatarios del folleto. Aunque no se tipifica y explica, el concepto de suficiencia o importancia de lo falso para ser idóneo. Además es necesaria la prueba de la intención del engaño para los citados destinatarios.

La conducta tiene que ser idónea para inducir a error a los destinatarios del folleto, de modo que constituye un requisito esencial en la penalización⁵⁹.

Identica expresión figura en los arts. 2621-2622 del Código Civil y en el art. 174 bis T.U.F. y otros⁶⁰.

La idoneidad significa “peligro concreto”: significa que el juez debe aceptar si la falsa comunicación o publicación o la ocultación ha tenido la finalidad de engañar al destinatario inversor. La idoneidad perjudica la elección de los ahorradores y/o inversores. En otras palabras, para citar literalmente lo que dice el art. 94 T.U.F. la idoneidad de la falsedad/ocultación impide la formación en el inversor de un juicio fundado sobre la situación patrimonial y financiera, sobre los resultados económicos, y sobre la perspectiva de los emisores acerca de la realidad informativa sobre los productos financieros⁶¹.

⁵⁸CICCIA ANTONIO. *L nuovo reati societari e finanziari. Rischi penali per il management delle società quotate e non. Testo aggiornato alla L. 28 dicembre 2005, (Tutela del risparmio)*. II edizione. Sistema Editoriale SE. Grupo Editoriale Esselibri-Simone. Nappoli 2006. pág. 56 y 57.

⁵⁹Falsedad en las relaciones o en las comunicaciones de la sociedad

⁶⁰Por ejemplo en la Ley 206/2005 en materia de publicidad engañosa.

⁶¹SGUBBI F./ FONDAROLI D. /TRIPODI AF. *Diritto penale del mercato finanziario*. Seconda Edizione. CEDAM 2013. pág. 288

De hecho la “idoneidad” para inducir a error presupone un modelo de ahorrador inversor destinatario del folleto que no solamente lee, comprende y saber valorar el folleto y las informaciones que están contenidas sino que presupone un modelo de ahorrador/inversor que examina la información con un juicio fundado en torno a la comprensión del citado folleto. Aunque se critica en la doctrina italiana que este modelo de ahorrador/inversor es inexistente en la práctica⁶².

Es así que la idoneidad será valorada como la capacidad de inducir a error a un lector medio y no inducir a error a una categoría específica de ahorradores.

Con tal interpretación el requisito de la idoneidad se racionaliza. La penalización supone la infracción de la tutela del bien jurídico protegido: transparencia y correcta información de los productos financieros. La intención debe ser relacionada con el engaño de los destinatarios del folleto. Por tanto lo son potenciales inversores interesados en los instrumentos financieros objeto de la oferta⁶³.

Una primera línea interpretativa sugiere calibrar el requisito de la idoneidad en relación a las características de los singulares destinatarios del proyecto falso, considerados *hic e nunc*, así resulta resaltada la valoración del peligro concreto en torno a la cual gira el supuesto de hecho. Según tal orientación el carácter decisivo de la conducta debe ser valorado en concreto, o bien sea por las características del engaño perpetrado, sea limitándose a ocultar datos que deberían haber sido revelados a la luz de las características personales de los destinatarios⁶⁴.

Por el contrario hay una tesis sostenida en la doctrina que opina de forma contraria según la cual la falsedad en el folleto, previsto en el art. 173 bis del T.U.F. asume la forma de “delito de peligro abstracto”, donde en este último está implícito en la misma conducta y no forma parte de la estructura del supuesto del delito⁶⁵.

⁶²SGUBBI F. / FONDAROLI D. /TRIPODI AF. *Diritto penale del mercato finanziario*. Seconda Edizione. CEDAM 2013pág. 289.

⁶³En este sentido traemos a colación la sentencia de la Cassazione 19 de ottobre 2000 sobre balances de la Fiat, juzgado conforme al viejo texto del art. 2621 del Código Civil que afirmaba que toda información falsa o ocultada incluso marginal ofende al bien jurídico de la correcta información porque perjudica el activo conocimiento de los destinatarios en torno a los productos financieros (publicada in Cass. Pen. 2001, 2494)

⁶⁴PISTORELLI L. “Risparmio: sui prospetti “CONSOB decisivo il danno”, in *Guida al Diritto*, 2002, n. 16, pág. 59. También MONTICELLI L., *Abrogazioni in I nuovi reati societari*. Commentario al d. lgs. 11 aprile 2002, n. 62, Milano, 2002, pág. 42 ss.

⁶⁵SGUBBI F., *Il falso in prospetto in diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008, pág. 230-231. GIUNTA F. *Il nuovo falso in prospetto*, in *diritto e pratica delle società* n. 22, dicembre, 2007, pág. 40. Y también ANTOLISEI F. *Manuale di diritto penale leggi complementari i reati societari, bancari, di lavoro e previdenza*, Milano, 1999,pág. 137.

En realidad para valorar la valoración del peligro se debe examinar el hecho que frente a una misma información, los datos pueden ser completamente diversos, dependiendo de las personales características de cada singular ahorrador/inversor. La llave de la cuestión reside por tanto en la figura del inversor, y en la valoración que se tenga de su conocimiento de la dinámica del mercado financiero.

En conclusión, parece preferible la adopción de una figura abstracta del destinatario, o sea un lector medio sobre la cual se tiene que modelar el requisito de la idoneidad que el juez utilizará como parámetro de referencia⁶⁶.

3.6 Elemento subjetivo

El art. 173 bis en relación al el elemento subjetivo, se distancia de la precedente disposición (art. 2623 CC), caracterizándose por el no necesario conocimiento de la falsedad. En el art. 2623 la referencia al conocimiento de la falsedad, tenía la clara intención de eliminar la duda de la punibilidad a título de culpa en la infracción del apartado 1°.

La exclusión del error se pone de manifiesto, puesto que el conocimiento del hecho típico que expresamente supone la comunicación de las falsas informaciones, es componente estructural del “dolo” y por consecuencia se excluye el error en la falsedad del folleto.

La norma está construida sobre la fundamentación del dolo intencional, dolo específico, representado por el hecho típico cometido con la intención de engañar a los destinatarios del folleto con la intención de conseguir un beneficio injusto para sí o para otros.

La propuesta de intencionalidad de la acción excluye, penalmente la relevancia e intervención que pudiera tener el “dolo eventual” en la conducta típica que tratamos: el requisito explícito impone de hecho que el sujeto activo haya comunicado la falsa comunicación o bien ocultado datos y noticias intencionalmente, y no se ha limitado a reparar el riesgo que tales datos comunicados no fuesen verificados⁶⁷.

En conclusión el sujeto activo debe conocer la veracidad de la información “oculta” o la falta de juicio que expresa, teniendo con la “comunicación o la ocultación” conocimiento de la potencialidad del engaño

⁶⁶GIUNTA F. *Lineamenti di diritto penale dell'economia*. Torino, 2004, pág 234. y ZANNOTTI R. *op.cit* (il nuovo diritto penale dell'economia 2008 págs 389 y 390.

⁶⁷SGUBBI F., *Il falso in prospetto in diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008, pág. 233. Este autor explica que la hipótesis de los consultores externos que colaboran en la redacción del proyecto (que son sujetos activos) puede suceder que estos puedan tener la duda pero no la certeza de la falsedad o de la ocultación. En tal caso la “duda” no puede ser suficiente para la imputación de la responsabilidad, tiene que concurrir que el agente (en este caso el consultor externo) obra teniendo en cuenta el engaño hacia los destinatarios como objeto finalístico de la propia conducta.

perpetrado, dirigiendo su conducta en beneficio propio. Es por tanto decisivo el dato de la intención de engañar, la plena certeza de la idoneidad del engaño. De hecho la conducta se caracteriza siempre porque implica una voluntad de engañar sin género de dudas⁶⁸.

No obstante, parte de la doctrina, crítica la construcción del elemento subjetivo en términos tan rigurosos que hacen difícil la concreta aplicación del supuesto de hecho, inadmisibles en consideración a la objetiva idoneidad lesiva de la conducta y respecto al “bien jurídico”; el correcto funcionamiento del mercado financiero.

Desde el punto de vista subjetivo, (como vemos) el delito de falsedad en el folleto requiere de la “intención” de conseguir para sí o para otro un beneficio injusto (dolo específico). Ocurre pues que la “idoneidad” en concreto de la conducta a conseguir es la intención, y por tanto lo que caracteriza la existencia del delito. El “provecho” puede ser para sí o para otros, y puede corresponder tanto al sujeto activo, como a otras personas físicas o jurídicas. Por ejemplo en una operación societaria en el que se ha reconocido un folleto falso puede derivar un provecho al autor (redactor) del folleto falso, también a la sociedad, para cuyos intereses trabajan, incluso a los sujetos que tienen “participaciones” en esta sociedad. De hecho, existe el dolo intencional desde el momento que la norma (173 bis T.U.F.) requiere la “intención de engañar a los destinatarios del folleto. Se trata de un “dolo genérico” caracterizado por una mayor intensidad, cuya aparición excluye la configuración del dolo eventual⁶⁹.

Se exige por tanto la intención de engañar a los destinatarios de la comunicación. Un dolo intencional.

El elemento de la intencionalidad está caracterizado (insistimos una vez más) por un “dolo genérico”, que consiste en la conciencia y voluntad falsa que se caracteriza por la idoneidad de la misma de inducir a error (información falsa, o que oculta datos o noticias de tal forma que pueda causarles error). Este requisito es apropiado, considerando la tendencia de la jurisprudencia en materia económica a privilegiar interpretaciones formalistas para evitar las reconstrucciones fundadas sobre el peligro abstracto.

En fin se prevee la intencionalidad del engaño, con el fin de eliminar la configuración del dolo eventual, siempre que tratemos sobre delitos económicos.

El delito es un dolo específico (con la intención de conseguir para sí o para otros un provecho injusto). El dolo intencional se presenta con la intención de engañar a los destinatarios del folleto. La previsión del dolo intencional quiere

⁶⁸MARTINI A. “Falso in prospetto-commento” in *Legislazione penale*, 2007, fasc. 3, pág. 557.

⁶⁹MALAVASI *op. cit.* (*I nuovi reati societari*, 2008, págs. 62-63. MUSCO *I nuovi reati societari*, Milano, 2007, pág. 137. También SEMINARA. *op. cit.* (*partecipazioni sociali, falso in prospetto*)pág. 214 y PISTORELLI. *op. cit.* (*Risparmio sui prospetti*), 2003, pág. 59.

corregir cualquier iniciativa judicial anómala que pueda penalizar o condenar la realización de conductas en base al mero dolo eventual. Previsto el requisito explícito de la intención de engañar se debe aceptar que el sujeto activo comunique la falsa información o bien oculte datos o noticias intencionalmente.

1.7 La consumación del delito

En el texto previgente del art. 2623 Código Civil se consideraba que el delito en el segundo apartado se consumaba al verificarse el evento dañoso. Mientras que se registraban opiniones divergentes en cuanto a la contravención e infracción prevista en el primer apartado. Su momento consumativo se consideraba para algunos autores en la “comunicación al CONSOB, de los documentos previstos en la norma, y en cambio para otra parte de la doctrina, en su publicación”.

En cuanto a la disposición en vigor, considerando los intereses patrimoniales como bien jurídico protegido (párrafo segundo) debe considerarse la argumentación, según la cual se considera consumado el delito con la publicación de los documentos falsos, siendo este el momento en que consiguen la disponibilidad los inversores, a los cuales se reconoce los intereses económicos tutelados⁷⁰.

El art. 173 bis T.U.F. no menciona la publicación como factor constitutivo para la configuración del delito: penaliza la comunicación de las falsas informaciones o la ocultación en los folletos de información destinada al inversor. No dice en los folletos o en los documentos expresamente “publicados” (*pubblicati*) por tanto la consumación del delito se produce en el momento en el que el folleto o el documento es comunicado a la disponibilidad del emisor y ha sido previamente presentado a CONSOB⁷¹.

La contravención del apartado 1º se consuma con la comunicación al CONSOB del folleto solicitando la inversión (art. 94 T.U.F.) del documento de la oferta pública (art. 102 apartado 1º). Por cuanto concierne al art. 2623 CC el momento de consumación coincide con la verificación del daño patrimonial a los destinatarios del folleto.

Ahora bien, dada la evidente dimensión individual del daño a los inversores, en la perspectiva político criminal del legislador de la reforma, debe resaltarse que en el caso de una pluralidad de sujetos perjudicados resulte más

⁷⁰MALAVASI *op. cit.* (*I nuovi reati societari*, pág 63. También CERQUA *op. cit.* (*El art. 173 bis T.U.F.*), pág. 71. También SANTORIELLO. *op.cit.* (*Il nuovo diritto penale delle società*), Torino 2003. pág. 59.y sobre todo MANNA A. *op cit.* (corso de diritto penale dell impresa)pág 650.

⁷¹La sección única civil de la Corte di Cassazione ha establecido que la responsabilidad del folleto falso afecta a todos los sujetos que materialmente han participado en la redacción. En cuanto a la responsabilidad nace del acto de la comunicación de la noticia, informaciones, indicaciones falsas, no deriva tanto de la material ilustración (Cass. Sez. Un. Civ. 8 aprile 2011, n. 8034).

difícil la aparición del delito, con la consecuencia de una multiplicación de momentos consumativos que podrían incluso ser cronológicamente distintos⁷².

La actual estructura del delito de la falsedad en el folleto (art 173 bis) , según el esquema del delito de peligro concreto, no presenta obstáculos a la configuración de la tentativa punible, teniendo que ser actos idóneos, inequívocos en la comisión del delito, y que la “publicación” no se haya todavía producido⁷³.

En conclusión, el delito se consuma en el momento que el folleto está a la disposición del emisor y ha sido presentado al CONSOB (sobre esta cuestión del momento consumativo remitimos al profesor SEMINARA). Es así que el folleto una vez completo y elaborado plenamente para los emisores, antes de la publicación debe ser comunicado y aprobado por el CONSOB (art. 94 T.U.F.). De igual modo para el documento previsto en el art. 102 T.U.F. para la oferta pública de adquisición de acciones y de cambio. Es más, para ambos documentos exige el CONSOB su presentación al citado organismo para la propia tutela de los inversores y que aquellos documentos y/o folletos vengan completados con informaciones suplementarias e integrativas⁷⁴.

El art. 173 bis del T.U.F. penaliza por tanto la comunicación de falsas informaciones o la ocultación en los folletos presentados para la oferta del público y en los documentos para publicar, (pero es importante señalar la perceptiva intervención del organismo de control que es el CONSOB).

⁷²VELLA FRANCESCO. *Comentario T.U.F. Decreto Legislativo 24 febbraio 1998*, n. 58 e successive modificazioni. Tomo II artt.101 bis-216. Artt. 1-43 d.lgs. 27 gennaio 2010, n.39. G Giappichelli Editore, Torino, 2012. pág. 1760. También SEMINARA, *op. cit. Manuale diritto penale impressa*. págs. 212-213. Y también ZANNOTTI *op. cit.*(Il nuovi reati societari). pág. 342.

⁷³CERQUA *op. cit. Art.173 bis D. Leg.24 febbraio 1998*, n° 58, in LANZI e CADOPPI I *op.cit reati societari*.pág.74.Para la configuración de la tentativa con relación a los delitos de peligro podemos remitirnos a la Cass pen sezVI, 19 aprile 1995 n° 4169 in GIUST. Pen 1996 II, 173 cuando afirma que debe ser calificado como tentativa de falsedad ideológico el comportamiento del “funcionario público” que firma en blanco la “certificación documental” delegando en otros el cumplimiento del contenido del documento....

⁷⁴SEMINARA S. “False comunicazioni sociali, falso in prospetto en ella revisione contabile e ostacolo alle funzioni delle autorità di vigilanza, in diritto penale e proceso” 2002, vol. I. págs. 676 y ss. También MARTINI “False in prospetto-commento”, in *legislazione penale 2007* fas 3 pág 557. Fundamental, como hemos visto en páginas anteriores GIUNTA *il nuovo falso in prospetto in diritto e pratica della sociea* n°22 dicembre 2007 pág 38y finalmente el ya citado (autor esencial en la materia) SGUBI F. *il falso in prospetto*, in *Diritto penales del mercato finanziario* Padova 2008 págs 292-293y el mismo autor (SGUBBI F) *La CONSOB glp abusi di mercato, in il diritto penale del mercato finanziario* Padova 2008 págs 157-174 y finalmente ZANNOTTI R. *il nuovo diritto penale dell’economia* II ed MILANO 2008pág 380 y siguientes. Y AMATAO ASTOLFO *le autorità indipendenti* in *sturgia D’Italia Annali*, vol 14 legge Diritto GIUSTIZIA Torino 1998 pág 369, y AMBROSETTI EM/ MEZZETTI E/ RONCOA *op cit. (Diritto penale dell’ impresa* 2013 pág 255.

Es muy interesante el estudio sobre la controversia en cuanto a los perjudicados en la falta de control de la autoridad administrativa de SAVASSA F. *La responsabilita da prospetto: omesso controllo in studium iuris* 2010 fas 7-8 pág 748-755. Y sobre los deberes de control del CONSOB, y la veracidad del folleto informativo el estudio de TINA ANDREA. *Responsabilita de la CONSOB per omessa vigilanza sulla veridicità del informazioni contenute del prospetto informativo* (comento a APP MILANO 21 Ottobre 2003 in *il corriere giuridico* 2004 fast 1 págs 938-950.

En fin, el art. 173 bis TUF no menciona la publicación como requisito constitutivo para la configuración del delito. Penaliza la comunicación de falsas informaciones o la ocultación en los folletos de datos o noticias (relevantes en la información al destinatario ahorrador/inversor), pero nadie, ni en los folletos, ni en los documentos expresa la mención de la “publicación”. Y es porque se considera que el *tempus commissi delicti* se consuma desde el momento en que el folleto o documento para su disponibilidad al emisor (destinatario) ha sido enviado y presentado en los registros del CONSOB. El delito se consuma con la salida del folleto y/o documento del CONSOB, para su disponibilidad y/o emisión al inversor/ahorrador. Es decir, con la efectiva difusión de la noticia (presentación del folleto a los emisores y /o inversores).

2. Portugal

2.1 Cuestión preliminar

A diferencia del sistema español el legislador portugués, no tiempo tipificado un delito: igual al fraude de inversiones (como en el caso español alemán y/o italiano). El legislador portugués, por un lado (como veremos después) recurre a las reglas de manipulación del mercado financiero; aunque como muy bien nos explica el profesor, LACERDA COSA PINTO, en el derecho portugués, en el caso del “fraude de inversión”, pudiera remitirse a la aplicación del delito de fraude en el código penal, arti 217, y según estos, es decir 218..., si es “fraude grave”; también se puede acudir al delito de falsificación de la información, o bien a los delitos de manipulación del mercado, cuando se cometan los delitos con información falsa sobre los activos negociados en el mercado regulado.

Podemos preguntarnos en el momento presente como el sistema jurídico penal portugués, tutela el sistema financiero. Curiosamente la respuesta no es evidente: la tutela penal del sistema financiero, no se realiza a través de un conjunto coherente de normas, inmediatamente identificables y con una función específica; sino a través de soluciones diferentes (desligadas) que cubren aspectos parciales en su organización y funcionamiento. Así nos podemos preguntar si este modelo de funcionamiento es “adecuado”, o si tiene “lagunas” en su aplicación⁷⁵.

⁷⁵PINA, CARLOS COSTA *instituições e mercados financeiros* Almedina 2005 pág 21 y siguientes. También CRUZ JOSE NEVES *da desafios jurídicos, económicos y políticos as crisis mundiais* in estudos em homenagem au professor Doctor Carlos Ferreira de Almeida VM IV Coimbra Almedina 2011 pág 695 y siguientes, sobre todo LACERDA DA COSTA PINTO (fundamental) crimes no sistema financeiro o mapa legale a adequação da tutela penal. Y “falsificação de informação financeira nas sociedades abertas cadernos do Mercado de Valores Mobiliarios” N°16 2003 págs 99-135. Artículo también publicado en la colección direito Penal Económico e EUROPEU: Textos Doutrinarios III Coimbra: Coimbra editora 2009, págs 617-660. En Portugal el problema se resuelve por la falsificación de información financiera y manipulación del mercado. Y en cuanto al análisis del modelo de tutela penal en el sistema financiero identificando los intereses merecedores de tutela. FIGUEIREDO DIAS J. 1983, “Para una dogmática do direito penal secundario”, in RL J 116 1983 pág 263 y siguiente 117 1984 pág 7 reproducido en IDPEE

Debemos destacar dos aspectos relevantes para delimitar el ámbito normativo que garantiza la tutela penal del sistema financiero. Por un lado, que no existe un título específico en el código penal una normativa referida al ámbito financiero; por otro, la manera de acometer este tipo de “fraudes de inversiones”, pueden ser reconducidas a través de delitos específicos en el código penal (engaño abuso de confianza, falsedad administración desleal, falsificaciones insolvencias), o bien a través de delitos específicos previstos en la legislación sectorial (delitos contra el mercado, captación ilícita de ahorros... etc).

En conclusión, los delitos financieros pueden adoptar tres realidades diferentes a) por organización y funcionamiento de las instituciones de los mercados financieros b) por los activos enajenados c) y por las actividades y operaciones financieras (en especial, la captación y la aplicación (o disposición de los ahorros de los inversores)⁷⁶

Estamos en cualquier caso en presencia de intereses eminentemente públicos (la integridad de las instituciones y los mercados) o intereses mixtos (formas de captación y empleo o destino público de ahorros y patrimonios colocados y/o invertidos en estos ámbitos, no se trata tanto de proteger funciones simbólicas del mercado, como la confianza en el buen funcionamiento del sistema; sino más bien en prohibir hechos que puedan corresponderse con transferencias ilícitas de dinero y la abusiva conversión en los circuitos públicos de su colocación y distribución para fines exclusivamente individuales. No se traduce tanto la tutela penal financiera en la confianza “sistémica” o institucional. No es esta protección abstracta de la confianza; sino la protección de la integridad de varios aspectos, como son la creación, aplicación, distribución de la riqueza en cuanto bienes autónomos socialmente valiosos que integran el sistema económico⁷⁷.

Estos son los bienes jurídicos públicos que en sí mismos legitiman la tutela penal, a la luz de lo dispuesto en los art. 81f; 101 de la constitución.

Precisamente sobre el concepto de bien jurídico y sus dimensiones en el campo del derecho penaleconómico, conviene analizar la obra del profesor FARIA COSTA⁷⁸.

El acceso al sistema financiero viene condicionado y regulado por el principio de autorización y exclusividad en el ejercicio de estas actividades. Así la ley tutela y prohíbe las actividades financieras o de “intermediación” (no autorizadas) es decir, las actividades financieras no autorizadas, o la recepción no

(org) Direito penal Económica e European: Textor Doutrinarios Vol I. Coimbra Editora 1998 pág 35 y siguiente. Y también COSTA JOSE *de Faria/Andrade Manuel da Costa 1982* "sobre a concepção e os princípios do direito Penal económico, in Revista de Direito e Economia" 8 1982 pág 277.

⁷⁶PINA CARLOS COSTA. *Instituições e mercados financeiros* Coimbra Almedina 2005 pág 21.

⁷⁷GIUNTA F-. *Dimite pena le dell' Economia* Tomo 2001 Giappichel, editore pág 47.

⁷⁸FARIA COSTA JOSE. *Direito penal económico*, Coimbra: Quarteto 2003 pág 61 y ss.

autorizado de depósitos y fondos reembolsables, son calificados como delitos públicos imputables a título doloso, sujetos a la pena de prisión hasta de 5 años (ley nº 28/2009 de 19 de julio). En cambio las intermediaciones financieras no autorizadas, pueden ser realizadas tanto por dolo como por negligencia sancionados con multa entre 25.000 € hasta 5.000.000 €.

La opción por la vía de la infracción administrativa para sancionar la intermediación no autorizada en el mercado de valores mobiliarios no corresponde al reconocimiento de una infravaloración, del hecho infringido; sino a la elección de un medio más expedito de intervención sancionatoria, que se revela más fácil de articular con decisiones administrativas del “ente regulador”. Evitándose, así el riesgo de decisiones potencialmente contradictorias entre el organismo regulador (CMVM), y las autoridades judiciales encargadas del proceso penal, más sensibles a la protección de los inversores de los mercados, y de la concurrencia⁷⁹, es decir no se devalúa la consideración de los hechos; sino que son más bien distintas opciones en cuanto a las técnicas de tutela. Por cualquiera de estas vías de protección (administrativa o penal) se protege la legalidad idoneidad y seguridad en la captación y gestión de los ahorros. En suma intereses públicos, que siendo en sí mismos merecedores de tutela, funcionan también como protección de los intereses individuales (por el evidente perjuicio económico). En los últimos años, se ha producido duras condenas penales por la recepción no autorizado de depósitos, y otras actuaciones condenan por la CMVM (intermediaciones no autorizadas). En tales supuestos (en los que se perjudica a las inversiones contra la captación ilícita de sus ahorros), surge en la práctica el concurso efectivo, con la situaciones de engaño (art 217 c. penal) y la falsificación de documentos (art 256 código penal) todo ello en su contexto muy sofisticado en los medios de actuación (inversores residentes en terceros países, activos preferentes a entidades financieras en países diferentes, transferencias opacas), lo que dificulta enormemente la investigación judicial nacional con, competencia territoriales limitadas⁸⁰

En concreto, en Portugal, los ilícitos penales relativos a las operaciones específicas en el sistema financiero se limitan al abuso de información privilegiada (art 378 CMVM) y a la manipulación del mercado (art 379 CMVM). Dos delitos característicos de los mercado de valores mobiliarios que tutelan respectivamente la igualdad de las inversiones y la regularidad del proceso de negociación (condiciones de fiabilidad en la información relativa a cantidades y precios de los activos negociados en los mercados de valores mobiliarios⁸¹.

⁷⁹LACERDA DA COSTA PINTO F “A supervisão no novo código dos valores mobiliarios” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliarios* nº7 2000 págs 89-113.

⁸⁰LACERDA DA COSTA PINTO F, *op cit (crimes no sistema financiero o mapa lenal e adequação da tutela penal)* pág 6.

⁸¹GOMES FATIMA. “Insider trading voladares” *APDMCI1996*; VASQUES SERGIO A *manipulação do mercado de valores mobiliarios APDMC 1997*, VEIGA ALEXANDRE BRANDAO, *crime de manipulação defesa e criação de mercado*. Coimbra Almedina 2001.

El “abuso de información privilegiada” se traduce en un delito de anticipación que genera o provoca una “asimetría entre las inversiones”: alguien transmite o usa (en provecho propio o ajeno) información económicamente relevante que no está a la disposición general de los inversores. En la “manipulación del mercado”, el sujeto adultera el proceso de negociación a través de la divulgación de información (falsa, incompleta, exagerada o tendenciosa) que crea un “camino artificial” para los activos, recurriendo a técnicas de negociación que no corresponden con la efectiva oferta. El delito de manipulación es en parte un “tipo abierto”, cuyos conceptos más genéricos (operaciones de naturaleza ficticia o prácticas fraudulentas), se revelan en las dinámicas negócias, y son normalmente documentadas, organizadas y divulgadas por los reguladores. En el abuso de información, el sujeto se aprovecha indebidamente de una ventaja informativa a la que tiene acceso, pero que no puede usar; en cambio en la manipulación el sujeto utiliza la información provocando una utilización ilícita (precios artificiales), controlando las formas que no son inmediatamente perceptibles para la generalidad del mercado. Es decir, en la manipulación del mercado se provoca por el agente una “adulteración fraudulenta de un bien económico” (las condiciones de libre negociación de los activos, en la información sobre el proceso de liquidez y/o los precios. Al tratarse de delitos públicos, cuyos “tipos” tutelan bienes jurídicos supra individuales instrumentalizados en relación a los concretos intereses de las inversiones, o de las empresas cuyos activos son negociados, se penalizan estas conductas con prisión de hasta cinco años. En los trece casos juzgados, en los últimos 20 años, han sido resueltos con 6 condenas y 2 absoluciones por el abuso de información privilegiada y tres condenas y dos absoluciones por manipulación del mercado⁸².

La supervisión de los ilícitos, se produce bien a través de regulaciones administrativas y también penales. Así, en el primer ámbito estarían las infracciones a la violación del deber de colaboración para con la CMVM (art 359 n°3 y 400 CDMV, la violación de órdenes o mandatos legítimos en las CMVM (art 399, la desobediencia ilegítima a las determinaciones del BM (art 211) etc, y en relación al ámbito penal la desobediencia genéricamente prevista en el código Penal (art 348 n°1, o el delito de destrucción, ocultación o sustracción de documentos (art 259 c.penal).

Como muy bien explica LACERDA COSTA PINTO la información falsacomunicada a la autoridad reguladora (CMVM), puede ser llevada a cabo, bien prestando información falsa, incompleta desactualizada a la CMVM (infracción muy grave prevista en el art 389 1. C) del CDMV- versión de 2009-; de prestación de infracciones falsas o engañosas al BP (Banco de Portugal), infracción muy grave conforme al art 211 de RGIC. Los hechos tipificados

⁸²Explica el profesor LACERDA DA COSTA PINTO F., *op.cit* (*Crimes no sistema financeiro o mapa lenal a adequação da tutela penal*)pág 7, que una parte de estos casos lo encontramos en la documentación publicada y promovida por la Comisión del mercado de valores mobiliarios CMVM 2009, en las que observamos las dificultades “artificialmente creadas en la actuación de los “reguladores (CMVM) a través de los obstáculos en la supervisión, fundamentalmente por la recepción de información falsa.

también pueden construir autónomamente falsificación intelectual de documentos conforme a lo previsto en el art 256 N°1 a) d) del C. penal⁸³

En Portugal, a pesar de las especificidades de las materias, estamos ante un mapa normativo considerablemente heterogéneo: ya que los diversos intereses relevantes son tutelados: por múltiples regulaciones sectoriales, algunas tipos penales específicos y algunas incriminaciones genéricas previstas en el código penal. El código penal no está adecuado su articulado al sistema financiero y, puede traerse a la colación los delitos de falsificación o de destrucción ocultamiento o substracción de documentos. Existen, variantes específicas de falsificación, pero no existen normas equivalentes para la documentación jurídica-económica de las sociedades financieras, y los tipos penales previstos en el código de las sociedades comerciales (CSC), son muy limitados en cuanto a esta materia. Se llega a la conclusión que en la generalidad de los tipos infringidos respecto a actividades y operaciones, no se identifican con una tutela específica, en cuanto a la integridad, organización y funcionamientos de las instituciones financieras. O lo que es lo mismo, su tutela se remite al derecho penal común. Así los fraudes internos en las instituciones financieras acaban por reconducirse a los delitos de estafa engaño (art 217) abuso de confianza (arti 205) deslealtad o administración perjudicial (arti 224 y 235) y la falsificación de documentos (arty 256) todos del CÓDIGO PENAL, que lo mismo se aplica a un delito menor que aun delito de “cuello blanco”⁸⁴.

2.2 Las características de la penalidad financiera y la intervención penal en este sector

El modelo de intervención penal en el sistema financiero Portugues es fragmentario, minimalista y heterogéneo se asienta en pocos tipos penales específicos para el sistema financiero, todas las incriminaciones contemplan hechos dolosos (la negligencia en tales casos no es penalmente punible), y todos los tipos imputables se centran en actividades y operaciones ilícitas en el sistema financiero. Los delitos comunes previstos en el código penal tienen así una aplicación mucha más amplias, que lo que sería deseable. Así los “hechos” ocurridos en la índole financiera se les aplica los delitos comunes (engaño, falsificaciones, abuso de confianza, deslealtad.)

Ocurre que muchas de estas sociedades financieras cuentan con sistemas de complicidad y de auditoría interna que pueden dificultar la investigación, ocultando pruebas distorsionando los hechos, o diseñando hipótesis selectivas

⁸³LACERDA COSTA PINTO F, *op.cit* (*Crimes no sistema financeiro o mapa legal e adequação da tutela penales*) pág 8.

⁸⁴LACERDA COSTA PINTO F, *op.cit* (*A supersião no novo código dos valores Mobiliarios*) 2000 pág 123.

de responsabilidad lo que dificulta la investigación, aunque pueden ofrecer también un especial reforzamiento a la prueba existente⁸⁵.

La conjugación de estos aspectos como las características socio jurídicas de la penalidad financiera, potencia una mayor conflictividad procesal en la aplicación de los delitos comunes en el contexto del sistema financiero. La criminalidad financiera, tiene unas características singulares que determinarán que sea difícil su identificación (de hechos punibles) la investigación y su comprobación judicial. Ya que no debemos olvidar, que se trata de “hechos”, que son practicados en un contexto lícito y que la “manipulación” a veces es difícil exteriorizarla. Es decir, pueden coincidir simultáneamente en operaciones concretas, actos lícitos con ilícitos, y éstos desenvolverse, en círculos (económico-financieros) reservados. Lo que dificulta la investigación, y la comprobación de la autoría de los hechos. La prueba se hace depender muchas veces de informaciones técnicas especializadas. No se trata de penalidades simples y evidentes. Así lo que dificulta (la prueba) no es su comprensión; sino establecer los hechos y la seguridad de subsumirlos en los tipos penales legales⁸⁶.

La ausencia de la visibilidad de los ilícitos impide que pueda aplicarse las técnicas propias de la penalidad común, ya que en estos ámbitos financieros los sujetos activos actúan con una confianza, y en un ambiente que favorece su impunidad. Por ello, el efecto disuasorio no defiende tanto de la gravedad de la pena abstracta como del descubrimiento del hecho (su “visibilidad”). No obstante las penas legales no pueden ser ni insignificantes, ni tampoco desproporcionadas, porque ello puede debilitar seriamente la amenaza sancionatoria. Incide además el hecho que el status socioeconómicos de estos sujetos que actúen en los ámbitos financieros, hace que se beneficien en la práctica de un reforzamiento de la presunción de inocencia, en la prueba de los hechos, que deben ser expuestos con claridad a ante las autoridades judiciales, a la hora de la imputación de los ilícitos en su caso. Así, la aplicación de los tipos penales comunes previstos en el código penal a realidades económico-financieras, se dificulta por moverse en contextos muy diferentes a los que habitualmente la legislación penal es aplicada⁸⁷.

Además, ocurre otro hecho, no menos importante y es que a la complejidad de la argumentación técnico-financiera, se corresponde con una endeble formación técnica de las autoridades judiciales sobre materias

⁸⁵ROTSCH THOMAS. “Criminal compliance”, *In Dret* 1 2012. También SHUNEMANN BERND “Responsabilidad penal en el marco de la empresa dificultades relativas a la individualización de la imputación” in *ADPCP LV*(2002) pág 9 y siguientes, y también el mismo autor the sarbanes-oxley act of 2002. A German Perspective, in *Buffalo Criminal law review* 8, 2004, pág 35 y siguientes.

⁸⁶LACERDA DA COSTA PINTO F, *op.cit* (*crimes no sistema financeiro o mapa legal a adequação da tutela penal*) pág 10 y también LEITE. André Lamas Ntulas espasas sobre o “crime de administração danosa” no revista *FDUP*.

⁸⁷LACERDA DA COSTA PINTO F, *op.cit* (*crimes no sistema financeiro o mapa legal a adequação da tutela penal*) pág 11.

económicas a pesar de los esfuerzos, de especialización en la última década. Significa esto que puede ocurrir que en el delito económico, la potencial impunidad pudiera resultar muy significativa, como explica FOFFANI⁸⁸.

2.3 La tutela sancionatoria del mercado de valores mobiliarios: los delitos económicos y mercados financieros

En algunas materias el reciente Código de Valores Mobiliarios de 1999 (CdVM) 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 jurídicos-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 los regímenes anteriores⁸⁹.

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).

⁸⁸FOFFANI LUIGI “Escandalos económicos y reformas penales: prevención y represión de las infracciones societarias” en *la CRC de la globalización, revista penal* 23pág. 33 y siguientes. También GIUNTA F op.cit (*LINEAMENTI DI Diritto penale dell’ economia*) Torino 2001.

⁸⁹El texto legal de Cdvm de 1999 fue aprobado por el decreto-ley nº486/1999, 13 nov. En virtud de los dispuesto en el art. 165º, nº1, c) y d) de la Constitución, las materias penales y de Derecho administrativo sancionador (Estas en la medida en que implicasen alteraciones al régimen general) fueron objeto de una ley de autorización legislativa (L.nº 106/1999, 26jul.) a través de la cual el Parlamento autorizó al gobierno a modificar el régimen sancionatorio referido fundamental. LA CERDA DA COSTA PINTOF. “Delitos económicos y mercados financieros. Abuso de información privilegiada y manipulación del mercado en el nuevo Código Portugues de Valores Moviliarios de 1999” en *RevistaPenal* nº6 <http://www.cienciaspenales.net> (traducción del trabajo a cargo de MORENO MORENO F. Universidad de Huelva, revisado por FERRE OLIVE J.C.

En definitiva está en juego el buen funcionamiento del sistema financiero y el correcto encuadramiento en figuras penales adecuadas a la realidad económica⁹⁰.

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 la conductas prohibidas sancionadas con penas de hasta 3 años de prisión o, alternativamente, pena de multa (en el caso de los num 1 y 2 art. 378) y de hasta 2 años de prisión o, alternativamente multa de hasta 240 días (en el caso del nº3 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 nº3 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 nº1 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 cómo un delito de violación del deber de impedir prácticas manipuladoras por parte de los intermediarios financieros (art. 379, nº3). La pena prevista para la violación de este deber es la prisión de hasta 2 años o pena de multa de hasta 240 días⁹¹.

Las conductas descritas son únicamente imputables a título “doloso” en virtud de lo dispuesto en el art n13 Código Penal, debe tenerse en cuenta, que ninguna de las penas sobrepasa los 3 años de prisión y todas ellas admite la alternativa de multa.

2.4 La tutela penal de la información financiera falsa en el derecho portugués

El régimen sancionatorio establecido en el código de Sociedades Comerciales (CSC), puede catalogarse como una mezcla entre el sistema francés de “superabundancia punitiva y el sistema Alemán de limitadas previsiones de

⁹⁰Para un análisis del encuadre, del mercado de valores mobiliarios en el sistema financiero, desde el punto de vista constitucional, véase FERREIRA, A, *Direito II Valores Mobiliarios*, 2002, pág 15 y ss.

⁹¹LACERDA DA COSTA. op.cit (*Delitos económicos y mercados financieros*), traducción MORENO MORENO F. op.cit (*Delitos económicos y mercados financieros*) pág 87.

los tipos penales y de remisión de la tutela ó protección restante a las sanciones administrativas⁹².

El (CDS) portugués ha optado por mecanismos de control societarios tradicionales, es decir por el régimen de invalidez y de impugnación judicial, pero completado en un régimen penal sancionatorio de determinadas prácticas “corporativas”, a través de la tipificación de determinadas conductas ilícitas en el título VII del CDS.

Aunque la realidad demuestra que es remisión regulatoria no es idonea para disuadir las prácticas societarias ilícitas en lo que respecta al FRAUDE DE INFORMACION FINANCIERA EN LAS SOCIEDADES DE VALORES MOBILIARIOS.

En concreto, el tipo penal que en el (CDS) prevé las informaciones falsas es el art. 519; si bien en ninguno de sus apartados se refiere a “información financiera en si misma, sino de prestación de informaciones falsas (en sentido amplio) en el ámbito cumplimentario de los deberes legales de información. Ahora bien, la pena prevista (prisión de tres meses y multa hasta de 60 días) es irrisoria y no produce ningún efecto disuasorio y si una notoria desproporción en relación a las posibles ventajas que puede reportarles a los infractores con las prácticas ilícitas.

No existe en el ámbito del art. 519 de CSC ninguna previsión específica acerca de la información financiera falsa. No existe, ninguna norma ad hoc, que se refiera al fraude de la citada información en los mercados de valores regulados. Ello no significa ausencia de la tutela penal; pero ésta se obtienen recurriendo a los diversos delitos previstos en el Código Penal, que no estén específicamente contruidos para, penalizar ese supuesto de hecho. Y así, en función de su remisión generalista, podría aplicarse el delito de falsificación de documentos del art. 256 Código Penal entre otras.

Es evidente, que la tutela jurídica sobre la información financiera de las sociedades de valores, no puede regularse sólo a través de normas sustantivas “generalistas” (Código de las sociedades comerciales), que no contemplan supuestos específicos que concurren en los delitos financieros, pero es a lo que debe ceñirse el operador jurídico en el estudio del Derecho Portugués.

Así las cosas, en la actuación de los titulares de de los órganos de administración de las sociedades, deben seguir, el principio general de “deber diligente en su actuación, siguiendo el canon de un “ordenado y juicioso gestor o comerciante...”

⁹²LACERDA COSTA PINTO F. op.cit (Falsificação de informação financeira nas sociedades abertas). Cadernos do Mercado de valores Mobiliarios págs. 99-135, También COSTA ADNDRAGE In Figueiredo Dias Comentario coinmbricese do Código Penal VOL I, Coimbra

Además, las competencias relativas a las materias de índole financiero, son delegadas a los órganos de administración societarias (art 65, nº3, art 406 p,y 407 nº2 del CSC). Es más, teniendo en cuenta que estas sociedades de valores actúan en mercados regulados, la “información financiera” debe estar sujeta a los criterios legales y exigencias del Código de los Valores Mobiliarios de 1999⁹³.

En síntesis, en el derecho portugués y, en concreto, en relación a la “comunicación de información financiera...” A la citada Información debe respetar el contenido exigido por el art 7 del CdMV, so pena, que los sujetos activos incurran en responsabilidad “administrativa” (arti. 389). Existe un deber de divulgación de la información por parte de las sociedades emisoras (art. 244 a 249 del CdVM) debe destacarse que en la “publicación de la información”, puede producirse a posteriori correcciones, a través de la exigencia del propio organismo regulador (CdMV) (art 244 nº4 y 245 nº4 de cdVM). En especial, cuando hablemos de balances, cuentas anuales no suministran una imagen exacta del patrimonio. La “información” debe estar sujeta a las exigencias de la veracidad, claridad litud, CONTENIDA EN LOS FOLLETOS DE EMISION (art 135 a 139 CdMV), en conclusión, cualquier responsabilidad por el contenido de la información financiera debe cumplir lo dispuesto en el CdMV.

Ahora bien, todas estas “irregularidades” contempladas en el CdMV no son siempre objeto de una sanción penal específica. Puede afirmarse, que al contrario de lo que ocurre en otras legislaciones, que al contrario de lo que ocurre en otras legislaciones (Vgr, Alemania, Italia, España), el legislador portugués al aprobar el CdS de 1987, se remite mas bien , a un régimen “generalista”, en materia de información societaria; pero no a una tutela penal específica. Y se recurre a fijar penales comunes (artts 518, 519 y 520 CSC). En realidad, aunque estos preceptos hablan del “derecho a la información, sólo el art 519, se refiere a la información falsa o mejor literalmente como dice “prestación de información contraria a la verdad”..., a diferencia de otras legislaciones (por ej. La alemana, art 264 a Código Penal). Pues el precepto portugués determina como objeto de regulación jurídica no la falsificación de la información financiera en si misma. El tipo penal tiene claramente un ámbito más limitado. La ley portuguesa no ofrece una tutela jurídico-penal directa y autónoma sobre la información financiera de las sociedades de valores que cotizan en los mercados regulados. No existe en el sistema jurídico-constitucional portugués obligaciones expresas de penalización. El derecho penal en por su naturaleza doblemente fragmentario, se tutela ciertos bienes jurídicos, y se tutela esos bienes jurídicos adecuándolos a criterios de necesidad, y proporcionalidad en la intervención penal (art 18 nº2 CRP⁹⁴).

⁹³LACERDA COSTA PINTO F, op.cit(*falsificação de informação financeira*), pág 124. También ROCHA Rafaela *Fiscalização do cumprimento de normas contabilísticas e dos princípios da qualidade de informação* (art 7 do código valores mobiliarios infomacão nº de/2001/290 15 junio 2001.

⁹⁴AIRES DE SOUSA Susana. *Direito Penal das sociedades comerciais*. Anal o benn jurídico in RPCC 12 2002 pág 49.

Comprobado la respuesta penal de los intereses en juego, y la necesidad de sanción. Debe preceder un análisis crítico en función de criterios de eficacia substantiva procesa para evitar la creación de soluciones penales simbólicas e ineficientes o con efectos negativos.

¿Cuáles serían las soluciones penales vigentes en el sistema portugués?, se cuenta con el delito de informaciones falsas previsto en el art 519 CSC; pero no equivalente a la amplitud de previsión y gravedad en la sanción de otros perceptos equivalentes en el derecho comparado (Vgr, Suiza, Alemania, Italia, etc) a pesar de ello la falsificación de información financiera de las sociedades de emisión de valores en mercados regulados puede, (en un ejercicio de interpretación extensiva) incluirse en el citado art 519 en la medida que se trate de información dolosa, no verdadera y legalmente obligatoria⁹⁵.

La solución habitual en el Derecho portugués es que al no existir normas penales específicas sobre falsificación de información societaria, se invocan los tipos penales generales de falsificación de documentos (art. 256 Código penal) de estafa (art. 217, 218 c penal), es más en el caso, las sociedades de valores, que negocian en los mercados regulados, puede aplicarse el delito de manipulación del mercado por vía de las informaciones falsas (art 379 nº1 CdVM). En suma las sanciones penales tradicionales por su estructura, finalidad, y por las penas que tipifican, no ofrecen una alternativa consistente a una “penalidad autónoma” que prevea la falsificación de información financiera. Queda por saber si más allá del merecimiento de la sanción, la vía “penal” es la que mejor ofrece una mejor protección la vía de la sanción administrativa. Así ya hemos visto más arriba que el CdVM, en su art 7 exige un contenido mínimo en la información de valores que cotizan en los mercados regulados, y si se infringe por los sujetos activos, se incurre en la responsabilidad administrativa del art 389 CdVM. Ya que la “información” tiene que ser completa, verdadera, actual clara objetiva y lícita, siempre se que sea susceptible de influenciar las decisiones de los inversores deba ser presentada a las entidades de supervisión o a las entidades gestoras (art 7 nº1).

En la opinión de ROCHA R. y LA CERDA COSTA PINTO. Una solución consistiría en afirmar que la manipulación de la información tendrá relevancia, en la medida que es enviada a las entidades gestoras o a la CMVM, caso que su infracción estaría prevista en el art 389 nº 3 b) CDVM. Por el contrario una divulgación de información financiera a los inversores con violación de los parámetros exigidos por el art 7, podría ser considerado contravención autónoma menos grave (art. 400 al a) do CdMV. Se puede criticar que existe una “asimetría axiológica” y que tal “ilícito debería ser calificado como “muy grave⁹⁶”.

⁹⁵LACERDA COSTA PINTO F, op.cit. (falsificação de informação financeira nas sociedades abertas) pág 127.

⁹⁶ROCHA RAFAELA. *Fiscalização do cumprimento de normas contabilísticas e do princípios da qualidade de informação* art 7 do Código de Valores Mobiliários, Informação nº de /2001290 de 15 de

Finalmente si la información no describe de forma exacta la situación patrimonial-financiera de los resultados de la sociedad; aún así puede motivar una obligación de publicación de informaciones complementarias por la CMVM. Ello puede derivar en una tutela penal por vía de lo dispuesto en el art 381 n1 CdVM. Y si bien es cierto que esas normas no se destinan a tutelar la información financiera en sí misma, nada impide que sean usadas para reforzar la protección sancionatoria del CdVM, (ciertamente insuficiente) a la hora de proteger a los inversores, accionistas y al mercado “en general”⁹⁷.

2.5 Síntesis conclusiva

La generalidad de los sistemas jurídicos en la Europa Continental tienen reglas especiales de naturaleza penal para las falsificaciones y la desaparición/ocultación de información económico financiera. Se acude al tipo específico (por ejemplo, como en España 282 bis. Estafa de inversión). Además las sanciones penales en la Europa continental (Italia, Alemania, Suiza etc) lo estructuran como delitos de peligro abstracto/concreto. En el caso de la falsificación de la información, el núcleo de la ilicitud, de hecho se centra en la disconformidad de la información con la realidad que describe, y en la “idoneidad” lesiva de esa información así divulgada. En el caso del tipo de “estafa” (en concreto) se hace depender (como en el caso de Italia art 173 bis- no tanto de España art 282 bis) de la idoneidad para provocar el engaño a los inversores.

En cambio en el sistema Portugués sancionatorio no existe propiamente una laguna de ley sino una regulación menos exigente, en comparación con las soluciones vigentes en el Derecho comparado. En verdad, la falsificación de la información en las sociedades de valores, y la manipulación de la información pueden ser reconducidas bien a diversas normas civiles, o bien a otro tipo de infracciones (administrativo civil).

Así puede reconducirse al delito de informaciones falsas (art 519 CSC; puede ser encuadrado como fraude fiscal (art 103 y 104 del Régimen general de infracciones tributaria. Pero también pueden invocarse los tipos penales generales de la “falsificación de documentos (art 256 C.penal) de estafa (art 217, 218 C, penal) de falsedad art 224, o de administración desleal (art 235 incluso, cabría en el caso de las sociedades cotizadas en mercados de valores, ponderar la aplicación de un tipo penal al supuesto de manipulación de mercado, por la vía de las informaciones falsas (art 379 n°1 Cd VM).

junio de 2001 pág 8. LACERDA COSTA PINTO F, *op.cit* (falsificação de informação financeira nas sociedades abertas) pág 130.

⁹⁷ROCHA RAFAELA, *op.cit* (Fiscalização do cumprimento de normas contabilísticas)págs. 5-7 y también LACERDA COSTA PINTO F, *op.cit* (falsificação de informação financeira nas sociedades abertas) pág s. 130-131.

De hecho, el profesor LACERDA COSTA PINTO aboga por una reforma legislativa similar a la regulación del derecho comparado. Así corregiría la limitación de art 519 CSC (SUPRA VISTO)- delito de la información falsas-creando un delito autónomo de falsificación de información económico-financiera en los mercados regulados, dejando los demás supuestos en el tipo general de las informaciones falsas del reiterado 519. Así mismo, se reformularía el art 389 n°1 CdMV, tipificándose una nueva infracción “muy grave” relativa a la falsificación de información de sociedades de valores en los mercados regulados. También en esta línea reformista debería introducirse en el código de Valores Mobiliarios dos nuevos delitos que contemplasen los hechos más dañosos relacionados con “la manipulación de la información” jurídico-económico de la sociedad con activos admitidos a la cotización en los mercados regulados, y por otra parte el delito referido a la destrucción y ocultación de la información⁹⁸.

Además sería los sujetos activos. Aquellos profesionales con poderes de representación legal (de iure y de factos); incluyéndose a los que participan en los órganos de administración y de fiscalización de la sociedad, inclusive los “auditores externos sujeto material sería la de falsificación de los documentos económicos/financieros descritos de forma amplia, incluyendo no sólo la información obligatoria; sino también la facultativa, la información contable y toda aquella que tuviese relación con aspectos económicos financieros⁹⁹.

El delito debería ser construido como un tipo de peligro abstracto 38, con una pena de hasta 6 años para los casos dolosos, y 3 años para los casos negligentes.

Finalmente, un aspecto interesante que comenta el profesor LACERDA COSTA PINTO, en esta regulación de pege-ferenda, es que teniendo en cuenta los márgenes de tolerancia propios de los criterios de auditoría financiera, y la posibilidad de existencia del “error” sin gran relevancia material, debería ser establecida una “cláusula de no punibilidad” que contemplase las situaciones de menor gravedad¹⁰⁰.

Esta clausula no debería ser construida con criterios cuantitativos, sino cualitativos en sintonía con las normas internacionales de contabilidad. Tales criterios relativos en el fondo a la materialidad subyacente en la información prestada, debería funcionar como un límite a la relevancia jurídica de los hechos, y no como una característica primaria de la información. Significaría esto, que en términos de técnica y jurídica penal, no deberían tales criterios ser seleccionados

⁹⁸LACERDA COSTA PINTO F, *op.cit.* (falsificação de informação financeira nas sociedades abertas) págs. 132-133-134.

⁹⁹Sobre el recurso a los delitos de peligro abstracto en la penalidad económico FIGUEIREDO DIAS, “Para una dogmática do Direito pena secundario”, IDPEE Direito Penal Económico e europeo. Texto doutrinarios vol I Coimbra editora Coimbra 1998,págs. 64 y siguientes.

¹⁰⁰LACERDA COSTA PINTO F, *op.cit.* (falsificação de informação financeira nas sociedades abertas) págs 133-134.

como elementos del tipo del “ilícito” sino, como clausulas de excursión de la punibilidad de un ilícito producido¹⁰¹.

3. Alemania:

“Cualquier persona que, en relación con la venta de valores, derechos preferentes o acciones que garanticen una participación en el resultado de una empresa, o la oferta de aumentar la aportación de capital a dichas participaciones, facilite información errónea favorable u oculte hechos desfavorables en prospectos o en descripciones o resúmenes sobre el estado patrimonial con respecto a circunstancias determinantes para tomar la decisión sobre la adquisición o el aumento de capital a un gran número de personas será condenado a una pena de cárcel no superior a tres años o a una multa.

El apartado 1 se aplica de forma correspondiente si el delito afecta a la participación en un patrimonio que una empresa administra en nombre propio pero por cuenta ajena.

No será condenado de acuerdo con lo establecido en los apartados 1 y 2 quien evite voluntariamente que se realice la aportación de capital derivada de la adquisición o el aumento en cuestión. Si dicha aportación no se realizara sin intervención del autor, este no será condenado si se esforzara voluntaria y activamente por evitar la realización de tal aportación¹⁰²”.

3.1 Generalidades. El estado de la cuestión. Antecedentes

El art. 264a fue introducido en el Código Penal alemán por la 2.^a Ley de Lucha contra los delitos económicos alemana. Hasta entonces no existía un tipo penal similar. La introducción de esta disposición fue fundamentada en el surgimiento de un «mercado gris de capital» paralelo al convencional que presentaba numerosas irregularidades que ya no era posible combatir debidamente con los recursos legales disponibles (Impreso del Bundestag 10/318, 21 y sigs.)¹⁰³.

¹⁰¹Estas propuestas se fundamentan en un estudio realizado por FREIRE Mario “*Ana lise sobre criterios para qualificar error/fraudes nas demonstracoes financeiras sendo materialmente relevantes 2003*”. Recogido y comentado por el profesor LACERDA DA COSTA PINTO F *op.cit* (*falsificação de informação financeira nas sociedades abertas* págs -134-135

¹⁰²ORTIZ NORIEGA J./ LARIOS SANCHEZ C./ PEG ROS J.C./ MONREAL DIAZ A. *Código Penal Alemán StGB. Código Procesal Penal Alemán StPO. (Coord) EIRANOVA ENCINAS E. Marcial Pons, Madrid, 2000. En concreto Art. 264a inversión fraudulenta. págs. 149 y 150(artículo 264a StGB “la estafa de inversión de capital)*

¹⁰³HELLMAN NUWE *Kapitalanlagebetrug* 264 a en NOMOSKOMENTAR. KINDHAUSER/NEUMANN/PAEFFGEN (Hrsg). *Strafgesetzbuch Band 2 Auflage. Nomos 2005. pág. 4770.*

El art. 264a no resuelve los vacíos en el Derecho penal material puesto que existe una tentativa de estafa conforme al art. 263 del Código Penal alemán cuando el autor induce o desea inducir al inversor a realizar una inversión de capital perjudicial para su cartera mediante información favorable errónea o mediante la ocultación de hechos desfavorables. Otros tipos penales y hechos penados con multa protegen de forma directa o indirecta a los inversores privados, tales como la manipulación del mercado conforme al art. 38.1.4, 39.1.1 y 2 junto con el art. 20a de la Ley del Mercado de Valores alemana, inducir a transacciones especulativas conforme el art. 61 junto con el art. 23 de la Ley Bursátil alemana, información errónea y declaraciones inexactas conforme al art. 331 del Código Mercantil alemán y los arts. 399 y 400 de la Ley de Sociedades Anónimas alemana, transacciones de servicios financieros no permitidas conforme al art. 54.1.2.2 de la Ley Bancaria alemana y la publicidad delictiva conforme al art. 16.1 de la Ley de Competencia Desleal alemana (art. 4 de la versión antigua del mismo texto legal). Por otro lado, numerosas disposiciones del Derecho civil y normativas ofrecen protección a los inversores, como el art. 34c.1.1b del Reglamento de actividades industriales alemán (con un hecho penado con multa en el art. 144.1.1h), la Ley de Sociedades de Inversión de Capital alemana en su versión de 09/09/1998 (Boletín Oficial Federal I, 1998, p. 2820), la Ley de Inversiones en el extranjero alemana de 09/09/1998 (Boletín Oficial Federal I, 1998, p. 2820), la Ley de Prospectos alemana de 09/09/1998 (Boletín Oficial Federal I, 1998, p. 2853), así como la «responsabilidad por indicaciones contenidas en prospectos» desarrollada por los tribunales civiles a partir de la figura de la culpa in contrahendo (véase Palandt/Heinrich, art. 276 del Código Civil alemán, punto 23, con documentación abundante de la jurisprudencia). Así pues, la introducción del art. 264a, en contra del punto de vista de los autores del proyecto de la 2.^a Ley de Lucha contra los delitos económicos alemana (Impreso del Bundestag 10/318, 22), no era necesaria para asegurar el funcionamiento del mercado de capitales¹⁰⁴.

El verdadero motivo de la introducción del art. 264a radica, al igual que con los arts. 264 y 265b de formulación similar, en la eliminación de dificultades para la presentación de pruebas, las cuales surgen a menudo a la hora de demostrar el cumplimiento de los supuestos del delito de estafa general. En especial, la determinación de los daños y perjuicios suele plantear problemas particulares, dado que el cálculo del valor de la inversión en el momento de la disposición de los activos inducida por estafa no se realiza frecuentemente dentro del procedimiento penal hasta años después de la adquisición. A esto se añade que, entre otras cosas, no es posible rebatir el argumento del acusado de que estaba convencido del valor intrínseco de la inversión a pesar de que la información facilitada fuera errónea, por lo que no se podría demostrar el ánimo de perjudicar. Con todo, se trataría únicamente de dificultades probatorias que podrían darse de forma similar en otros supuestos de estafa. Por otra parte,

¹⁰⁴HELLMANN UWE op. cit. (*Kapitalanlagebetrug*, 264 a).pág. 4771. También HELLMANN/BECKEMPR WIRTSCHAFTSSTRAFRECHT. Rn 362 FF.

resulta como mínimo cuestionable que el art. 264a efectivamente evite los mencionados problemas probatorios. Teniendo en cuenta que la información errónea debe ser favorable al defraudador o los hechos ocultados desfavorables para el defraudado, la disposición no exime en modo alguno al juez de su responsabilidad de corroborar el valor de la inversión en el momento del delito, y el autor puede defenderse de la acusación de estafa de inversión de capital alegando que consideraba que la información era correcta. En conclusión, no existe un fundamento convincente para la introducción del art. 264a, ya que según la redacción correspondiente el bien protegido de la estafa de inversión de capital, es decir, los activos, coincide con el del art. 263 del Código Penal alemán, y el art. 264a, a diferencia de la creencia predominante, no protege también el funcionamiento del mercado de capitales¹⁰⁵.

En cuanto al punto referido a la prueba de la causalidad y adopción de reglas temporales derivadas de fundamentos especiales de responsabilidad del derecho del mercado de capitales. Por principio, y también cuando se trata del fundamento para la reclamación tratada aquí, es el damnificado quien tiene el deber de aportar las pruebas completas de todas las características que fundamentan la responsabilidad. En este caso resultará siempre complicada la prueba de que la inversión causante de los daños fue adquirida precisamente en virtud de la existencia de una determinada información falsa que haya sido probada.

La presunción de un comportamiento informador correcto no sólo pierde su fuerza cuando el inversor hubiere recibido un prospecto (en su caso acompañado de una confirmación escrita de recepción) y cuando dicho prospecto hubiere contenido una advertencia sobre los riesgos, si la decisión de invertir se basara probada y primordialmente en un asesoramiento personal con todo detalle, en cuyo caso no resulta improbable que el inversor no haya tomado conocimiento del contenido del prospecto. En cambio, corresponde al emisor probar que el inversor era consciente del riesgo o que tomó la decisión de invertir con conocimiento de todos los riesgos, para que pueda rebatir la presunción de la omisión de la decisión de invertir tras haber facilitado una aclaración completa y adecuada. No obstante, corresponde al inversor probar en primer lugar la fecha de la toma de conocimiento del medio para perpetrar los hechos delictivos para que sea posible dar lugar a la presunción.

De acuerdo con la opinión predominante, en un sentido más amplio también los títulos de legitimación cualificados tienen consideración de títulos valores (en el sentido del derecho civil). Para el pagador transmiten una protección de la buena fe de manera que éste podrá pagar con efectos liberatorios no sólo al titular de los derechos indicado en el documento, sino a cualquier portador sin tener ninguna obligación de hacerlo. Este efecto liberatorio atribuye

¹⁰⁵HELLMANN UWE op. cit. (*Kapitalanlagebetrug*, 264 a).pág. 4771. También JAATH in Dünnebie-
FS, S. 583, 592; HWSt-Joecks X 1 Rn 3.

al título su aptitud para cotizar, lo que es una de las funciones principales de los títulos valores. Sin embargo, el derecho garantizado no puede ser reclamado exclusivamente en virtud del documento, ni siquiera cuando el deudor pueda exigir la entrega del documento al efectuar el pago, compárese art. 808 del Código Civil alemán (títulos nominativos con cláusula de portador, los títulos de legitimación innominados tienen el mismo tratamiento).

Por esta razón, el ámbito de aplicación de la norma no debe abarcar tampoco los llamados títulos tradicionales del comercio de mercancías, como por ejemplo los albaranes de entrega y suministro, así como los efectos de pago y créditos a corto plazo como, en concreto, los cheques y letras de cambio. En el caso de los actos de estafa, que se refieren a títulos de estas características, serían exclusivamente de aplicación los artículos 263 y 265b.

Algunos de los reparos manifestados en contra del art. 264a desde el punto de vista del Derecho Constitucional son infundados. Para comenzar, el reparo relacionado con un adelanto inadmisibles de apreciación de la punibilidad a efectos probatorios no procede ya que el autor, al cometer los hechos delictivos, cruza frecuentemente la frontera de la tentativa de estafa punible, de manera que el art. 264a no es más que la introducción de una tentativa de estafa para un delito consumado¹⁰⁶.

Tampoco está justificado el reproche de que utilizar un gran número de conceptos propios de cláusulas generales vulnera el principio jurídico de determinación del art. 103.2 de la Ley Fundamental alemana. Por una parte, las dificultades de interpretación no van más allá del grado «normal» que se da en la interpretación de los elementos constitutivos de los hechos delictivos, máxime cuando se puede recurrir a los principios del Derecho civil relativos a la «responsabilidad por indicaciones contenidas en prospectos». Por otra parte, el art. 264a define incluso los presupuestos de punibilidad en comparación con el art. 263 del Código Penal alemán, también aplicable a estas situaciones.

No obstante, el verdadero objetivo del art. 264a es únicamente proteger la cartera del inversor como bien de derecho individual. En todo caso, el hecho de que el art. 264a proteja también la cartera (activos) de los inversores no se puede cuestionar seriamente.

En cuanto a la denominación «estafa» de inversión y de la clasificación en el párrafo 22 del Código Penal alemán titulada «Estafa y Prevaricación». Aquellos que, además, consideran el funcionamiento del mercado de capitales otro bien protegido por la disposición deducen de una consecuencia secundaria de la defraudación de inversiones un objetivo principal del art. 264a. Básicamente, todo comportamiento engañoso o delictivo que tenga lugar «de forma generalizada» lleva a que se tambalee la confianza en el ámbito de la vida

¹⁰⁶HELLMANN UWE op. cit. (*Kapitalanlagebetrug*, 264 a).pág. 4772.

económica y privada afectado. Por consiguiente, a cada tipo penal se le puede atribuir un carácter (adicional) protector de la confianza. Sin embargo, erigir estos efectos reflejos en objetivo principal del tipo penal no permite avanzar en el debate, ya que cada hecho delictivo en particular (salvo casos extraordinarios) no puede perjudicar en absoluto la confianza de la población general en un segmento determinado de la vida económica¹⁰⁷

3.2 Significado político criminológico y valoración

En general, el significado práctico del Art. 264a en el derecho penal (respecto al significado como ley protectora) con razón se considera bastante reducido. Si bien la Estadística de la Policía Criminal de 2011 indica 6.557 casos de “estafa de participación social e inversión de capitales” (con lo que bajaron respecto a 2010 en aproximadamente un 40%), a la llamada “estafa mediante prospectos” conforme al Art. 264a correspondían 145 casos (2010: 31 casos) registrados bajo la clave 513000; en 2009 incluso fueron sólo 36. Destaca claramente la “estafa de inversiones conforme al Art. 263¹⁰⁸”.

Si partimos de la base de que la tipificación de delitos de acumulación básicamente no es ilegítima, aunque siendo realistas exige el requisito de los futuros efectos de acumulación, la norma resulta dudosa desde el punto de política criminológica. Por una parte faltan evidencias empíricas de los “efectos de arrastre, contagio o en espiral” indicados para legitimar la norma; pero con ello la norma se basa, finalmente, en meras suposiciones. Por otra parte, existen varios argumentos a favor de que la norma apunta hacia una estructura de comunicación que no tiene equivalente en la realidad del negocio de inversión de capitales, lo que por último también podría ser la causa de que la introducción del Art. 264a no haya servido para cerrar las lagunas en materia de protección penal de los inversores: Igual que antes, la instrucción penal no se produce con anterioridad a la producción del siniestro y las condenas se dictan –si se dictan– basadas en el Art. 263 y no en el 264a¹⁰⁹.

De lege lata, las lagunas de la protección penal de los inversores se cierran adecuadamente por otras áreas parciales del ordenamiento jurídico. Sobre todo en el caso de las participaciones extranjeras o en empresas insolventes, la responsabilidad civil derivada del prospecto no puede hacerse efectiva. Las disposiciones del derecho administrativo de supervisión y de la legislación

¹⁰⁷HELLMANN UWE op. cit. (*Kapitalanlagebetrug*, 264 a).pág. 4773.

¹⁰⁸WOLFGANG WOHLERS/TILO MUHLBAUER. *Kapitalanlagebetrug*. 284a. MÜNCHENR KOMMENTAR ZUM STRAFGESETZBUCH BAND N°5 263-358 STGB N2 AVFLAGE VERLAG C.H BECK MÜNCHEN 2014 pg422. Bandredakteure HEFENDEHL ROLLAND/HOHMAN OLAF/2014. Joecks wistra 1986, 142 (143f.); Wormns wistra 1987,242 (245); Jacobi S. 45 ff.; Schlüchter n2. Wkig, 1987, S. 156; w. Schönborn S. n20; Assmann/Schütze/Worms & 8Rn 52 ff. ; NK/Hellmann Rn 3, n9 ; SK/Hoyer/ Rn/n2 ff., 9.10; Achenbach/Ransiek/Joecks X 1 Rn n7 ff. ; Gössel BT/N2& 23 Rn 69;

¹⁰⁹BGH v. 21.101991 – II ZR 204/90, BGHZ 116.7(13) = NJW 1992, 241 (243) mit zust. Anm. Koller, LM 1992, Nr. 38 Bl. N°4 (Bl. 438); OLG Braunschweig v. 23.9.1992 – Ws 48/91. Wistra 1993, 31 (33)mit Bespr. Zielinski wisteria 1993, 6 (n°8); OLG Köln v. 13.4.1999 – n°2 Ws 97 – 98/99, Njw 2000, 598, (599).

especial cubren en cada caso sólo un ámbito parcial. Siempre y cuando el legislador considera procedente una mejora de la protección de los inversores, debería decidir establecer una obligación de derecho civil o administrativo para proceder a un examen del folleto antes de la oferta.

3.3 Elemento objetivo del delito

A) Naturaleza jurídica del delito

El art. 264a contempla, al igual que los arts. 264 (véase punto 11 de ese texto legal) y 265b (véase punto 10 de ese texto legal) del Código Penal alemán, un delito de peligro abstracto. Con todo, esporádicamente el artículo 264a es descrito como un artículo que contempla un delito de daños con base en su (presunto) objetivo protector del mercado de capitales. Los folletos de venta engañosos con fines publicitarios para conseguir inversiones financieras no solo pondrían en peligro la confianza en el mercado de capitales, sino que contravendrían sus condiciones de funcionamiento y, en caso de generalización, perturbarían su funcionamiento; asimismo, con dicho folleto de venta el autor haría un uso indebido de un instrumento comercial reglamentariamente protegido e incumpliría el deber de información extrajudicial.

A pesar de ello, el incumplimiento de las «condiciones de funcionamiento» del mercado de capitales o de un «deber de información» no ha de equipararse a una violación de derechos. La perturbación del funcionamiento del mercado de capitales no es un elemento constitutivo del delito recogido en el art. 264a; si así fuere, el tipo delictivo en cuestión no tendría un ámbito de aplicación o este sería muy limitado, puesto que es algo excepcional que un delito aislado pueda perjudicar el funcionamiento del mercado de capitales. La «generalización» de estafas de inversión de capital no se puede atribuir, por lo tanto, a ese único autor dado que este solamente es responsable del delito que ha cometido¹¹⁰.

Siguiendo la doctrina general, en el Art. 264a se trata de un delito abstracto contra el patrimonio en la antesala de una estafa¹¹¹.

En tal sentido se creó un tipo de delito reducido al mero engaño que no exige ni un error del inversor ni acto dispositivo o un daño patrimonial¹¹².

Asimismo, el legislador se ha percatado que las dificultades en la aplicación del Art. 263 por si solas no son suficientes para legitimar la

¹¹⁰HELLMANN UWE op. cit. (*Kapitalanlagebetrug*, 264 a).pág. 4773.

¹¹¹ OLG Hamm V 11.7.1990 – 25 u 215/98, zip 1990, 1331 (1333); Geerds S. 204 ft. (202); vgl. auchBottke Wistra 199, 1.

¹¹² WOLFGANG WOHLERS/TILO MUHLBAUER. *Kapitalanlagebetrug*. 284a. MÜNCHENR KOMMENTAR ZUM STRAFGESETZBUCH BAND N°5 263-358 STGB N2 AVFLAGE VERLAG C.H BECK MUNCHEN 2014. Bandredaktore HEFENDEHL ROLLAND/HOHMAN OLAF/2014. pág423 Y 424. Vgl. BT-Drucks N10 – 318 S. 22.

introducción de un tipo de delito reducido por las características de los tipos de delitos que resultan ser problemáticos cuando se trata de la aplicación práctica. No obstante, en los comportamientos tipificados en el Art. 264a se trataría de una injusticia que merece ser penalizada: “La lucha contra el intento de incentivar a terceros a invertir su dinero al facilitarles datos engañosos no sólo sirve para proteger el patrimonio individual. Tales comportamientos, cuando se producen de forma en cierta manera masiva, sirven más bien para erosionar la confianza en el mercado de capitales y poner así en riesgo el buen funcionamiento de un ámbito esencial del orden económico vigente. Que se haya excluido el engaño individual evidencia que con el borrador se pretende la protección de este bien jurídico supraindividual”¹¹³.

B) Bien jurídico protegido

El bien jurídico protegido por la norma es discutido. A los defensores de la protección exclusiva de los intereses patrimoniales de las inversiones potenciales de capitales se enfrentan los tribunales y autores que consideran que los intereses colectivos están al menos coprotegidos o protegidos de forma preferente o que sólo tienen por objetivo la protección de los bienes supraindividuales¹¹⁴.

No obstante, debe tenerse en cuenta que en las fuentes también se identifica la protección de la institución del mercado de capitales como el verdadero bien a proteger¹¹⁵.

Consecuentemente, también desde el punto de vista de su configuración, la norma no está orientada hacia la protección de los intereses individuales de los inversores. Si la norma no se orientara hacia la protección de los inversores individuales, sería un contrasentido perseguir las estafas sólo cuando tienen lugar frente a un círculo mayor de personas. Del mismo modo resultaría dudoso que se renunciara al error individual. En cambio, resulta decisivo que el legislador no concede a los demás titulares de patrimonio –y tampoco a los mismos titulares de patrimonio en aquellos supuestos en los que no se trata de una operación de inversión de capitales y a los que sea de aplicación del Art. 264a- ninguna protección penal del patrimonio anticipada al ámbito de los meros engaños¹¹⁶.

Dado que el legislador tiene que aceptar su sujeción a los criterios establecidos por él mismo, un tratamiento especial puntual de determinados inversores de capital reventaría las estructuras básicas del sistema general de la protección penal del patrimonio, de modo que –ya sólo bajo el aspecto de la protección patrimonial- un trato desigual objetivamente arbitrario no estaría en

¹¹³Achenbach NJW 1986, 1835 (1839); Otto WM 1988, 729 (736); Weber NSTZ 1986, 481 (486).

¹¹⁴*Kapitalmarktschutz bei Täuschungshandlungen gegenüber dem Markt seien in* & n°20 a Wphg erfasst.

¹¹⁵*So aber möglicherweise BGH v.29.5.2000 II ZR 280/98, WM 2000, 1503 (1505).*

¹¹⁶Vgl. BGH v. 19.7.2004-II ZR 217/03, BGHZ 160, 134 = NJW 2004, 2668 mwN, wo aus denselben Erwägungen eine Schutzgesetzeigenschaft des & n15 WpHG.

concordancia con el Art. 3 de la Ley Fundamental alemana. Por esta razón, la protección de los inversores individuales alcanzada mediante el procedimiento contra la estafa en la inversión de capitales constituye un mero reflejo protector. La anticipación de la punibilidad, más amplia que en el Art. 263, con renuncia al error individual y al daño individual, no se puede legitimar ni por medio del interés individual en la protección del propio patrimonio ni por medio de la protección de la libertad de disposición¹¹⁷.

De acuerdo con la idea del bien jurídico defendida aquí, el Art. 264a tampoco podrá ser reconocido como 1 Ley Protectora en el sentido del Art. 823 párrafo 2 del Código Civil alemán. De acuerdo con la jurisprudencia del Tribunal Supremo Federal de Causas Civiles no se trata en su caso del efecto indirecto de una norma jurídica, sino más bien de si conforme a su contenido y su objeto perseguidos por el legislador al aprobar la norma, se ha pretendido o al menos participado en la pretensión de establecer una protección jurídica a favor de personas individuales o determinados círculos de personas¹¹⁸.

Es discutido en qué consiste el interés supraindividual protegido por el art. 264a. En parte se defiende la opinión que la norma protegería la “confianza” del público en general o de los inversores en el mercado de capitales. De acuerdo con otros autores se trataría del “funcionamiento” del mercado de capitales como institución, un requisito decisivo para el desarrollo y el aprovechamiento de las fuerzas productivas de la economía¹¹⁹.

Contra el bien jurídico de la “confianza (del público en general) en la honradez y/o el buen funcionamiento del mercado de capitales” hablan ya sólo las dificultades profundas que surgen cuando se buscan los criterios que permitan decidir si la “confianza” en algo ha sido perjudicada por un determinado acto de una manera penalmente relevante. No obstante, es decisivo que en la causa misma no se trata tanto de proteger la confianza como tal, sino de proteger la confianza “en” algo. Concretamente, se trata de la protección de determinados procesos de actuaciones que dependen en su funcionamiento de la confianza anticipada por parte de las personas actoras. Pero con ello la garantía de la confianza en el mercado de capitales no es otro recurso que el de la protección del bien jurídico: el buen funcionamiento del mercado de inversión de capitales como institución¹²⁰.

¹¹⁷Wgl. BGH v. 21.10.1991-II ZR 204/90, BGHZ 116.7 (13)=NJW 1992/241 (243).

¹¹⁸Zur Beeinträchtigungsfähigkeit als Voraussetzung eines strafrechtlich relevanten Rechtsgutes vgl. Wohlers S.223

¹¹⁹WOLFGANG WOHLERS/TILO MUHLBAUER. *Kapitalanlagebetrug*. 284a. MÜNCHENR KOMMENTAR ZUM STRAFGESETZBUCH BAND N°5 263-358 STGB N2 AVFLAGE VERLAG C.H BECK MUNCHEN 2014. Bandredaktore HEFENDEHL ROLLAND/HOHHMAN OLAF/2014. pág425Vgl. Aber auch Geerds S. 202f.

¹²⁰Lüderssen ZStW 107 (1995), 877 (900); Wohlers S. 174 f.; Zaczyk S. 113 (126 f.); Otto, FS P Feiffer, S. 69 (82 f); vgl. Auch die Fälle “Prior”, LG Frankfurt a.M.v. 9.11.1999-5/2 Kls 92 Js 231 402-98, NJW 2000, 301 (hierzu Petersen wistra 1999, 328).

C) Elemento objetivo del delito

En el art. 264a.1 se considera como hecho punible un acto de engaño concretado con más detalle. El reglamento distingue entre la aportación de información errónea favorable y la ocultación de hechos desfavorables. Sin embargo, la segunda alternativa no presenta un ámbito de aplicación independiente puesto que ambas situaciones constituirían un engaño por acción: en el caso de la primera sería un engaño expreso y en el de la segunda un engaño tácito (para más información, véase el punto 31 y sigs.)¹²¹.

Es motivo de controversia sobre si las opciones y los futuros se incluyen dentro del concepto de los derechos preferentes. Algunos los excluyen en general del ámbito de aplicación del art. 264a ya que, como operaciones especulativas, se deberían incluir exclusivamente en el art. 89 especial de la Ley bursátil alemana (actual art. 61 junto con el art. 23 de la Ley bursátil alemana en su nueva versión, o bien estas operaciones no formarían parte de los objetos de inversión protegidos por el art. 264a. El parecer contrario aplica el art. 264a a todos los futuros (y opciones) (LK-Tiedemann, renunciando al punto de vista que defiende en JZ 1986, 865, 873) o a futuros sobre materias primas «administrados por fondos». Parece acertada una interpretación diferenciadora que tiene en cuenta la finalidad de la inclusión de los derechos preferentes en la figura del art. 264a, concretamente la equiparación con los valores y acciones. Los futuros de valores y las opciones sobre valores se corresponden con las operaciones con valores, de forma que el art. 264a sería aplicable a estas. Los futuros de materias primas y las opciones sobre materias primas, en cambio, no pertenecen a los valores ni garantizan la participación en el resultado de una empresa, por lo que no se deben equiparar a los demás objetos de inversión¹²².

Por otra parte, el concepto de empresa del apartado 2 del art. 264a no es idéntico al del apartado 1, pues hace referencia a la empresa del administrador o fideicomisario, aunque este haya asumido la administración de activos compuestos por participaciones en otras empresas (Impreso del Bundestag 10/318, 22). Los bienes en fideicomiso pueden existir en forma de activos adquiridos con los recursos aportados por los inversores, pero también en forma de derechos en virtud de los cuales se accede a una participación en el resultado de otra empresa.

D) Conducta típica del delito

El delito de estafa de inversión de capital consiste específicamente en el engaño de los inversores potenciales. Además de las limitaciones ya mencionadas a determinados objetos de inversión y medios utilizados para cometer el delito, el art. 264a recoge otros requisitos para que el hecho cometido se considere estafa: debe referirse a hechos falsos favorables o desfavorables que

¹²¹HELLMANN UWE op. cit. (*Kapitalanlagebetrug*, 264 a).pág. 4774.

¹²²HELLMANN UWE op. cit. (*Kapitalanlagebetrug*, 264 a).pág. 4775.

resulten determinantes para tomar la decisión de invertir y estar relacionado con la venta de los mencionados objetos de inversión o con la oferta de aumentar la aportación con respecto a un gran número de personas¹²³.

En cuanto al aspecto referido a la aportación de información errónea favorable y ocultación de hechos desfavorables con fines fraudulentos diremos lo siguiente: Según el parecer mayoritario, el artículo 264a.1 describe dos delitos distintos, a saber: la aportación de información errónea favorable y la ocultación de hechos desfavorables.

La aportación de información errónea favorable consistiría en un delito de acción, mientras que la ocultación de hechos desfavorables constituiría un auténtico delito de omisión cuya punibilidad se determina, con independencia de los deberes de divulgación y colaboración extrajudiciales (Impreso del Bundestag 10/318, 24), a partir de deberes que resultan de la propia figura de estafa de inversión de capital. Otra diferencia consiste en que la alternativa de ocultación es la única que se refiere exclusivamente a hechos; la información errónea, en cambio, también podría concernir a valoraciones y previsiones. No obstante, un análisis más detallado demuestra que ambas afirmaciones son inciertas.

Asimismo, de la conclusión de que la alternativa de ocultación (a pesar de su texto aparentemente contradictorio) consiste en un delito de acción (punto 34) se deriva que el debate en torno a los deberes de divulgación y colaboración extrajudiciales (supuestamente necesarios) está obsoleto. Quien utilice un folleto o similar en relación con la venta de un objeto de inversión de capital debe aportar información completa y exacta, es decir, presentar los hechos relevantes favorables y al mismo tiempo mencionar los hechos desfavorables. Por lo tanto, no existe el requisito específico de deducir y fundamentar un deber de información. Otra cuestión es si el delito del art. 264a puede ser también cometido como delito (impropio) de omisión y, en ese caso, de dónde se derivaría la posición de garante.

El acto de estafa se consuma cuando se notifica o traslada la información a los destinatarios de los medios publicitarios (SK-Samson/Günther). No se requiere, pues, una toma de conocimiento efectiva por parte de los mismos. El mero traslado o notificación de la información causa la consumación de la estafa de inversión de capital.

Evidentemente, para valorar la corrección de la información aportada ha de atenderse a la ejecución del acto, es decir, a las declaraciones realizadas a los inversores potenciales. Dado que estas deben producirse en relación con la venta o la oferta de incremento, el periodo de tiempo transcurrido desde el inicio de las negociaciones, pasando por la adquisición o el incremento de la aportación, hasta la celebración del contrato es determinante. Si al imprimir el folleto o redactar

¹²³HELLMANN UWE op. cit. .pág. 4777.

los compendios o resúmenes sobre el estado patrimonial, información todavía exacta resultara inexacta debido a un cambio posterior de las circunstancias antes del uso del medio publicitario y, a pesar de ello, el autor utilizara el folleto, el mismo estaría ocultando hechos desfavorables. Los principios anteriores también son aplicables a la información de previsiones y valoraciones. Así, se trata de si los hechos presentados son correctos durante el periodo de uso del medio publicitario. El hecho de que los sucesos pronosticados ocurran posteriormente o de que efectivamente se confirmen los cálculos realizados de cara al futuro es irrelevante (HWSt-Joecks X 1, punto 38). En estos casos el art. 264a es aplicable de forma directa, no requiriéndose la interpretación de un delito impropio de omisión.

Si la información contenida en el medio publicitario resultara inexacta tras la formalización del contrato, quedaría excluida (en contra de una opinión manifestada en la literatura especializada la punibilidad por estafa de inversión de capital por omisión conforme al art. 264a.13 del Código Penal alemán aunque para entonces el inversor todavía no hubiera realizado la aportación convenida porque el art. 264a solo contempla la existencia de engaños «en relación» con la venta o la oferta de incremento de aportaciones. Si ya se hubiera cerrado la operación de inversión, faltaría la necesaria relación temporal con la venta o la oferta de incremento de aportaciones. Lo anterior también se aplica si el anunciante no detecta la inexactitud de la información inicial hasta después de que se ha formalizado el contrato. La punibilidad por estafa de inversión de capital mediante aportación de información errónea desaparece, a falta de dolo, es decir, la comisión del delito mediante ocultación (impropia), a causa de la limitación del ámbito de aplicación del tipo penal.

Puesto que las medidas publicitarias y de comercialización están relacionadas con la venta, es decir, deben referirse factual y temporalmente a una de las inversiones de capital mencionadas en el art. 264.1.1, las comunicaciones generales acerca del objeto, por ejemplo en notas de prensa, suelen ser actos preparativos no punibles, ya que se sitúan en la fase previa a la realización de las auténticas medidas publicitarias y de comercialización.

El art. 264a.1.2 amplía el ámbito de aplicación del delito de estafa de inversión de capital a través de la publicitación de una nueva inversión a la oferta de incremento de una participación ya existente (Impreso del Bundestag 10/318, 24). Aquí también se entiende una medida de obtención de capitales dirigida a una serie de inversores, sobre todo si la oferta debe destinarse a un gran número de personas (punto 52 y sigs.). La oferta no se refiere únicamente a la oferta de contratación en el sentido del art. 145 y sigs. del Código Civil alemán, sino también a la «*invitatio ad offerendum*».

A este respecto, ha de partirse del carácter delictivo de la figura del art. 264a. En cualquier caso, este no depende de la causalidad de la información errónea o incompleta en la que el inversor se basa para tomar posteriormente su

decisión, ya que el tipo está configurado como delito de peligro abstracto que no implica ninguna materialización concreta de un peligro o daño. Además, el engaño debe afectar a un gran número de personas, por lo que la determinación de la causalidad en un caso concreto no necesariamente indica nada sobre la capacidad para influir en otros posibles inversores. Por consiguiente, el elemento constitutivo de la relevancia tampoco puede entenderse en el sentido de la causalidad «hipotética» (en contra de lo que opinan Assmann/Schütze/Worms).

Además, el engaño debe afectar a un gran número de personas, por lo que la determinación de la causalidad en un caso concreto no necesariamente indica nada sobre la capacidad para influir en otros posibles inversores. Por consiguiente, el elemento constitutivo de la relevancia tampoco puede entenderse en el sentido de la causalidad «hipotética».

E) Objeto material del delito: especial atención a los folletos

El concepto del folleto en el sentido del Art. 264a alcanza en primer lugar los prospectos de admisión a Bolsa conforme los artículos 3 y ss., 21 de la WpPG. Todos los demás prospectos en el sentido de esta Ley, así como los prospectos de venta conforme al artículo 6 de la VermAnlG en unión con el VermVerkProspV. Además alcanza cualquier documento que para los fines de la información y publicidad para la evaluación de la inversión contenga datos relevantes o al menos trata de dar esta impresión¹²⁴.

Según la opinión predominante, los datos referidos a este aspecto deben transmitir la pretensión de integridad¹²⁵. A este argumento se puede oponer la advertencia de que los datos facilitados en el prospecto no tienen la función de ser completos, dado que para el inversor deben ser abarcables¹²⁶.

De acuerdo con ello, debe ser suficiente (pero también necesario) que se comunique la información relevante y que en el mercado de inversión constituya típicamente una base suficiente para tomar la decisión de adquisición, lo que también es identificable como objetivo. Lo anterior es cierto, pero tampoco es ninguna contradicción, ya que no es evidente que con la exigencia de la integridad por parte del representante de la opinión predominante se haga referencia a otra cosa. Lo que típicamente constituye una base suficiente para la decisión de inversión tiene que describirse de forma completa. Por supuesto, un

¹²⁴WOLFGANG WOHLERS/TILO MUHLBAUER. *Kapitalanlagebetrug*. 284a. MÜNCHENR KOMMENTAR ZUM STRAFGESETZBUCH BAND N°5 263-358 STGB N2 AVFLAGE VERLAG C.H BECK MUNCHEN 2014. Bandredaktüre HEFENDEHL ROLLAND/HOHMAN OLAF/2014. pág428Vgl. Aber auch Geerds S. 202f.

¹²⁵JACOBI S. 54 Fn 128; v.Schönborn S.21/22; Anw-StGB/Gercke Rn8.

¹²⁶WOLFGANG WOHLERS/TILO MUHLBAUER. *Kapitalanlagebetrug*. 284a. MÜNCHENR KOMMENTAR ZUM STRAFGESETZBUCH BAND N°5 263-358 STGB N2 AVFLAGE VERLAG C.H BECK MUNCHEN 2014. Bandredaktüre HEFENDEHL ROLLAND/HOHMAN OLAF/2014. pág437. Vgl. Aber auch Geerds S. 202f.

documento no tiene que ser una recopilación de fundamentos sociales, económicos y jurídicos del mercado de inversión de capitales para poder servir como prospecto. Sólo que la advertencia de la opinión predominante se refiere a los datos suficientes sobre el objeto de inversión concreto, y que en caso de una información con lagunas no se trataría de ningún prospecto.

Ya sólo por esta razón no resulta ser concluyente la alegación de que así se permitiría al vendedor excluir su punibilidad con documentos incompletos. Si aún no existe ningún prospecto en el sentido descrito, la decisión de inversión no podrá apoyarse de forma plausible en el documento. Se trata exclusivamente de aquellos casos en los que falta de forma evidente la información completa, lo que haría desaparecer la punibilidad del comportamiento.

Lo mismo será de aplicación si el autor de los hechos no hubiere reconocido como tal su obligación de informar ni siquiera en forma de una “valoración paralela en el ámbito de los legos”. En virtud de la jurisprudencia dictada desde 2008 por el Tribunal Supremo Federal sobre errores en los prospectos mediante las llamadas comisiones internas encubiertas en los fondos de cine e inversiones, los tribunales de instancia corregían la opinión predominante hasta la fecha en el sentido de que no se trataría de circunstancias que exigen una aclaración debido a la falta de relevancia para la decisión de inversión –en caso de que las comisiones incrementadas se pudieran financiar con cargo a otros “gastos blandos” sin tocar la suma de inversión-. Desde entonces, los hechos objetivos del Art. 264a se consideran cumplidos. Lo mismo es de aplicación a la cuestión de si el entrelazamiento entre la GmbH & Co. KG [S.L. & Cía. S. en Comandita] –que capta a los inversores– y la GmbH [S.L.] colectiva también estarían sujetas a publicidad si las ventajas otorgadas a la socia colectiva se han descrito acertadamente en el prospecto.

No obstante, para los períodos de comisión de los delitos anteriores al dictado de las sentencias del más alto tribunal no se puede verificar la existencia de dolo del autor respecto a la relevancia para la decisión de inversión o la existencia de un error en cuanto al hecho probado si el autor se movía con su información en la línea de la jurisprudencia de instancia vigente hasta la fecha.

Los indicios sobre el tipo de circunstancias a considerar relevantes para la inversión se desprenden de la legislación reguladora del mercado de capitales y de otras disposiciones legales (especialmente relativas a las obligaciones de folleto y los contenidos necesarios de los folletos, compárese con la WpPG y VermAnlG las notas marginales 23 y ss., 78 y el reglamento VermVerkProsV, de la jurisprudencia de lo civil sobre la responsabilidad derivada del folleto y los contenidos mínimos de los catálogos especializados y listados de comprobación desarrollados en el marco de la práctica diaria de la asesoría para inversiones¹²⁷.

¹²⁷WOLFGANG WOHLERS/TILO MUHLBAUER. *Kapitalanlagebetrug*. 284a. MÜNCHENR KOMMENTAR ZUM STRAFGESETZBUCH BAND N°5 263-358 STGB N2 AVFLAGE VERLAG C.H BECK MUNCHEN 2014. Bandredaktüre HEFENDEHL ROLLAND/HOHMAN OLAF/2014. pág446

Cuando se dice que simples papeletas publicitarias o anuncios no constituyen prospectos (y en este sentido también la edición previa), puede que esta afirmación sea criticable si no se definen estos términos, ya que en un caso concreto es perfectamente pensable que estas formas de publicación tengan una calidad suficiente. No es de ayuda la nominación de medios publicitarios típicamente insuficientes (por ejemplo, en muchas ocasiones se mencionan también los folletos informativos), dado que al final depende del contenido concreto, es decir, de si un modelo de inversión sólo se describe a grandes rasgos (por ejemplo para despertar un interés) o si se pretende dar la impresión –también por medio de la forma de presentación- que del documento se puedan extraer circunstancias suficientes para la toma de una decisión para la adquisición.

Este hecho tampoco se verá modificado mediante la indicación de poder encontrar más datos en otro prospecto o por medio del ofrecimiento de poder solicitar más información o el envío de documentación. Lo que sí parece defendible es considerar la presentación de un medio publicitario (o de otra documentación o, en su caso, de diferentes documentos) al ofrecer inmediatamente la posibilidad de la firma del contrato o de considerar la solicitud para ello como declaración de aquel que la emplea en el sentido de haber facilitado todos los datos necesarios para evaluar la inversión. Conforme al art. 13 de la Ley sobre Inversión de Activos [VermAnlG] las hojas informativas sobre inversiones en activos seguramente siempre están contempladas.

F) Sujetos activos del delito

Por ejemplo, en el marco de las negociaciones de adhesión, el socio fundador responderá en un sentido más amplio conforme a los principios de la responsabilidad derivada del prospecto por la lesión culposa de las obligaciones de información, especialmente también por los errores en el prospecto si el prospecto fuere utilizado durante las negociaciones de adhesión. Por el Art. 278 del Código Civil alemán la responsabilidad se extiende al comportamiento indebido de personas facultadas para la firma del contrato de adhesión.⁵⁷ En cambio, el Art. 264a no establece ningún delito especial; sino por principio alcanza a todo aquel que facilitare datos falsos en relación con la venta de inversiones de capital, a la vez que, por supuesto, tiene que estar justificada la atribución de la responsabilidad como autor siguiendo criterios penales (compárese nota marginal 97 ss.), de modo que los círculos de destinatarios tienen que ser bastante congruentes con la responsabilidad derivada del prospecto. Pero también cabe una responsabilidad conforme al Art. 823 párrafo 2 del Código Civil alemán para partícipes de un acto delictivo. Conforme al Art. 830 párrafo 2 del Código Civil alemán, en el derecho de los actos ilícitos los instigadores y auxiliares de ejecución son equiparados a los coautores. En la

Möhrenschlager Wistra 1982,201 (206) LK Tiedemann/Vogel Rn 78.

medida que resulte evidente, no existe jurisprudencia ni sobre la responsabilidad derivada del prospecto ni sobre el Art. 823 párrafo 2 del Código Civil alemán en unión con el Art. 264a, por la que se plantea como problemática la obligación de tales personas al pago de daños y perjuicios. No obstante, en esta última situación indicada de derechos sí cabe esta posibilidad, por ejemplo, también cuando una persona pueda ser hecha responsable si sólo intervino en la producción o la distribución de medios para cometer los delitos, por ejemplo mediante la maquetación de los prospectos con datos de los que conocía su falsedad, o cuando esta persona introduce tales prospectos en los buzones o los expone en entidades de crédito.

En el marco del art. 264a del Código penal alemán, una posible causa de los hechos incorrectos u ocultados en los que se haya incurrido para provocar la decisión de invertir ya pertenece a la característica de “perjudicial” o “considerable” (compárese nota marginal 40 ss.). De este precepto la jurisprudencia de lo civil extrae un poco precipitadamente la conclusión de que en caso de la afirmación del Art. 264a del Código Penal –al igual que en el caso de la responsabilidad por el folleto- se estaría ante la suposición de un comportamiento “adecuado al asesoramiento” o “correcto en cuanto a la información”, que pesaría tanto más y sería tanto más difícilmente rebatible cuanto más se alejan de la realidad las circunstancias representadas por el medio para la comisión del delito¹²⁸.

Si se entiende el art. 264a como delito contra la libertad de disposición referida a las inversiones de capital, resulta consecuente suponer en el caso de su realización que el riesgo jurídico colectivo de la eficacia de la colocación se ha manifestado por parte del destinatario individual de la declaración para provocar una decisión (irracional) a favor de la inversión¹²⁹.

En primer lugar resulta llamativo que por medio del art. 264a cabe una ampliación de las personas responsables. En un sentido más estricto, la responsabilidad por los folletos conforme al Derecho Civil alcanza a las personas en las que el público pone una confianza tipificada en virtud de su posición dentro o en relación con la sociedad que se publicita o en virtud de su intervención en el diseño del modelo de inversión. Aquí se trata no sólo del editor del prospecto, sino también de los fundadores, los promotores y los planificadores de la sociedad, siempre que formen parte de la dirección o dominen a ésta, y, además, de todas aquellas personas que –a modo de los llamados “hombres en la sombra”- están detrás de la sociedad y que ejercen una

¹²⁸WOLFGANG WOHLERS/TILO MUHLBAUER. *Kapitalanlagebetrug*. 284a. MÜNCHENR KOMMENTAR ZUM STRAFGESETZBUCH BAND N°5 263-358 STGB N2 AVFLAGE VERLAG C.H BECK MUNCHEN 2014. Bandredaktore HEFENDEHL ROLLAND/HOHMAN OLAF/2014. pág452

Vgl. Aber auch Geerds S. 202f.

¹²⁹Vgl. Beispielsweise die “Grundsätze ordnungsgemäß Durchführung von Prospektprüfungen”, veröffentlicht vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. in ZIP 1981, 1273 ff; hierzu auch Jacobi S. 223 mwN.

influencia especial sobre su actividad comercial o el diseño del modelo concreto de inversión, por lo que asumen una responsabilidad compartida. Y, finalmente, la jurisprudencia también incluye a aquellas personas que en virtud de su posición profesional o económica privilegiada y generalmente reconocida o como expertos profesionales ocupan una posición de garantes, siempre que intervengan en la confección del prospecto y este hecho sea comunicado cara al público y sirva para crear unos hechos adicionales de confianza.⁵⁶ La responsabilidad por el prospecto en sentido más amplio no parte de esta confianza tipificada, sino del recurso a la confianza personal en el marco de una relación precontractual con el inversor (c.i.c., ahora artículos 280 párrafo 1, 311 párrafo 2 del Código Civil alemán).

Ahora bien, no estaría incluido en esta información sobre las inversiones de capital las cédulas hipotecarias, la prenda inmobiliaria, las cédulas de rentas vitalicias, cédulas marítimas, al igual que certificados que garantizan participaciones en fondos inmobiliarios o las cédulas crediticias negociadas como títulos valores. Se pretende conseguir que el término de títulos valores recogido en el Art. 264a sea definido independientemente teniendo en cuenta la finalidad protectora de la norma y de limitarlo a “títulos valores del mercado de capitales”, es decir, a documentos sobre derechos que sirvan a la inversión de capitales (y la captación de capitales por el emisor), que no se emitan sólo puntualmente y que sean negociables en mercados de capitales como emisiones masivas y fungibles, (aptos para circular) o negociables según su clase, provistos de protección de la buena fe y que no sean meros documentos probatorios¹³⁰.

Siempre que se sostenga que determinados ejemplos en contra demostrarían que no basta con recurrir a una de las tipificaciones del delito, sino que para la delimitación es preciso el concepto de títulos-valores, son precisamente estos ejemplos en contra que no resultan convincentes. No es comprensible por qué no se deba considerar también autor a quien hace publicidad para la captación de capitales para un proyecto facilitando descripciones incorrectas de un proyecto inmobiliario a la vez que extiende letras de cambio propias con devengo de intereses, ya sólo partiendo de la premisa de abarcar el ámbito en el que el emisor pretende captar capitales y el comprador desea invertir capitales. Los hechos y el objetivo de protección del Art. 264a no exigen una “finalidad del acto”. Todo lo contrario: Con el requisito de una “relación con la distribución” el hecho se centra en el mercado primario (es decir, la “primera emisión”, no en la negociación en el mercado secundario (compárese

¹³⁰WOLFGANG WOHLERS/TILO MUHLBAUER. *Kapitalanlagebetrug*. 284a. MÜNCHENR KOMMENTAR ZUM STRAFGESETZBUCH BAND N°5 263-358 STGB N2 AVFLAGE VERLAG C.H BECK MUNCHEN 2014. Bandedakture HEFENDEHL ROLLAND/HOHMAN OLAF/2014. págs. 455 y 456.

Der in deer Voraufage in Bezug genomene & 30 Abs. 3 nr.2 BörsG aF wurde durch die Neufassung des BörG im Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission v. 16.7.2007 (BGBl 2007 I S. 1325) geändert; zur noch frühere Fassung deer && 36, 38 Börs G im Zusammenhang mit & 264a sihe die in der Voraufage genannten Quellen.

nota marginal 91 y también la opinión divergente de TIEDEMANNy VOGEL que en este punto parecen defender un interés reconocible en una inclusión más amplia de lo que acontece en la Bolsa), que por lo demás ya ha sido objeto de esfuerzos por parte del legislador (compárese, por ejemplo, con los artículos 20, 38 y s. de la WpHG).

Lo anterior ya resulta de la inclusión de descripciones o resúmenes de la situación patrimonial como medio para la comisión del delito. No se puede tratar de la situación patrimonial de una opción, sino –y lo que es de gran interés en este contexto- de aquella del emisor o del emisor del valor base. Los objetos de inversión tienen que ser objeto de la venta, pero no de la descripción, del resumen ni del prospecto con datos falsos. Por esta razón no tiene importancia si el objeto de la venta se puede describir de forma definitiva como un medio para cometer el delito, siempre que esto ocurra para otro conjunto de circunstancias relevantes para la inversión. Quien quiera vender una *opción de compra* sobre una acción y presenta al comprador las cuentas anuales incorrectas, cumple los requisitos del Art. 264a, con independencia de si describió en detalle y correctamente la interrelación entre la evolución del valor base y el valor de la opción. Finalmente, los aspectos alegados no sirven en última instancia para la clasificación de la opción como derecho de adquisición, sino tienen que conectar con el requisito de la integridad de la información.

Los autores que quieran limitarse a “la percepción y la comprensión del círculo destinatario de personas” obvian que en el Art. 264a no importa si se trata de un error y, consecuentemente, de la aptitud para inducir a error; asimismo, la declaración se dirige a un círculo de destinatarios relativamente abierto, por lo que tampoco resultaría posible definir la medida objetivamente adecuada.

Finalmente, debe tenerse en cuenta que la aplicación del lenguaje especializado de la economía financiera, la presentación de las cuentas anuales, etc., constituyen medios necesarios y adecuados para describir la situación de una empresa, por lo que su utilización tampoco se podrá considerar ilícita si los inversores con escasos conocimientos en la materia llegan a conclusiones erróneas a pesar de recibir información objetivamente correcta.

Una inexactitud debe suponerse cuando los hechos o premisas en los que se basa una valoración resulten ser inaceptadas. En el caso de la información sobre oportunidades y riesgos de una inversión de capital, la inexactitud puede derivarse del uso de “números de aceptación” exagerados (expectativa de números de clientes de un proyecto fundamental de una empresa). Pero la inexactitud también puede resultar de no haber tenido en cuenta factores de pronóstico relevantes. Por ejemplo, es incorrecto un pronóstico sobre atribuciones de pérdidas fiscales si se oculta que el reconocimiento por parte de la administración tributaria es dudoso.

G) Elemento subjetivo

Es necesaria una actuación premeditada, siendo suficiente, según otros autores, la existencia del *dolus eventualis* (dolo eventual). La acumulación de características normativas de los hechos resulta problemática en relación con la prueba del dolo. Con respecto a la característica de la relevancia y/o de la ventaja o desventaja de un dato, no será suficiente que el autor conozca los factores relevantes para el valor. Más bien es así que también tendrá que ser consciente del significado para la decisión de invertir o que la inversión tenga por objeto un contenido de valor. Además, el autor tendrá que partir de la base de que el inversor confía en la exactitud e integridad de los datos.

La figura del art. 264a se considerará delito; si hay dolo (art. 15 del Código Penal alemán). Bastaría con cualquier tipo de dolo. No es necesario que exista intención de enriquecerse aunque el engaño haya estado motivado en toda regla por dicha intención. A diferencia de lo que ocurre con el art. 264.4 del Código Penal alemán en relación con el fraude de subvenciones, el art. 264a no prevé una alternativa de imprudencia temeraria.

Si el autor permite que otra persona utilice un medio publicitario inexacto o incompleto en relación con la venta o la oferta de aumento de participaciones a un gran número de personas, este puede incurrir en un delito de estafa de inversión de capital por omisión (art. 264a.13 del Código Penal alemán).

Existe una posición de garante para proteger los activos de los inversores potenciales cuando, por ejemplo, aquella persona que consta en el prospecto como responsable de la exactitud de la información descubre que el contenido del medio publicitario utilizado por otra persona es erróneo, puesto que en tal caso el medio publicitario constituiría una «fuente de peligro» dentro de su organización que debe ser controlada y asegurada por él. Si y en qué condiciones una posición de garante para evitar infracciones del personal afecta al propietario de la empresa es objeto de gran debate, aunque la opinión predominante se decanta por considerar que existe el deber de evitar delitos de los empleados relacionados con la empresa.

H) Tentativa del art 264 a StGB

El art. 264a contempla una causa personal de supresión de la pena que puede incentivar al autor que haya consumado la estafa de inversión de capital al llevar a cabo el acto de engaño pero que suele encontrarse todavía en la fase de tentativa de estafa, de la cual puede salir exculpado conforme al art. 24 del Código Penal alemán, a demandar la liberación penal, incluso en caso de estafa de inversión de capital, por evitación del nacimiento del daño (Möhrenschlager wistra, 1982, 201, 207).

a) Evitación voluntaria de la realización de la aportación, art. 264a.3.1. En el art. 264a.3.1 se utiliza el término evitación de la aportación, que al parecer describe una acción de interrupción de la cadena causal puesta en marcha. Sin embargo, el autor también puede exigir la liberación penal por el mero hecho de no seguir actuando, por ejemplo, renunciando a cerrar el contrato (s.a., art. 264, punto 163, para la situación equivalente en caso de fraude de subvenciones, y art. 265b, punto 67, en caso de estafa de crédito).

I) Relación con otros tipos penales; los concursos

La relación del art. 264a con el art. 263 es motivo de controversia cuando el acto de estafa cometido con intención de enriquecimiento es «exitoso», es decir, que causa un daño patrimonial al inversor induciéndole a error. Debido a que la pena por estafa de inversión de capital es baja en comparación con la prevista en el art. 263 del Código Penal alemán, se descarta en todo caso la prevalencia del art. 264a, la cual sí existe parcialmente para la relación del tipo penal de fraude de subvenciones de interpretación similar (art. 264 del Código Penal alemán) con respecto al art. 263 del mismo texto legal (véase el art. 264, punto 170 y sigs.), puesto que el daño tipificado causado a un inversor de capital no es en absoluto un caso privilegiado de estafa. Por ello tampoco se sostiene una exclusividad tipificada o una concurrencia de leyes que tuviera como consecuencia el desbancamiento del art. 263 del Código Penal alemán.

Los que consideran que la confianza en el mercado de capitales es también un bien protegido por el art. 264a (punto 8) opinan en su mayoría y de forma consecuente que existe una unidad de delitos con el art. 263 del Código Penal alemán. Sin embargo, dado que, según la interpretación precedente del art. 264a, este solo persigue la protección de los activos de los inversores (punto 9 y sigs.), el tipo legal en cuestión retrocede como delito de peligro abstracto (punto 11) en el camino de la subsidiariedad, colocándose por detrás de la estafa consumada. Pero la tentativa de estafa también desbanca al art. 264a. No es necesario explicar que se cometió una tentativa de estafa mediante un acto de engaño previsto en el art. 264a para la condena por comisión tipificada.

J) Autoría y participación, arrepentimiento activo, prescripción

Autoría y participación. En la norma no se trata de un delito especial: No sólo el editor del prospecto podría ser el autor, 396 sino cualquiera que en el sentido del párrafo 1 facilitare datos falsos en relación con la venta de inversiones de capital. 397 Por lo tanto, junto a las fechorías de sociedades distribuidoras nada serias, también caben como autores todas las personas involucradas en la venta y cuyo comportamiento indebido sobrepasa los meros engaños individuales.

4.Francia:Algunas notas de referencia al derecho penal societario y delito de falsa información en los mercados financieros

4.1 La ley 24 de julio de 1966

Así ocurre que en Francia la ley del 24 de Julio de 1966 (nº 66537) estableció un conjunto de ilícitos de naturaleza penal relacionado con hechos practicados en el ámbito societario (art 423 y siguientes, entre los cuales se incluían el delito de presentación de balances falsos por los gerentes de una sociedad de responsabilidad limitada (art 425, y ley 66537 24 julio de 1966) en el propósito de disimular la verdadera situación de la sociedad¹³¹.

Después, y con una evolución legislativa más despenalizadora en Código de Comercio del 2000, ha contribuido a delibilar el efecto penal del derecho societario, haciendo desaparecer delitos y caminar en una corriente menos punitiva. Conclusión legislativa, más despenalizadora.

Así la ley sobre las nuevas regulaciones económicas del 15 de mayo 2001, inició un movimiento a favor de la supresión de ciertas “sanciones penales”, y estableciendo con procedimiento de instrucción judicial (propuesto en 199, en el informe del senadora MARIVI. La modernización del derecho de las sociedades) destinado a obligar a las sociedades “a comunicar los documentos, bajo pena de sanción pecuniaria (art 238. 1 y siguientes c. comercio¹³²).

4.2Una aproximación necesaria y explicativa sobre los delitos de falsificación en el ámbito de la información financiera

Cómo hemos visto infra la ley 66537 del 24 de julio de 1966, creo un amplio conjunto de ilícitos de naturaleza penal relacionados con hechos practicados en el ámbito societario la doctrina penalista organiza el estudio dogmático de este tipo de penalizaciones a través de tres elementos esenciales: (1) la falsedad de las cuentas (2) la comunicación de las cuentas y (3) los elementos subjetivos generales y especiales¹³³.

La falsedad de las cuentas se traduce en la violación de los deberes legales de respetar con “regularidad” y sinceridad, la actividad de la sociedad mercantil,

¹³¹DELMAS MARTY MIREILLE. *Droit penal des affaires* vol. 2 puf, París 1990 pág 241 y s.s especialmente pág. 311-316, en cuanto a los delitos de falsificación en el ámbito de la información financiera en las sociedades comerciales. También LA CERDA COSTA PINTO F, *op.cit.* (Falsificação de informacão financeira nas sociedades abertas) págs. 110 y siguientes. Un análisis histórico lo encontramos en MERLE E VITA *Traite de Droit criminel*, Droit Penal Special VOL I, cujas Paris 1982 pág 783.

¹³²SORDINO MARIE CHRISTINE, *op.cit.* (*Droit penal des affaires* 2ª Edition) págs.79 - 80.

¹³³DELMAS- MARTY M. *op.cit.* (*Droit penal des affaires*) vol 2, pág.311 y siguientes. También LACERDA COSTA PINTO F, *op.cit.* (*Fasificacão de informacão financeira nous sociedades abertas*) pg.110.

y en especial, los hechos relativos a su situación financiera. De manera que pueda transmitir una “imagen fiel” de su patrimonio. Se trata de un concepto que es independiente del resultado de la falsedad en sí misma, y que se concretiza, en “documentación financiera, bien a través de errores materiales, errores de clasificación o error de valoración¹³⁴.”

La infracción exige un acto material de comunicación de las cuentas, que puede consistir en su presentación o envío previo al órgano societario (consejo asamblea), o bien la publicación de las cuentas inexactas en cualquier tipo de documento destinado al público¹³⁵.

A nivel subjetivo, el delito exige de acuerdo con las referencias dogmáticas de la doctrina francesa, un dolo general que se traduce en el conocimiento (expreso, exigido en el propio tipo penal) de que el “balance de cuentas” (o información financiera en general), que se presenta o publica es inexacto, y con un dolo especial, también exigido expresamente en la ley, de que el hecho practicado: la presentación o publicación del “balance inexacto (por ejemplo), tiene por finalidad la de “disimular la verdadera situación de la sociedad”.

La doctrina insiste en la idea de que estos elementos subjetivos no deben confundirse con otros motivos menos relevantes que fundamentan la actuación de los sujetos activos (preservación del buen nombre de la sociedad motivaciones fiscales) que para el caso (que nos ocupa) son jurídicamente irrelevantes¹³⁶.

4.3 El delito de falsa información en concreto y su relación en los mercados financieros

La difusión y fiabilidad de la información, son particularmente considerados como vitales para el buen funcionamiento de los mercados financieros. Y así se pueda atraer a los ahorradores/inversiones y ellos pueden elegir en base al conocimiento de los títulos la mejor opción en la inversión¹³⁷.

De esta óptica del art 465-2 del código monetario y financiero penaliza el hecho, para toda persona que debe responder ante el público inversor, por cualquier medios empleados, que difunda “información falsa” o engañosa sobre las perspectivas financieras o la situación de un emisor/inversor, cuyo títulos valores son negociados en un mercado regulado, y sobre la evolución de un

¹³⁴ DELMAS – MARTY M. *op.cit* (*Droit penal des affaires*) vol 2, págs. 312 y 313.

¹³⁵ DELMAS – MARTY M. *op.cit* (*Droit penal des affaires*) vol 2, págs. 314 y 315.

¹³⁶ DELMAS – MARTY M. *op.cit* (*Droit penal des affaires*) vol 2, págs. 315 y 316.

¹³⁷ LEPAGE A /MAISTRE DU CHAMBON P/SALOMON R. *op.cit* (*Droit penal des affaires*) pág.460. También DUCOULOUX C- FAVARD LAMY. *Droit penal des affaires* 2008 n°1414.

instrumentos financiero admitido en el mercado de valores que cotizan en bolsa¹³⁸.

En este delito de “intoxicación manipulación”, bursátil por naturaleza de la información es idéntica a la del delito bursátil d’initie de información privilegiada: se trata de información sobre las perspectivas o la situación de un emisor cuyos títulos son negociados en un mercado regulado. No se trata tanto de información confidencial, sino de informaciones falsas o engañosas.

Este delito de falsa información, debe ser distinguido de otras infracciones parecidas. En efecto, la difusión de una información falsa o engañosa pueda ser susceptible de constituir simultáneamente los delitos de práctica comercial engañosa (código consumo art L 122-11, a su vez este artículo fue modificado por la L n°2011-525 de 17 de mayo 2011), referida a la estafa fraude comercial. (código penal art 313-1), o de presentación publicación de cuentas inexactas (código de comercio art 242-6-2-), ahora bien, en caso de concurso de infracciones, el delito de falsa información será considerado preferente, en aplicación del principio *speciali generalibus derogant d.*

¿Cuáles son los elementos constitutivos del delito de falsa información?, el elemento material, del delito supone una difusión de información falsa o engañosa, para aquellos que cotizan en los mercados regulados, por cualquier medio. En primer lugar las informaciones comunicadas y difundidas pública deben ser falsas o engañosas. Es decir dolosas. Tan información será caracterizada así, en caso para por ejemplo de redacción de documentos inexactos sobre los resultados de la sociedad emisora, presentación de la situación financiera de la sociedad bajo apariencias falsas revestidas de resultados provisionales muy diferentes de las previsiones reales o de negociación valores en una sociedad emisora de informaciones inexactas sobre ua sociedad que negocie los títulos en un mercado regulado. Es importante, destacar que el “hecho de responder de informaciones falsas o con engaños (art 465-2, código monetario y financiero) supone una acción o emisión, excluyéndose la “omisión”, así la impresión de una información, o la falta de una información veraz al público no es sancionado penalmente (art 632-1; del reglamento general de la Autoridad de los mercados financieros). A fortiori, la ausencia total de vista del derecho penal¹³⁹.

A mayor abundamiento, si el delito de falsa información, supone informaciones de naturaleza activa sobre los valores que son objeto de emisión, esta exigencia, propia del delito, es más formal que real pues no se requiere forzosamente un resultado tangible, tal que se produjera una variación efectiva en la negociación de los títulos valores operaciones societarias realizadas sobre el fundamento de la “información falsa”. En consecuencia, el juez es realmente

¹³⁸VAUPLANE H/SIMART O. “Responsabilité et information publiée par la société. Revue de droit bancaire et financier fin. 2004 pág 458.

¹³⁹LEPAGE A/MAISTRE DU CHAMBON P/SALOMON R. *op.cit* (Droit penal des affaires) pág. 461

contrario a exigir la realización efectiva de operaciones sobre el título valor, o las variaciones de cotización hayan afectado al título. Poco importa que el efecto esperado por el autor de la falsa información, no se haya producido, el delito puede decirse que existe desde que el mercado financiero ha podido ser engañado (ca París 1er febrero 2000)¹⁴⁰.

Incluso la exigencia de una información sobre los títulos valores objeto de emisión permite hacer abstracción de los objetivos buscados por el autor de la información falsa o engañosa. Sin embargo, es exigido como requisito “mínimo” una veraz información. Así la difusión de un simple rumor (no contrastado sobre la información financiera de forma negativa, no es penalmente reversible. Sin embargo, otros autores critican estas solvencias, en la medida que también debería ser sancionado el rumor que ha sido el origen de una perturbación en la transmisión de los valores negociados en el mercado financiero¹⁴¹.

En fin, la difusión en el público de la información puede efectuarse por muchas vías y medios diferentes (código monetario financiero L, 465-1p4).

Esta redacción de la falsa información puede englobar casos de difusión muy variadas. Puede tratarse de la publicación de cuentas sociales, de un comunicado oficial, de una nota informativa, o bien de una comunicación a la asamblea general, de folletos de emisión, de circulares de artículos de prensa, y en esta línea expansiva de la tipología de información es destacable en el delito de falsa información, las difusiones al público de la información, las difusiones al público de la información por internet (sin que fuera necesario legislar sobre este punto), la exigencia es que la información sea comunicada y difundida al público más que a un destinatario en concreto, para que la infracción (comunicación información falsa) se produzca y sea punible¹⁴².

En la práctica los jueces han considerado el delito de falsa información. En hipótesis muy diferentes: en caso de difusión de la información relativa a la situación financiera de la sociedad sobre sus cuentas, sobre sus resultados, o incluso sobre sus expectativas el delito de “falsa información” ha sido igualmente mantenido en su caso de presentación por los responsables societarios a la “prensade una sociedad financiera saneada en vía de reestructuración, cuando en realidad había presentado suspensión de pagos. En fin, el delito de falsa información, se produce sobre todo, cuando los hechos significativos, afectan

¹⁴⁰ VAUPLANE H/SIMART O. Delits boursiers propositions de reforme pour une repartition des competences repressives selon le caractere economique ou moral d'infraction Revue Droit bancaire et bourse 1997, pág 85.

¹⁴¹VAUPLANE H / SIMART op.cit (*Delits boursières*) págs.85 y ss.

¹⁴²C A Paris 8 oct. 1999 Revue de science criminelle et le droit penal comparé 1999 pág. 604 note/RIFFAUT en Revue trimestralle de droit comercial et de droit economique

sustancialmente a la situación financiera de la sociedad, (tales como un aumento de capital¹⁴³).

En cuanto a las personas que pueden ser penalizadas, la generalidad de los términos empleados por el art. 465-2 p.2 del Código monetario y financiero lo extiende a toda persona, lo cual permite englobar no solo a toda persona física sino también jurídica.

Tratándose de autores principales, en la práctica el autor de la falsa información es frecuentemente el profesional responsable (administrador de derecho) que se va a encargar de la emisión de los valores negociables, redactando el documento o folleto de información financiera. Ahora bien, la jurisprudencia ha extendido este papel a todos aquellos profesionales que hayan tenido una participación o concurrencia directa con el responsable directo¹⁴⁴.

Tratándose de cómplices, las dificultades de identificación en la concurrencia de responsabilidad, son parecidas a las que se presentan para los autores principales. En aquellos, la responsabilidad nunca lo es a título de autor principal. Sobre esta cuestión de la dificultad de la prueba, la jurisprudencia extiende el elemento de la complicidad, por ejemplo a los editores, los creadores del sitio web, los proveedores de servicios de internet, etc.¹⁴⁵.

En relación al elemento subjetivo de este delito, exige la intención de un dolo especial. La maniobra intencional debe tener por objeto la alteración del funcionamiento del mercado y la intención de inducir a los terceros a un error. El elemento subjetivo conlleva a que el autor de la manipulación bursátil es plenamente consciente de las posibilidades reales de la bajada de los precios de los valores y de la “caída” de los títulos.

4.4 Consideraciones finales sobre el delito de difusión de falsas informaciones en el Derecho francés

El delito está tipificado en el apartado 2 del art. L465-2 del Código de los Mercados financieros. Así está prohibido para “cualquiera” (toda persona) de comunicar o difundir al público por cualquier vía y medio informaciones falsas o engañosas sobre las perspectivas de la adquisición de valores por parte de un potencial inversor cuyos títulos son negociados en un mercado regulado o las

¹⁴³Cour d'Appel C.A Paris 8 oct 1999 *Revue de science criminelle et de Droit penal comparé* 1999, pág 604. También RIFFAULT J. en *Revue trimestrelle de Droit commercial et de droit économique* 1999 pág 928.

¹⁴⁴*Tribunal correctionnel Paris, 9 janvier 2004*. También ver Lepage A./Maistre du Chambon P./SALOMON R. op.cit (Droit pénale des affaires, pág 465).

¹⁴⁵*Tribunal correctionnel Paris, 9 janvier 2004*. También ver Lepage A./Maistre du Chambon P./SALOMON R. op.cit (Droit pénale des affaires, pág 465).

perspectivas de evolución de un instrumento financiero admitido a cotización en dicho mercado bursátil.

Los instrumentos financieros son los enumerados art. 211-1 del Código monetario y financiero. La información debe concernir a los instrumentos financieros admitidos a cotización en un mercado regulado (C. Monetario y financiero L 621-14¹⁴⁶).

La información puede extenderse a los instrumentos financieros a través de su emisión. Esta información puede ser inexacta en cuanto a los métodos contables, sobre la composición exacta de su capital, sobre las cifras de sus negocios etcétera así que la falsa información puede afectar a la información relevante para la vida del mercado (así lo establece el Reglamento General de la autoridad de los mercados financieros). La emisión de los valores está sometida a una severa obligación de información. Así el ART.222-7 del citado reglamento, infiere a todo sujeto que trabaje en la gestión de instrumentos financieros, que en cada “emisión” preceda un conocimiento al público de las características de las emisiones financieras. La buena información implica una transparencia en la “intencionalidad” del autor en la emisión de los valores o títulos.

Según el art. 632-1 del Reglamento General de Autoridad de los mercados financieros, toda persona debe abstenerse de comunicar o de difundir conscientemente informaciones que sean inexactas, imprecisas o engañosas sobre los instrumentos financieros.

La información inexacta es aquella que es superficial o ambigua. La información engañosa es aquella que no es veraz, fiable y no ha sido aprobada. Por ejemplo, cuando en una emisión de valores se hable de informaciones, prospectivas o comunicaciones documentales incompletas¹⁴⁷.

Se discute si la emisión de la información es sancionada. No hay que olvidar que el art 632-1 del Reglamento General de la Autoridad de los mercados financieros, no menciona la “omisión de información”, pero puede incluirse en el concepto de “información imprecisa”, ya que en el fondo existe una información incompleta sobre la emisión de un valor negociable¹⁴⁸.

¿Cuáles son las modalidades de difusión de la falsa información?, si la emisión de la información parte de sujetos vinculados a la sociedad de valores

¹⁴⁶LEPAGE A. /Maistre du Chambon P./ Salomon Renaud *op.cit* (*Droit penal des affaires*) pág 482. También SALOMON R. Defenses ant. OPD en jurisclasseur Encyclopedies. Sociétés Traite Fas 2132 V. n°4.

¹⁴⁷ LEPAGE A. /Maistre du Chambon P./ Salomon Renaud *op.cit* (*Droit penal des affaires*) pág 482 y 483. También DOLIDON G. *Les manipulations du marché Banque 2003* pág. 62; Asimismo Commission des operations de bourse, 29 avr. 2003 Boletin de la Commission de operations de bourse 2003 n° 381 pág.221.

¹⁴⁸LAMY A. *Droit penal des affaires* 2008 n° 1491.

(órganos colegiados), se trata de una comunicación de falsa información, pero si la información emana de un sujeto “externo” a la sociedad, se trata de difusión de falsa información. La distinción es esencial en cuanto al “elemento subjetivo”, es decir, el elemento intencional es fundamental. En todo caso, se exige que el autor haya obrado consciente y deliberadamente con la comunicación de la falsa información¹⁴⁹.

De ahí la diferencia entre el emisor que no juega ningún papel en la difusión, de aquellos que tienen obligaciones y responsabilidades, porque entonces tiene el deber de rectificar las informaciones que ellos han contribuido a publicar.

La falsa información puede contenerse en folletos, circulares, artículos de prensa. La exigencia que la información sea difundida al público, es suficiente para que la infracción aparezca, y es preciso que exista un ataque efectivo a la protección de los inversores o al buen funcionamiento del mercado.

En cuanto al elemento subjetivo (como hemos visto más arriba), la responsabilidad está tanto en el que está “en origen” en la comunicación de la información (administradores de la sociedad), como los terceros que difunden la información (periodistas, analistas, etc), radica en que tengan conocimiento de la información falsa; sin embargo, esta postura interpretativa ha sido discutida a tenor del art. 632-1 del Reglamento General de la Autoridad del mercado financiero que distingue, “el hecho de comunicar y el difundir con conocimiento una falsa información”¹⁵⁰.

Parece por tanto, que la comunicación no intencional de falsas informaciones no constituye una infracción penal.

La sanción afecta a toda persona física o jurídica. Así, el art. 632-1 del Reglamento General de la Autoridad de los mercados financieros, y el art. L 465-2 P^o del Código Monetario y Financiero (relativo al delito de la falsa información). En esta línea, la autoridad de los mercados financieros, ha sido rigurosa con la imputación de la responsabilidad al administrador de hecho o profesional con responsabilidad en la sociedad emisora, ya que estos sujetos están especialmente obligados a velar por la información comunicada al público. Así la responsabilidad, se entiende desde el presidente del consejo de administración, el director general, los miembros del consejo, administradores y cualquier sujeto con responsabilidad en la redacción de los documentos financieros¹⁵¹.

¹⁴⁹ Court de Cassation, chambre commerciale 18 nov 2008 comentado en LEPAGE A. /MAISTRE DU CHAMBRON/A. SALOMON R. *op.cit* (*Droit penal des affaires*) pág 483.

¹⁵⁰LEPAGE A. / SALOMON R. *op.cit* (*Droit penal des affaires*) págs484-485; y también SORDINO MARIE CHRISTINE *op.cit* (*Droit penal des affaires*) pág 155-159. También Court d’Appel Paris 25 Janvier 2000 en Commission des operations de bourse feur 2000 pg 103 y en Revue du droit bancaire et financier 2000 n° 86 note FRISON-ROCHE M.A. /GERMAIN M.

¹⁵¹ LEPAGE A./ SALOMON R. *op.cit* (*Droit penal des affaires*)pág 485.

El delito está penalizado en lo que concierne a personas físicas, con dos años de prisión o encarcelamiento, una sanción económica de hasta 1.500.000€, para los profesionales con especial responsabilidad en la gestión financiera de la sociedad de valores, y que tienen que responder ante la autoridad de los mercados financieros¹⁵².

En el caso de prestatarios de servicios financieros, personas que ejerzan la actividad y conservación de administradores de los instrumentos financieros, etc, la sanción económica puede elevarse hasta el 1.000.000 € (con la inhabilitación correspondiente)¹⁵³.

Finalmente sólo unas breves indicaciones sobre otro delito con comitante con nuestra materia, y relevante en el derecho penal societario francés; nos referimos al delito de manipulación del mercado. El delito de manipulación del mercado, fue creado por la ley 3 de diciembre de 1926 introducido en el art. 419-2, del viejo Código Penal, modificado después por la ordenanza de 1 de diciembre de 1986, y fue nuevamente reintroducido por el derecho positivo por la ley 22 de enero de 1988 y después modificado por la ley 2 de julio 1996. Ahora, el delito esta previsto en art. 465-2 del Código de Mercados Financieros.

El elemento material, lo constituye el hecho para toda persona de ejercer o de intentar ejercer directamente o por persona interpuesta, una maniobra teniendo por objeto alterar el funcionamiento regular de un mercado regulado induciendo al error a los demás.

Es preciso, destacar que el sujeto activo, puede serlo cualquier persona que pueda tratar de efectuar una maniobra, cuya existencia estará sometida a la apreciación de los jueces. La maniobra tiene por objeto alterar el funcionamiento regular de los mercados financieros, y con esta alteración inducir a otros a un error en su inversión. La prueba de esta condición es difícil de corroborar en la práctica. Desde luego el delito es intencional, comprende un dolo general y un dolo especial, (querer alterar el funcionamiento del mercado regulado induciendo a otro a un error). La sanción penal (igual que para los delitos bursátiles, puede ser de dos años de prisión y sanción de hasta un 1.500.000€ (por ejemplo, personas que ejercen funciones de responsabilidad)¹⁵⁴.

¹⁵²Revue Autorité des marchés financiers 2005 n°11 pág 121.

¹⁵³ SORDINO M. CHRISTINE op.cit(*Droit penal des affaires*)pág156. También LEPAGE A/ SALOMON R. op.cit (*Droit penal des affaires*) pág 478 y siguientes.

¹⁵⁴SORDINO M. CHRISTINE op.cit(*Droit penal des affaires*) pág 150, 151, 152, 153, 156 y 157 y LEPAGE A // SALOMON RENAUD op.cit (*Droit penal des affaires*) pág 487-488.

5. Reino Unido: Estafa de inversiones en el Reino Unido, examen explicativo

En los delitos financieros normalmente la primera acción elegida es la acción civil, y se deja la acción penal de una manera residual a veces subsidiaria para ciertos casos, ya inevitables (ej: Caso Libor Bank¹⁵⁵, Caso Navinder Singh¹⁵⁶). En el R.U no tienen un código penal o civil al uso continental, tienen un cuerpo jurídico llamado “Criminal Law” y una serie de leyes, llamadas “ACTS”, a través de las cuales los perjudicados pueden reclamar su legítimo derecho, a indemnización. Entre ellas las más importantes relacionadas con los delitos financieros son: la Financial Market and Services Act 2012, la Companies Act 2006 y la Fraud Act 2006. Hay más, pero para el caso del art. 282 bis CP estas serían las que se pueden proponer para el estudio. También es importante destacar las Directivas Europeas en cuanto a Transparencia y Manipulación en el Mercado de 2003 o la Directiva Folletos 2005, que también han sido trasplantadas al derecho británico casi de una manera similar, sin cambios importantes, citando incluso las cantidades en euros, así tenemos la

“*Prospectus Rules de 2005*”, que es lo más específico dentro de nuestro estudio de estafa de inversiones.

No muchos de los delitos financieros han acabado con los culpables en prisión desde los años 80 en R.U se han dado muchos escándalos financieros, que sin embargo, se han resuelto con penas de multa, eso sí elevadas. Ha sido a raíz de la crisis financiera que en R.U comenzó allá por el 2008, donde se han multiplicado los casos de delitos financieros; falsedad contable, publicidad engañosa, fraudes colectivos, estafas de seguros (PPI¹⁵⁷) etc...

Sin embargo y al dirigirse el procedimiento por la Jurisdicción civil, muchos de estos casos acaban siendo declarados como “actuación negligente”, pero en la que no había “intention” y aquí lo debemos relacionar con el derecho español, es decir, no hay dolo, y así falta un elemento del tipo para que se pueda aplicar el delito y por tanto la Jurisdicción penal (Criminal Court). En lugar de dolo o “intention”, se resuelve a través de lo que llaman “poor management” o

¹⁵⁵Caso Libor Bank: Tom Hayes es el primer banquero que se enfrenta a un tribunal tras el escándalo financiero en R.U; Tom Hayes trabajaba para el banco UBS y American Bank en Tokyo, cuando fue despedido por manipulación de precios y de mercado del LIBOR (London Interbank Offered Rate), aunque le dejaron mantenerse los bonus que ascendían a 2,2 millones de libras porque amenazó con dar el “chivatazo” a los ejecutivos del “CitiGroup”. El caso fue llevado por la Serious Fraud Office, y el tribunal pide en la sentencia 10 años de prisión, aún está en juicio.

¹⁵⁶Caso Navinder Singh Sarao: Es un joven británico, bróker de 36 años que está en espera de ser extraditado a los EE.UU por una supuesta “estafa multi-billonaria en el mercado de valores estadounidense. Conocido como el “sabueso de Housnlow”, trabajaba desde su domicilio situado en Housnlow, suburbio de Londres. Es acusado de ser el genio que urdió una estafa que hizo caer las acciones Wall Street en 2010. La orden de extradición le acusa de fraude electrónico, fraude de productos financieros y manipulación del mercado. En septiembre de 2015 se espera la resolución.

¹⁵⁷HARRISONK.and RYDERN. “*The Law relating to Financial Crime in the United Kingdom*”. Editorial Ashgate. 2013, pág 75.

“reckless management”, serían lo que en España se aduce de “mala gestión” o “gestión imprudente o temeraria”. Como vemos, no hay nada nuevo bajo el sol, y en los delitos financieros, es difícil demostrar las pruebas o evidencias en el tribunal, y como normalmente los abogados defensores son prestigiosos bufetes de la City, hacen bien su trabajo y deben ser evidentes o concluyentes, las pruebas para el caso que te condenen por una “estafa de inversiones” o “falsedad contable”. Aunque en el Reino Unido se han dado casos, y los políticos y legisladores han podido legislar y agravar más los delitos financieros, teniendo a favor la opinión pública en su momento, no se han agravado aunque si se han creado más controles e instituciones para supervisar mejor y aparentemente con más medios los mercados, eso sí, hay pocos delincuentes de cuello blanco que hayan acabado en prisión.

5.1 Las Instituciones que supervisan el mercado financiero británico: FSA (Financial Services Authority) y PRA (Prudential Regulation Authority)

La Financial Services Authority original (en adelante FSA, sería el equivalente a nuestra CNMV) se separó en 2012, en dos autoridades regulatorias con diferentes responsabilidades:

1) La Financial Conduct Authority: (en adelante FCA), que regula la industria de los servicios financieros en R.U. Su intención es proteger a los consumidores, y garantizar que la industria permanece estable y en sana competición con los proveedores de servicios financieros. Sería una institución parecida a la CNMV.

2) La Prudential Regulation Authority: (en adelante PRA), es parte del Bank of England (Banco de Inglaterra) y responsable de la regulación prudencial y supervisión de los bancos, creación de sociedades, uniones de crédito, seguros y grandes firmas de inversiones. Establece normas y supervisa las instituciones financieras a niveles de firma individual. Mas o menos las mismas funciones que tiene el Banco de España, pero aquí derivado en esta institución.

En 2012, la Financial Services Act buscó la reforma de la regulación financiera que había fracasado para proteger la economía del R.U durante la crisis financiera. Así la PRA se creó como parte del Acta.

El propósito de la PRA es proteger y mejorar la estabilidad del sistema financiero través de la regulación y la supervisión.

La PRA es subsidiaria del Banco de Inglaterra. Trabaja junto la FCA y tiene 2 objetivos prioritarios:

- Promover la seguridad y solidez de los bancos, la creación de sociedades, las uniones de crédito, seguros y las inversiones financieras.
- Asegurar la protección de los asegurados.

5.1.1 Financial Conduct Authority(FCA)

Surge en el año 2012, producto de la separación en dos Instituciones de la FSA, que fue creada en 1997 por el Ministro de Hacienda y Administraciones Públicas para reformar la regulación de los servicios financieros británicos a través de la Securities and Investment Board. La antigua FSA tenía las siguientes responsabilidades: supervisión bancaria desde el Banco de Inglaterra, las sociedades cotizadas de la Bolsa de Londres, la regulación de los servicios de inversiones, y se añadieron las hipotecas y la regulación general de negocios de seguros, y como Autoridad para tomar acciones en la prevención del abuso de mercado¹⁵⁸.

En 2012 se cambia para reforzar y proteger la economía del R.U, proponiendo mantener y garantizar la integridad del mercado, regular las firmas de los servicios financieros y dar a los consumidores un trato justo, asegurando que los servicios del mercado financiero sean competitivos.

Estructura: La FCA está formada por 9 divisiones que trabajan juntas en la consecución de sus objetivos. Las Divisiones son: 1) Supervisión de venta al por menor y autorizaciones 2) Supervisión de venta al por mayor y especialidades 3) Estrategia y competición 4) Ejecución y vigilancia de mercados 5) Políticas de mercado internacional 6) Riesgos y cumplimiento de vigilancia 7) Consejo general 8) Auditoria Interna 9) Operaciones. Tienen una gama de comités ejecutivos y no ejecutivos que vigilan lo que se hace, y la Junta de Contabilidad para la forma de trabajar.

Organización: Está formada por la Junta, los Comités, Comité Ejecutivo , el Presidente y el Director. Destacamos que el presidente es el encargado de establecer y mantener a alto nivel contactos con las instituciones financieras mundiales más importantes. Y el Director Ejecutivo está informar al presidente y reclutar y retener a gente con talento que trabaja en la FCA y representarla en la selección internacional de instituciones financieras. Todos los miembros del staff a excepción del presidente y el secretario deben informar al Director Ejecutivo.

Funciones:Tiene 3 objetivos: 1) Proteger a los consumidores 2) Proteger los mercados financieros, mejorando la integridad del sistema financiero de R.U 3) Proteger la competencia, en interés de los consumidores.

El alcance de la regulación financiera de R.U también envuelve otros Cuerpos, cada uno con su propia responsabilidad y objetivos. Son:

- la Prudential Regulation Authority, (en adelante PRA)
- el Banco de Inglaterra

¹⁵⁸<http://www.fca.org.uk/>

- el Comité de Política Financiera

La aproximación a la Regulación:

Se prioriza el trabajo en las áreas y las firmas que plantean un alto riesgo para los objetivos. Dan las autorizaciones a una empresa o individuo para negociar en el mercado analizando sus riesgos y si cumplen las normas. Realiza la supervisión de firmas, asegurando un correcto funcionamiento para los consumidores. Interviene donde hay mal comportamiento y toman acciones para prevenir daños y compensar a los consumidores y mercados. La supervisión se realiza cuando se detecta un riesgo inaceptable para el trato justo con los clientes y la integridad del mercado. Se evalúan las firmas de acuerdo a su tamaño y categoría. Las grandes firmas, con los mayores clientes, tienen continuas evaluaciones durante el periodo de 2 años. Las evaluaciones se convierten en progresivas y menos intensas para las firmas en tres de las otras categorías, con firmas en categoría de cuatro teniendo evaluaciones cada cuatro años. El trabajo es conducido por el evaluador de riesgos con análisis de diferentes áreas de mercado. Desde la Dirección de Riesgo; consideramos la combinación del impacto (de daño potencial que puede ser causado) y la probabilidad (de que el hecho ocurra); identifica los riesgos, compras misteriosas. Las revisiones de personas hábiles s166 y s166a, es una herramienta de la FCA basada en el ACT 2012, son básicamente denuncias e informes de personas iniciadas en estos temas. Los informes temáticos y los testimonios.

Protección de los consumidores:

Se actúa para asegurar que las firmas son dirigidas como un buen negocio, dando los productos y servicios adecuados e imponiendo su protección sobre beneficios o remuneración. Se asegura que las firmas cumplen las normas antes de ser autorizadas. Cuando se encuentran firmas que no cumplen las reglas, se interviene; imponiendo penas, paralizando el comercio o expulsándolas, para asegurar a los consumidores que reciben la información que necesitan adecuadamente, para realizar la mejor decisión.

Mejorar la integridad del Mercado:

Un trabajo se centra en garantizar y asegurar que los mercados financieros provean apropiados niveles de información para satisfacer las necesidades de los consumidores y las firmas que los utilizan. Asegurar que las firmas tengan una infraestructura fuerte con una dirección de riesgos fuerte, contabilidad individual y responsabilidad cultural. La integridad de los mercados financieros del R.U es fuerte en la seguridad y la actividad del sistema financiero internacional y europeo. Muchas políticas y regulaciones al por mayor se basan en políticas de desarrollo europeas. Es responsable de que funcionen los mercados de valores como la UK Listing Authority (sociedades que cotizan en el mercado de R.U).

Promocionar la competencia efectiva:

Promocionar la competencia efectiva en interés de los consumidores. El objetivo es alcanzar una competencia que de beneficios a los consumidores, incluyendo, mejores valoraciones, elección correcta, mejor calidad de productos o servicios, innovación útil en servicios financieros. A partir de abril de 2015 se implementa la ejecución de poderes de competencia concurrida como son:

-Bajo la “Competition Act 1998” para hacerla cumplir contra las infracciones de leyes de competencia doméstica y de la UE con leyes anticompetitivas (ej: cárteles) y abuso de posición dominante.

-Bajo la “Enterprise Act 2002 “para hacer una Market Investigation Reference a la Competition and Markets Authority (CMA).

Esta competencia de poderes también será ejercida por la CMA en relación con los servicios financieros y otros sectores de la economía. Esto significa que, respecto a los servicios financieros, la CMA y la FCA tendrán “poderes concurrentes” y que la FCA será el “regulador concurrente”. Estos poderes proveerán a la FCA con herramientas adicionales para promocionar la competencia y derribar los problemas de competencia en los mercados financieros. Además de otras dos funciones:

a) Trabajar con otros reguladores para promocionar la competencia efectiva. La UK Competition Network (UKCN) ha sido creada para ayudar a repartir una competencia más fuerte a través de toda la economía. Es una aliada del sector regulado de UK que tiene la obligación de promocionar la competencia en interés de los consumidores, incluyendo la FCA y la CMA (Competition and Market Authority). Está centrada en diálogo estratégico, cumplimiento de la cooperación, mejorar las capacidades, compartir buenas prácticas, defensa e informe anual de concurrencias. Respecto a los mercados y servicios financieros y otros sectores regulados reparte eficiencia de la regulación económica y trabaja en interés de los consumidores de cómo la regulación de la independencia económica trabaja en interés de los consumidores, mercados, inversiones y la actuación económica, destacando la promoción del consumo e intercambio en los mercados regulados y desarrollar un claro entendimiento sobretodo accesibilidad de los servicios regulados para los consumidores.

b) La revisión de la “Current account Switch Service” y la aportabilidad del número de cuenta, fue lanzado en septiembre de 2014, es una forma de recoger pruebas de los potenciales beneficios de los bancos, aportando el número de cuenta como una manera de incrementar la competencia en los bancos. El consumo hace que las firmas provean mejores productos y servicios para retener o ganar clientes. También permite a las nuevas firmas entrar en el mercado y proveer nuevos productos o servicios y ganar consumidores. La habilidad de intercambiar proveedores entre los consumidores es un elemento esencial de la competencia del mercado.

Cumplimiento de reglas y lucha contra los delitos financieros

Asegurar que las firmas se atengan a las reglas y toman medidas adecuadas para prevenir que sean usadas como canales del crimen financiero. Que tomen los pasos adecuados para protegerse contra el fraude, pongan en funcionamiento sistemas y controles para mitigar el crimen financiero y los riesgos efectivos, puedan detectar y prevenir el blanqueo de capitales, entiendan que se tomaran acciones contra ellos por prácticas corruptas y métodos poco éticos.

Pueden emprender acciones cuando encuentran alguna prueba de que se haya cometido un delito, pudiendo incluir el cumplimiento de acciones contra firmas e individuos, y restringir o imponer requisitos a las firmas de negocios. Tienen: Normas Anticorrupción y Antisobornos, Seguridad de datos, lucha contra el fraude (el fraude puede tomar una variedad de formas incluyendo; el phishing, chiringuitos financieros, fraudes hipotecarios, fraude de seguros, carrusel, robo de identidad y fraude de fianza avanzada. Se da alta prioridad a la protección de consumidores como potenciales víctimas de fraudes, Financial guide crime. Hay obligación de informar sobre transacciones sospechosas, y sanciones.

En el plano internacional, su trabajo consiste en implementar, supervisar y cumplimentar las normas de la UE e Internacionales y las regulaciones de R.U.

También contribuir a los debates internacionales sobre la forma de hacer política, los procesos para proteger a los consumidores y mantener la integridad del mercado y la competencia, e impulsar la regulación internacional. También ser miembro de la IOSCO, FSB, IAIS.

En Europa, muchas de las nuevas reglas vienen de la implementación de las políticas europeas. La Autoridad de supervisión europea ESA, tiene un poder significativo para proponer un borrador de normas y tomar decisiones que tienen fuerza coercitiva a nivel de supervisores nacionales y de sociedades.

Se trabaja junto con otros reguladores europeos para proteger a los consumidores y garantizar que: son informados de los riesgos relevantes, evitar la duplicidad de actividades regulatorias, mejorar la supervisión de firmas internacionales activas, adoptar una aproximación consistente en los requisitos comunes de la comunidad.

Los requisitos para los reguladores de Extranjeros: Hay poder para completar información, obtener documentos y requerir a la gente que haga entrevistas que son requeridas para los reguladores extranjeros.

Los tipos de estafas que detecta la FCA

Millones de personas son víctimas de estafas cada año, desde experimentados inversores a gente que negocia con una larga suma de dinero por primera vez. Normalmente son estafas de productos financieros o de inversión, pero también de otro tipo de estafas. Las estafas de inversión pueden parecer y sonar creíbles, con alguien que habla de manera suave y sabe vender, hábiles websites o sofisticados folletos y prospectos, pueden parecer una oportunidad única, pero hay que evitarlos. La FCA, muestra en su página web la manera de evitarlas, por ejemplo mirar la lista de firmas autorizadas para la venta de productos financieros que tiene la FCA.

Estafas de inversiones:

Normalmente será una oportunidad para invertir en participaciones, propiedades, bienes extraños, con la promesa de que el beneficio será alto y los riesgos bajos o inexistentes. Pero a mayor propuesta de remuneración mayor es el riesgo. Tipos:

a) Estafas compartidas y los “chiringuitos financieros” (“boiler rooms”):

Las estafas compartidas son dirigidas frecuentemente por “chiringuitos financieros”, desde donde los estafadores realizan llamadas ofreciendo inversiones sin valor, con sobreprecio o ganancias inexistentes. Mientras prometen altos retornos, aquellos que invierten acaban perdiendo su dinero. Estos “chiringuitos financieros” o “casas de bolsa ilegal” tienen cada vez mayor sofisticación táctica para aproximarse a los inversores ofreciéndoles comprar o vender acciones con alto rendimiento, pero que al final, las víctimas acaban perdiendo sus ahorros o su casa. Se han encontrado víctimas que han perdido con este tipo de fraudes 20 mil libras y 200 millones de libras en total en el R.U cada año. Incluso inversores experimentados han sido engañados, la mayor pérdida denunciada a la policía es de 6 millones de libras.

El funcionamiento de los “chiringuitos financieros” normalmente surgen de la nada, con llamadas improvisadas a inversores, de los que han obtenido sus datos en las listas de inversores que están publicadas. Aunque la mayor presión de estas tácticas de venta puede venir por email, correo postal, de palabra o en un seminario. A veces, son publicitadas en los periódicos, revistas o como oportunidades de inversión online. Pueden ofrecer regalos, descuentos, presionando para que se invierta pronto o se pierde la oportunidad. Te intentan vender acciones de compañías que no se conocen, porque no existen. Se recomienda que solo se negocie con firmas autorizadas por la FCA, y hay que recordar que las firmas autorizadas rara vez contactan por teléfono ofreciendo sus productos.

Se puede denunciar a través de un formulario “share fraud reporting fraud” aportando datos e información de la compañía (detalle de contacto y número de referencia). Es posible que cuando se es víctima una vez se pueda volver a ser porque los criminales suelen compartir o vender los datos a otros delincuentes.

Otras estafas compartidas:

Si tienes acciones propias de una compañía, es posible que contacten contigo ofreciéndote comprarlas, normalmente a un precio mayor que el de mercado, la contrapartida será que tendrás que pagar dinero en forma de bono, prometiéndote que te lo devolverán sin la venta no sale adelante.

b) Estafas Piramidales:

Son las típicas estafas piramidales o esquema Ponzi; estos esquemas prometen a los inversores grandes reinversiones o dividendos, y no están normalmente disponibles a través de inversiones tradicionales. Mientras que los tempranos inversores reciben su inversión, los últimos pierden su dinero. Hay dos tipos:

a)Esquema Ponzi: se llama así por Charles Ponzi, quién garantizaba la garantía de un 50% de retorno a inversores en los años 20 en EEUU. Aunque, mucho del dinero que recibía se usaba para pagar los “dividendos” de los tempranos inversores. El esquema se colapso cuando fueron incapaces de atraer más dinero para pagar a los inversores que entraron después. Desafortunadamente aún sigue existiendo.

b) La estafa piramidal: trabaja en el mismo sentido, aunque los inversores son alentados a reclutar más personas y dinero siendo pagados con comisiones. Estas estafas también son llamadas “franchise fraud”, “multi-level marketing” o “esquema en cadena”.

Se basan en que los pagos a inversores son hechos con el dinero de nuevos inversores, esto ánima a los tempranos inversores y alienta a atraer más personas y dinero. Pero estos tipos de esquemas colapsan cuando no tienen apoyos sostenibles de nuevos inversores y el dinero se acaba. Los defraudadores establecen un esquema para quedarse con el dinero y los inversores perderlo. El foco de la estafa piramidal está en conseguir nuevos inversores más que en el reembolso de la inversión. Los grupos de inmigrantes y grupos minoritarios son objetivos prioritarios, al ser comunidades aisladas y con dificultades para entender los esquemas.

c) Las estafas bancarias:

Los bancos son ahora más accesibles y eficientes cuando se puede acceder a través de la cuenta online. Pero esto también les da a los criminales nuevas vías para tener acceso a tu cuenta, y robarte los fondos.

Algunas de las nuevas tácticas son clonar páginas web de bancos (en España, el phishing), enviar emails haciéndose pasar por Bancos (en España, el pharming) , copiar tarjetas en cajeros automáticos y robar los detalles de la tarjeta de crédito. Normalmente la apariencia de la web bancaria está muy conseguida, pero viene a través de spam.

5.1.2 La Prudential Regulation Authority (PRA)

La Prudential Regulation Authority (PRA), es responsable de la regulación prudencial y supervisión de alrededor de 1.700 bancos, de creación de sociedades, uniones de crédito, seguros y grandes firmas de inversiones. Establece normas y supervisa las instituciones financieras a nivel de firmas individuales¹⁵⁹.

El papel de PRA es definido por 3 objetivos a cumplimentar establecidos por la “Financial Services and Markets Act 2000” (en adelante FSMA):

- 1) Para promover la seguridad y solidez de sus firmas.
- 2) Específicamente para seguros, para contribuir al aseguramiento del grado de protección de los asegurados.
- 3) Facilitar la competición efectiva.

La PRA, fue creada como parte del Banco de Inglaterra por la Financial Services Act de 2012.

La PRA avanza en sus objetivos usando 2 herramientas clave; primero a través de la regulación, establece Normas y Políticas que esperan las firmas encontrar, la segunda a través de la supervisión, que evalúa los riesgos que las firmas plantean a los objetivos de PRA y donde necesariamente, toman acción para reducirlo.

La aproximación de la PRA para usar la regulación y supervisión tiene 3 características que son:

Juicio Basado: la PRA usa el juicio en determinadas firmas financieras que son seguras y suenan dentro de los proveedores de seguros apropiados para la protección de los asegurados y donde las firmas continúan para encontrarse con las condiciones de Treshold.

¹⁵⁹<http://www.bankofengland.co.uk/pr/Págses/default.aspx>

Espera con ilusión: la PRA evalúa firmas no solo con riesgo actual, también contra aquellos que pudiera originarse en el futuro. Donde la PRA juzga necesario intervenir, mejor en un estadio temprano.

Enfocado: la PRA se enfoca en aquellos temas o aquellas firmas que poseen o plantean un gran riesgo para la estabilidad del sistema financiero del R.U y los aseguradores. Un sistema financiero estable es uno en el que las firmas continúan proveyendo servicios financieros críticos- una precondition para una saludable y exitosa economía.

La PRA no busca operar en un régimen de cero-fallos. Aunque, parece buscar garantizar una firma financiera que falle en el camino y evite una significativa perturbación al crucial suministro de servicios financieros.

5.2 Prospectus rules- Directiva folletos

La Financial Services and Markets Act 2000, es la que desarrolla el “Prospectus Regulations 2005” o “Regulación del folleto del 2005”, fruto de la Directiva 2003/71/CE de 4 de noviembre de 2003 sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de adquisición o admisión de valores, más conocida como “Directiva Folletos” de la UE que se traspuso al derecho británico como la “Prospectus Rules” y que debe ser autorizado por la “Financial Conduct Authority”, que es la autoridad británica en el derecho del mercado de valores para autorizar sociedades, personas y actividades en los mercados de valores.

Fruto de la Directiva Folletos es la homogeneización de las reglas y normativa a nivel europeo, siendo prácticamente igual en cualquier parte de Europa las normas a las que queda sometido el folleto, variando dependiendo del país, ciertas características.

Respecto al derecho británico (Inglaterra, Gales, Escocia e Irlanda del Norte), haremos un análisis comparativo del Prospectus Rule, profundizando en su punto 2 con el “Borrador del Folleto” y 3 “Aprobación y publicación del folleto”.

La “Prospectus Rule” se divide en varias partes: 1) Preliminares 2) Borrador del Folleto 3) Aprobación y publicación del folleto 4) Lenguaje del folleto y terceros países distribuidores 5) Otras provisiones (entre las mas importantes; personas responsables del folleto y otras informaciones a publicar) y finalmente definiciones relevantes, multas, cuadernos y disposiciones provisionales.

En los preliminares; explica que en relación con la oferta de admisión de valores debe ser la FCA la autoridad que aprueba el folleto. (A veces la FCA usa

el nombre de “UK Listing Authority”). La FCA describe también en el 1.2 requisitos y excepciones al folleto. La Sección 85.1 y 86 señala “que es ilegal ofrecer valores al público del R.U sin antes no haberse aprobado un folleto disponible al público antes de realizar la oferta”, que el “folleto aprobado significa en relación con los valores haber sido aprobado por la autoridad competente del país en relación con el distribuidor de valores”. En las excepciones; se traspone igual que la Directiva y cifra las cantidades en 100 mil euros o cantidad equivalente. También se define el “inversor cualificado” en el punto 9) se obliga a las sociedades autorizadas a que clasifiquen a sus clientes en inversores cualificados o no según la “Data Protection 1998” o cualquier directiva comunitaria relacionada. En la sección 85 en las excepciones de ofertas al público, que no hace falta autorizarlo por la FCA si ya está regulado en otro país con regulación europea. El resumen del folleto debe estar disponible para el público en cualquier país europeo con mercado regulado y donde la admisión del valor se haya hecho de acuerdo con el art. 14 de la Directiva folletos, tanto el resumen como las otras informaciones deben estar disponibles al público.

Dentro del capítulo 2 denominado “redacción del folleto” se encuentran los contenidos generales del folleto, en la sección 87 donde se describe la necesaria información para el inversor, y en el 87 A (5) y (6) el resumen del folleto que coincide exigiendo los mismos requisitos que nuestro art 282 bis CP, la FCA exige el resumen traducido al inglés, evidentemente.

En el 2.2 explica el formato del folleto; separado en 3 partes, el documento del Registro, la nota de valores y el resumen, igual que el folleto del art 282 bis CP. En la sección 87 G se da la información de la base del folleto, archivado en la FCA.

Del artículo 3 al 23 de la Directiva folletos, que provee la información mínima a ser incluida en el folleto, se han traspuesto tal cual tanto al derecho británico como al español.

En la sección 87 a (7) y la 87 (1), (2) y (3) del Act se establecen las provisiones más a fondo que aplicar al precio final de la oferta o la cantidad de valores mobiliarios para ser ofrecidos y no incluidos en el folleto.

En el art 28, la información por referencia incluye las cuentas anuales, estados provisionales, e información equivalente disponible en los mercados del R.U, los informes anuales y los informes de pago al Gobierno, informes auditados y estados financieros. Debe ser información reciente y no se incluye en el resumen del folleto.

La sección 87 A (2A) del Act provee la información sobre algunos garantes que pueden ser omitidos en el folleto. La sección 87 B (1) del Act, establece cuando la FCA puede autorizar la omisión de información de un

folleto. La FCA también puede solicitar la omisión de información cuando sea contraria al interés público.

En el capítulo 3, se describe la “publicación y difusión del folleto”. La aprobación del folleto por la FCA; cuando la información debe ser admitida, los borradores de documentos admitidos por la FCA, una copia será guardada durante 6 años.

En la sección 87 A (1) del Act se provee la aprobación del folleto por la FCA y los requisitos necesarios. El folleto no será publicado hasta que no sea aprobado, mismo requisito que en España. Después, debería ser cumplimentado con la FCA al mismo tiempo cuando está disponible al público dentro de las 24 horas de recibir la notificación de aprobación por el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión siendo publicado en la website de la FCA. El folleto debe estar disponible al público al menos 6 días laborables antes del final de la oferta, el método es el mismo que en España, esto es formato electrónico, o periódico de gran circulación por el territorio. El texto y el formato del folleto deben estar disponibles al público, todo el tiempo en la misma versión aprobada por la FCA. La FCA publicará una lista con los folletos aprobados durante los últimos doce meses. El folleto es requerido para estar disponible al público bajo la sección 85 del Act o la persona electa para tener el folleto bajo la sección 87 del Act.

En la sección 87 G del Act, tenemos el folleto suplementario, cuando haya errores, inexactitudes relativas a la información y deba detallar el nuevo hecho a la FCA para su aprobación. También se deben incluir las correcciones o suplemento al resumen, éste debe ser admitido tan pronto como sea practicable.

El capítulo 4 está dedicado a las lenguas y emisores de terceros estados; si el estado natal del oferente es R.U, debe ser redactado en inglés. Y además si se va negociar en otro país europeo puede estar disponible en otro lenguaje oficial de la UE o en un lenguaje que sea costumbre en la esfera de las finanzas internacionales o a elección del emisor, oferente o persona que pida la admisión. Exactamente la misma disposición que se incluye en la directiva folletos española.

Lengua Inglesa: el inglés es la lengua aceptada por la FCA donde el R.U es el estado nativo y país de acogida.

Lengua común en la esfera de finanzas internacional: La FCA considerará lenguaje común en la esfera de finanzas internacionales si los documentos en ese lenguaje son aceptados por escrutinio y presentados al menos en 3 mercados internacionales de capital: Europa, Asia y Américas.

En el capítulo 4, se describe la aprobación del folleto redactado de acuerdo con las leyes de terceros estados. Si el folleto relativo al emisor que está

registrado en la oficina de un país que no es miembro de la UE estará redactado de acuerdo con la legislación de aquel país, la FCA si el R.U es el estado natal en relación con el emisor, aprobará el folleto si se satisfacen:

- 1) El folleto ha sido redactado de acuerdo con estándares internacionales de acuerdo con organizaciones de comisiones de valores internacionales, incluyendo el estándar de divulgación de IOSCO, y
- 2) Los requisitos de información, incluyendo información de naturaleza financiera, son equivalentes a los requisitos bajo la parte 6 del ACT, la Directiva Folletos y las normas. Equivale al Art 20.1 Directiva Folletos.

En el capítulo 5, respecto a otras provisiones; se define la validez del folleto. El folleto es válido durante 12 meses después de su aprobación o la admisión a negociación, y provisto que el folleto actualizado por el suplemento del folleto (si lo requiriese) bajo la sección 87 G del Act. En la sección 87 H y 87 I del Act se provee el certificado de aprobación.

En la sección 84 (1) (d) del Act y por los propósitos de la parte 6 del Act, se señalan las personas responsables del folleto, incluyendo el folleto suplementario. Esta norma se aplica al folleto en relación a los valores mobiliarios más que aquellos que PR (Prospectus Rules) 5.5.3.R

Las siguientes personas serán responsables del folleto:

- a) El emisor de los valores mobiliarios
- b) La persona que acepta, y está aceptada en el folleto, como responsable del folleto.
- c) En relación a la oferta, el oferente de los valores mobiliarios, sino es el emisor.
- d) En relación a la petición de admisión a negociación de valores negociables, la persona que solicita la información, sino es el emisor.
- e) Si hay un garante para el emisor, el garante en relación a la información del folleto que relaciona al garante y la garantía.
- f) Cada persona que no esté en los párrafos anteriores que haya sido autorizada por el contenido del folleto.

El emisor no es responsable sino ha sido autorizada la oferta o la admisión a negociación.

5.3 La responsabilidad civil de los supervisores de las corporaciones por folleto defectuoso en Reino Unido

La regulación de valores es la mayor regulación de información asimétrica en relación con la venta de activos financieros descritos como valores.

La “House of Lords” en Peek v Gurney sostuvo en 1873 que el objetivo del folleto era facultar al inversor para tomar una decisión informada sobre la inversión.

La mayoría de los recientes casos de corrupción corporativa en USA desde 2001-2002 como Enron, WorldCom, Tyco, HealthSouth y Adelphia resultan escándalos financieros en los que los se intentó maximizar el precio creando la falsa impresión de salud financiera.

Por virtud de la información privilegiada, cada supervisor como los auditores, abogados y aseguradoras son capaces de servir de guardianes para la inversión pública. El gobierno corporativo ha quedado comprometido.

Los inversores esperan invertir sus ahorros en valores de acuerdo con la divulgación pública segura. El emisor contrata diferentes supervisores en la preparación para emitir públicamente la recaudación de fondos¹⁶⁰.

La divulgación se ha tenido como “el Santo Grial” de los mercados de valores donde la información asimétrica obviamente existe entre emisores y potenciales inversores, lo que ha derivado en la explosión de la crisis financiera de 2008. La divulgación es el mecanismo que emplean los reguladores para proteger a los inversores de la negligencia de otros participantes en el mercado, y es un hecho probado que los inversores son incapaces de protegerse a sí mismos de los negligentes. Por consiguiente la primera responsabilidad de los supervisores no es minimizar sino eliminar la información asimétrica entre dos jugadores que no son iguales, siendo el emisor y los potenciales inversores. En orden a facilitar el juego justo entre ellos, las provisiones que gobiernan la divulgación alrededor del mundo requiere una divulgación del material de “un total, justo, exacto y a tiempo” o precio sensible de la información sobre los emisores y las participaciones ofrecidas. Al final 2 de 3 objetivos de la regulación de valores reconocida por la IOSCO incluyen: protección del inversor, aseguramiento del mercado justo, eficiencia y transparencia. La parte débil son los inversores, por tanto, la protección deben ser ellos a través de una divulgación de información adecuada por el emisor¹⁶¹.

¹⁶⁰ BARAKAT A. and HUSSAINEYK., *Bank governance, regulation, supervision, and risk reporting: evidence from operational risk disclosures in European Banks*. International Review of Financial analysis n° 30. 2013 págs 254-273.

¹⁶¹ RUGGIEROV., “Financial crime after the crisis in the UK”. *Journal Article: Tackling Illegal Economies*. Middlesex University. London. 2013. págs 1-19.

La divulgación en la corporación en los mercados primarios de valores envuelve la participación de un grupo de individuos comprendiendo entre otros a los supervisores. En esta situación, la contabilidad de los delincuentes pasa por la responsabilidad del “folleto falsificado”, para ello Milton Cohen dice que hay tener una extraordinaria sensibilidad en el cuidado de la responsabilidad en la preparación de los estados financieros”.

Este artículo examina las disposiciones legales concernientes a la responsabilidad de los auditores, abogados y aseguradoras por folleto defectuoso en participaciones de capital ofrecido al público en Australia, USA, RU y Canadá.

La responsabilidad civil concerniente a los supervisores es ambigua, aunque en alguna instancia se ha impuesto la responsabilidad a auditores y aseguradoras, en la mayoría de los casos los supervisores no son categóricamente definidos como las personas que pueden ser responsables por el folleto defectuoso.

El papel de los supervisores en R.U, en la preparación de la divulgación de documentos y la razón de su responsabilidad¹⁶².

5.3.1 En el caso de los Auditores en R.U.¹⁶³

Generalmente, los auditores son los supervisores que primero se contrata en un mercado primario de valores, “y deben observar el inventario y confirmar las cuentas pendientes de pago” para sus informes. El papel primario de los auditores es “revisar, analizar y determinar la validez” de las declaraciones previstas por sus clientes en la divulgación en el mercado primario de valores. Más importante, hay veces que son considerados como los garantes independientes de la verdad y la justicia en la divulgación financiera¹⁶⁴.

Comparado con el papel de los abogados, los auditores se comprometen a respaldar en la revisión y el examen de la información contenida en la divulgación del documento. Dado su papel en la verificación de los detalles financieros del emisor, puede aducir que la inexactitud de la divulgación del folleto depende mayormente del papel de los auditores que insertan el certificado de diligencia debida en el folleto concerniente a la exactitud de la información en relación con el estado financiero del emisor. La confianza pública en los

¹⁶²GRIMES A, “The responsibility and accountability in the financial sector”. *Journal Article. Company Lawyer*. New Zealand. 2014, págs 44-49

¹⁶³NAPIERC., “Intersection of Law and Accountancy: Unlimited Auditor Liability in the United Kingdom”. *Accounting Organisation and Society*, pág 115

¹⁶⁴Pacini et al, “Account Liability to Nonclients for Negligences in the UK, Canada, Australia and New Zealand”. *Suffolk Transnational Law Review* n° 17.2001. págs 34,35.

auditores es claramente evidente, pero se ha perdido la confianza en auditores y contables por las consecuencias tras el colapso de Enron¹⁶⁵.

Generalmente, los auditores actúan detrás de la escena y la imposición en ellos es razonable porque “tienen un impacto en la divulgación y en la capacidad de decepcionar”. En apreciación de su crucial papel en borradores de documentos falsos o defectuosos.

Los auditores, junto con otros profesionales pueden ser engañados o defraudados no solo por los emisores sino también por el regulador. Esto es porque el regulador en un régimen de divulgación aprueba una propuesta IPO creyendo que la divulgación del folleto es verdadera, justa, exacta y completa, en una palabra, perfecta. Tomando en cuenta el papel crítico de los auditores en la preparación del folleto defectuoso y sus consecuencias dañosas en los inversores y en el mercado, puede ser plausible argumentar la responsabilidad personal impuesta en orden a mantener la confianza pública y la protección de los inversores en el mercado primario de valores.¹⁶⁶

5.3.2 En el caso de Aseguradoras en R.U.

Básicamente, un asegurador juega el papel de intermediario entre los emisores y sus inversores. Un asegurador, a cambio de una porción de la ganancia en las ventas, asume el riesgo inherente del fracaso del emisor para vender la oferta totalmente. La naturaleza de la responsabilidad asumida por los aseguradores requiere de ellos un ejercicio de alto nivel de cuidado en el desempeño de sus deberes como verificador independiente de los representantes de sus emisores. Esto es donde es razonable para la responsabilidad de los aseguradores y la imposición de la responsabilidad ha sido enfatizada para asegurar la integridad del folleto desde el punto de vista de la confianza pública y la protección del inversor.

Los antecedentes muestran que los aseguradoras han sido cruciales en el papel de la reducción de la asimetría informacional y previendo emisiones delictivas. Los fracasos en hacer daño a los inversores y a los mercados dañando la confianza de los inversores. Así, los aseguradores deberían soportar la responsabilidad por la divulgación falsa y engañosa por compañías que contratan y pagan explícitamente para verificar las quejas hechas por sus divulgaciones. Su certificación es una solicitud de compra de participaciones dadas en el folleto¹⁶⁷.

¹⁶⁵ SOLAIMAN S.M. “The Enron collapse and criminal liabilities of auditors, and lawyers for defective prospectuses in the United States, Australia and Canada, a review”. *Journal of Law and Commerce* (vol. 26 :81). Australia. 2014, págs 81-114.

¹⁶⁶ SOLAIMAN S.M. op.cit, (Statutory Civil liabilities of corporate gatekeepers for defective prospectuses) pág 4.

¹⁶⁷ Solaiman S.M , op.cit “*Statutory Civil liabilities of corporate* pág 5.

5.3.3 En el caso de los abogados en R.U.¹⁶⁸

Los abogados similarmente a otros expertos en el mercado de valores, son contratados supuestamente para dar una experiencia profesional a sus clientes en la preparación de los documentos que se divulgarán. Aunque, no como otros supervisores, tienen autoridad para tomar ciertas decisiones legales por la cual pueden presionar a sus clientes para aceptar su consejo en orden a cumplir y evitar la violación de la ley. Por otro lado, ellos proveen opiniones al asegurador de que el folleto contiene todo el material de información en relación con el emisor. Una de las mayores funciones de los abogados con respecto a los valores es asegurar al público que la oferta objetivamente y críticamente está en orden a determinar si las transacciones propuestas encuentran los estándares legales. Normalmente determinarían si los ejecutivos del emisor deberían firmar el documento difundido, y proveer y aconsejar en cumplimiento con los requisitos legales. Los abogados contribuyeron al colapso de Enron proveyendo una cubierta de legitimidad frente a las fechorías de la compañía.

Ellos asumen el papel del líder en la preparación de la divulgación y el diseño del negocio que es ofrecido al público. Reconocer el importante papel que realizan en la prevención de sus clientes sobre violación de leyes, la corte de EEUU en varias ocasiones observo que los abogados pueden ser responsable por los consejos inexactos que dieron o por el folleto defectuoso. Más importante aún, la SOX ha expandido la responsabilidad de los abogados dándoles el poder de persuadir, forzar o incluso anular a sus clientes a través de la renuncia de sus apoyos y actuando de informante.

Los abogados financieros juegan un importante papel en la preparación de los folletos, y son lógicamente creídos por sus clientes, sus potenciales víctimas de malas prácticas. Su fracaso en descarga de responsabilidades con cuidado razonable y diligencia debida puede que no solo arruine la vida de sus ahorradores, sino también seriamente dañar la economía nacional e internacional en la era de la globalización. Debería ser responsable por los fallos en el desarrollo de sus deberes y en la protección del inversor y mantenimiento de la confianza en los mercados primarios de valores¹⁶⁹.

En el Reino Unido, refiriéndose al papel activo de los abogados de las corporaciones, en términos de Thomas Ross “técnicas amorales”. La carga de seguridad de que el folleto es preparado con un protocolo legislativo y que contiene la información completa y justa hace que la responsabilidad recaiga en los abogados contratados por el emisor.

Por otro lado, proveen opiniones a los aseguradores de que el folleto contiene toda la información completa referente al emisor. La mayor función del

¹⁶⁸Turner, J.S.M. “Prospectus misrepresentation defences”. Company Law article n° 10 (5). 1989. págs 106-112.

¹⁶⁹SOLAIMAN S.M, op.cit , (*Statutory Civil liabilities*) pág 6.

abogado con respecto a los valores es evaluar la oferta pública objetivamente y críticamente en orden a determinar si las ofertas reúnen los estándares legales.

Los abogados asumen el papel de la preparación de la divulgación de la información en el diseño de la oferta para ser ofrecida al público. En USA un abogado puede ser responsable por los consejos inexactos o erróneos que den.

Los abogados de derecho financiero juegan un papel importante en la preparación de los folletos. La descarga de responsabilidades con cuidado razonable y diligencia debida no solo no salvara los ahorros vitales de los inversores, sino el daño tanto nacional como internacional de la economía de mercado¹⁷⁰.

5.3.4 La responsabilidad civil por folleto defectuoso en el R.U.

La responsabilidad por negligencia por declaraciones erróneas, en el caso de R.U, un auditor como supervisor podrá considerarse responsable solo si se prueba que conocía el trabajo auditado que sería comunicado a terceras personas y que esos clientes dependían de una relación de trabajo a una transacción financiera.

Basado en los casos desarrollados durante las pasadas décadas, los supervisores son responsables ahora por la incorporación en la legislación al R.U. Su responsabilidad por folletos defectuosos está reconocida bajo la “Financial Services and Markets Act 2000” (FSMA 2000 UK), modificada por la “Prospectus Regulations 2005 UK”, una disposición instrumental, promulgada y puesta en marcha por la EC Prospectus Directive referida a la temprana Prospectus Rules hecha por la FSA. La norma: Rule 5.5.3 (2) de la Prospectus Rules, según la cual concierne a la igualdad de valores, lista de personas responsables por el folleto defectuoso en relación con la s.84 de la FSMA2000-UK. De acuerdo con esta regla, en suma al emisor y al director propuesto, “cada persona que acepta y está incluida en el folleto aceptando, responsabilidad por el folleto, es su responsable”, y si no esta incluida de otra manera en esta norma, cada persona que haya autorizado los contenidos del folleto es responsable por las divulgaciones defectuosas. Aunque la norma, R.5.5.8 provee que:

“La persona que acepta la responsabilidad por el folleto o autoriza el contenido del folleto, deberá incluir que solo lo hace en esa específica parte del folleto, o solo respecto a determinadas partes, y el caso de que la persona es responsable por:

- 1) lo únicamente especificado, y
- 2) solo el material incluido en cuestión o sustancialmente la forma y el contexto en que la persona está de acuerdo.

¹⁷⁰SOLAIMAN S.M, op.cit pág 7.

La norma limita la responsabilidad de los supervisores, pero no absuelve de la responsabilidad civil.

La Sección 79 (3) de la FSMA 2000 UK, faculta al Tesoro (Treasury) a determinar la responsabilidad para autorizar a particulares y folletos. En busca de una autoridad, el Tesoro define a las personas responsables por el folleto defectuoso, y de momento esas personas son; el emisor de participaciones, el director y el director propuesto de la compañía emisora, y los expertos que en sus propias partes de folleto donde tienen consentimiento en la inclusión de una parte relevante.

La regla 5.5.9 de la Directiva Folletos provee una excepción a la responsabilidad de los supervisores señalando:

“Nada en las normas de esta sección se deduce que haga a una persona responsable del folleto solo por dar consejos sobre el contenido en una capacidad profesional”.

Esto crea confusión como cuando uno será considerado para “tomar responsabilidad” o “autorizar los contenidos” del folleto. Toda responsabilidad de provisiones fue hecha en julio de 2005 cuando parecía difícil encontrar una solución judicial a interpretaciones de estas frases. Refiriendo al PR 5.5.3 (2) Ra, Nigel Boardman menciona que bajo este nuevo esquema de regulación del folleto, solo la compañía emisora y su director son responsables por folletos defectuosos emitidos para elevar las participaciones de capital, mientras que el emisor solo tomará total responsabilidad por los valores más que otros por participaciones. No está claro porque la descripción de la persona responsable del folleto provista en esta norma no incluirá cualquiera de estos tres supervisores que son sujetos de la búsqueda. Esto es porque y el papel de la discusión de estos supervisores, ellos tomaron responsabilidad por el folleto al menos por una parte del folleto. Sino por todo, y también autorizan los contenidos, de otro modo el emisor no podría emitir el folleto al público. Ellos deberían permitir aumentar la responsabilidad del folleto divulgado hasta y a menos que retiren su consentimiento al emisor por el folleto al público. Es interesante ver que reglas no se mencionan si son civil o criminalmente responsables, deberían haber usado la expresión “personas responsables del folleto”¹⁷¹.

El folleto según la norma R.2.1.7 impone una responsabilidad civil en las personas responsables por el resumen del folleto, incluyendo la traducción, o sólo el resumen si es juzgado por engañoso, inexacto o contradictorio con otras partes del folleto que deben ser leídas en conjunto. El resumen debe considerarse como introducción al folleto y “cualquier decisión de invertir en valores mobiliarios debe basarse en la consideración del folleto como todo en conjunto

¹⁷¹BOARDMANN. “*Prospectus for the public offering of securities in Europe*”. Edit D.V.Geven. Cambridge: Cambridge University Press. 2008.pág327.

por el inversor”. Esto es exactamente igual que la responsabilidad por el folleto del art 28.2 de la L.M.V española, coincidiendo ambas legislaciones.

Presumiblemente, ninguno de los supervisores está comprometido por la preparación del resumen o traducción del folleto en su capacidad profesional, porque no es parte de su responsabilidad profesional. Así que ninguno puede ser demandado por el resumen a menos que lo preparen por solicitud de la compañía.

La regla 5.5 del Prospectus Rules se parece a la regla 6 de la FSMA 2000 UK, (Official listing of securities) Regulations 2001 (2001 Regulations). En línea con la S.79 (3) de la FSMA2000 UK, la regla 6 del 2001 regulations, identifica a las personas responsables para autorizar a particulares. De acuerdo a la regla 6 (1), las personas responsables por autorizar folletos defectuosos son: a) el emisor de participaciones relevantes b) el director al tiempo que se admitían las participaciones c) personas que de acuerdo con el director son mencionadas por los particulares e incluidas en este; d) y todas las personas que aceptan la responsabilidad y e) cualquier otra que autorice los contenidos de los particulares pero no cayendo sobre otras cuatro categorías.

Algunas defensas específicas y limitaciones están incluidas en la regla 6 Regulation 6 (2) que provee la defensa de las personas en la siguiente categoría (b). Ellos pueden evitar la responsabilidad si las indicaciones son publicadas sin su conocimiento o consentimiento y si dan noticia pública inmediatamente antes de alertar sobre tal publicación. Aunque no está claro que el demandante o defensor soporte la carga de la prueba. La regulación 6 (3) limita la responsabilidad de las personas mencionadas en las categorías anteriores y provee que puedan reclamar que aceptan la responsabilidad por, o autorizan solo algunas indicaciones o solo ciertas partes respecto a las que su responsabilidad queda limitada. La regulation 6 (4) concede inmunidad por la responsabilidad de aquellos que dan consejos como parte de su capacidad profesional. Esta inmunidad quizá tenga serias implicaciones en la responsabilidad, como consejeros a abogados que eviten esta responsabilidad.

Mientras la s.79 de la FSMA 2000 UK faculta al Tesoro a identificar a las personas responsables por autorizar folletos o indicaciones defectuosas, la S.90 (1) del Act, basada en la misma causa de la acción, provee indemnizaciones por juicios falsos o engañosos u omisiones.

Esta sección no incluye el término “folleto”, pero si es incluido en la lista de autorizados, así que se aplica a los folletos también. En 2009, la Queen Bench Division en el “caso Hall v Cable and Wireless Plc” interpretó “prospecto” como “datos emitidos pero antes autorizados”. La Corte claramente menciona que el suplemento de los prospectos es expresamente incluido en la s.90 como “emisiones después de la preparación de los prospectos y antes del comienzo de las negociaciones en los valores siguiendo su admisión en la lista oficial”. Los prospectos son obviamente emitidos después de la admisión de valores de la lista

oficial para el mercado secundario. Así que la s.90 solicita los prospectus incluso pensando en la sección si hay silencio sobre el actual término “folleto”.

La Chancery Division en el “caso Possfund Custodian Trustees v Diamond”; extendía la responsabilidad civil a las personas responsables del folleto desde los suscriptores al siguiente comprador de participaciones sujeto a ciertas condiciones. Esta decisión parece partir desde una decisión previa en el “caso Al-Nakib Investments v Longcroft”, en el cual fue sostenido que los directores deben tener responsabilidad con los suscriptores que hacen su suscripción dependiendo del folleto, y no obedecen al cuidado de los siguientes compradores porque tienen una falta suficiente de relación próxima entre los directores y los accionistas. Aunque la decisión en “Possfund Custodian trustees v Diamond” era concerniente con el mercado secundario en valores sin autorización, donde la Corte en el “caso Al Nakid investment v Longcroft” resolvió admitiendo los valores emitidos. En cuanto a la relación debe establecerse la proximidad en orden a obtener remedio.

El problema es la poca claridad de la s.90 (1) de la FSMA 2000 UK, la cual parece ser toda una inclusión de ambiguos términos de aquellas personas responsables y los errores por los que deberían ser responsables. Hay beneficios y perjuicios. El beneficio es aquel que envuelve la preparación de un folleto y puede ser tomado por divulgación defectuosa basada en el fallo exitosamente en dependencia por las disposiciones legales. Cualquier beneficio, es aquel que no relata la fecha de expedición, a cambio de lo que concierne con la preparación del folleto. El perjuicio puede ser que no explicita la responsabilidad por el ámbito de los deberes de los supervisores. Algunas diferencias entre la s.79 y la s.90 de FSMA2000UK son evidentes al menos respecto a sus razones de exposición. La forma es específica y categóricamente e identifica a cualquiera que pueda ser responsable y por eso uno es responsable por su parte del propio folleto solo; mientras que los últimos son una provisión que provee una indemnización por los inversores lesionados y da énfasis al éxito del establecimiento de las disposiciones legales. No está claro cuando “nadie” incluye a la compañía por sí misma. Además la responsabilidad discutida arriba s.90 (6) de la FSMA 2000 UK preserva remedios debajo de otras leyes como; las leyes comunes por recesión o indemnización por daño engañoso o daño negligente sin relación contractual existente entre inversores y tutores o supervisores”¹⁷².

5.3.5 La responsabilidad civil de los auditores por folleto falsificado en R.U.

Las leyes de R.U sobre la responsabilidad por el folleto y personas responsables no son claras. No están definidas, pero los artículos r 5.5.3 (2) y el r 5.5.8 del Prospectus Rules como alude la anterior sugerencia que el auditor podría ser responsable por aceptar la responsabilidad sobre la exactitud del

¹⁷²SOLAIMANS.M, op.cit (*Statutory Civil liabilities of corporate*) págs 22-26.

estado financiero de la compañía incluyendo la divulgación del documento. También puede ser potencialmente responsable por la misma razón bajo la s.90 de la FSMA 2000 UK¹⁷³.

5.3.6 La responsabilidad civil de los abogados por folleto falsificado en R.U.

En R.U., como los auditores, los abogados no son definidos categóricamente como responsables del folleto. Aunque, pueden encarar responsabilidad potencial bajo la R.5.5.3 (2) del Prospectus Rules. Esto impone la responsabilidad en “cada persona que acepta, y en su estado como aceptante de la responsabilidad por el folleto, y cada persona que ha autorizado los contenidos del folleto”. Dando su papel de “mariscal de campo” o ingeniero de transacciones” como principal verificador de los requerimientos legales pensando ejerciendo la diligencia debida inquirida, son percibidos para tener responsabilidad para, autorizar los contenidos del folleto tan lejos como el papel profesional le concierne. Por consiguiente, puede ser responsable por las perdidas o daños al inversor resultando de su fracaso para descargar sus deberes de manera propia.

Pueden ser responsables por los fallos en el desarrollo de sus deberes asegurando la divulgación entera y justa del folleto por sus clientes con participaciones emitidas al público¹⁷⁴.

¹⁷³ SOLAIMAN S.M, op.cit (*Statutory Civil liabilities of corporate*) pág 27.

¹⁷⁴SOLAIMAN S.M, op.cit “*Statutory Civil liabilities of corporate gatekeepers for “defective prospectuses”*” pág 30.

6. La estafa de inversiones en EEUU: instituciones y leyes que supervisan y regulan los mercados, casos históricos y responsabilidades.

Hay miles de casos que se han investigado por parte de la Security and Exchange Commission (en adelante SEC) en la actuación de personas o empresas por presuntos y en otros casos, declarados culpables por delitos contra el mercado financiero, como son: uso de información privilegiada, estafa de inversiones, falsedad contable, delito fiscal, malversación de caudales públicos. Y es que la SEC en la actualidad es la encargada de la supervisión del mercado de valores, y aunque ha recibido críticas por su laxitud en determinados casos, se puede decir que en general, es una institución que funciona casi a la perfección que ha sido la base para que otros países creen organismos iguales con similares funciones, como por ejemplo en España la CNMV, o en Italia la CONSOB, en el Reino Unido la FCA¹⁷⁵.

Evidentemente los casos de corrupción tienen unas consecuencias importantes sobre la ciudadanía. Se está empezando a decir que la delincuencia de “cuello blanco” tiene unas consecuencias mucho más gravosas e importantes que los clásicos delitos de sangre (asesinatos, violaciones, robos) y todo porque aunque es más difícil de investigar y de que se vea de forma clara para la sociedad, por ejemplo; la quiebra de un banco, que ha falsificado sus cuentas, ha jugado con las inversiones de sus clientes y al final tiene que ser nacionalizado con el dinero de los ciudadanos, o el cierre de una fábrica por un alzamiento de bienes, tiene unas consecuencias sociales para sus empleados y trabajadores que no tienen otros delitos. En un país corrupto es difícil que empresas extranjeras quieran invertir su dinero, por la poca seguridad que les ofrecen. Aquí se han hecho estudios, y es evidente que el “dinero de la corrupción”, ese que se va en comisiones, sobornos etc, es dinero que no se destina a infraestructuras, sanidad, educación, y es dinero que en vez de generar riqueza para un país, se distrae en beneficio de unos pocos. Está claro que la corrupción genera pobreza entre muchas de sus negativas consecuencias, además de pervertir a la sociedad y afectar a todos los niveles de la sociedad. Quizá la solución esté en un cambio desde nosotros mismos, empezando a ser honrados y honestos en cualquiera de nuestras situaciones diarias (pagar el IVA en el taller, etc) para luego poder exigirlo a los políticos, banqueros, y demás agentes de la vida económica y social.

6.1 La SEC, (Securities and Exchange Commission), como herramienta para mantener la integridad del mercado y formación de capital así como protección de los inversores¹⁷⁶

¹⁷⁵STEVEN MARK LEVY, *Regulation of Securities: SEC Answer Book*, Fourth Edition. Edit. Wolters Kluwers Law&Business. 2015 págs. 180 y ss.

¹⁷⁶www.sec.gov

La misión de la SEC es la protección de los inversores, en primer lugar y en un segundo plano, pero no menos importante mantener justa y ordenadamente la eficiencia en los mercados y la formación de capital.

Las reglas que gobiernan la industria de títulos-valores en EEUU deriva de un simple concepto: transparencia para todos los inversores desde grandes instituciones hasta pequeños inversores privados, deben tener acceso completo a la información y para conseguir esto la SEC requiere a las compañías públicas que revelen la información al público, esto hace que cualquier inversor posea información y pueda invertir en igualdad de condiciones en el mercado de valores. El resultado es una información continua, activa, eficiente y transparente en el mercado de valores, que facilita además la formación de capital tan importante para la economía norteamericana.

La SEC supervisa a los principales participantes en el mercado de valores, incluyendo: títulos de cambio, corredores de valores, asesores de inversiones y fondos de inversión. La SEC está preocupada primero con la difusión o divulgación de la información relativa a los mercados, manteniendo la igualdad y el trato justo, así como la protección contra el fraude.

Algo crucial para la efectividad de la SEC, son las sanciones que impone cada año en diversas áreas por responsabilidad obligatoria ante la autoridad. Cada año se imponen cientos de acciones de responsabilidad civil contra individuos y compañías por violación de las leyes del mercado de valores. Las infracciones típicas incluyen la información privilegiada, fraude contable, falsedad o manipulación de la información sobre valores y compañías emisoras.

Para ayudar a una mejor inversión la SEC ofrece al público una rica información en su página web (www.sec.gov) , la cual incluye la base de datos EDGAR sobre divulgación de documentos que las compañías públicas tienen la obligación de difundir.

Es el primer supervisor y regulador del mercado de valores de EEUU, y trabaja con otras muchas instituciones estatales de EEUU como el Congreso, otros departamentos o agencias, organizaciones autoregulativas (ej: Bolsa de Valores), reguladores de seguridad del Estado y organizaciones del sector privado.

6.1.1 Origen

La fundación de la SEC se remonta a una época en que se necesitaba una profunda reforma. Después del “Gran Crack de 1929”, había poco apoyo para la regulación federal de los mercados de valores, esta particularidad fue real durante la postguerra de la IGM surgiendo la actividad del mercado de valores.

Propuestas que comienzan cuando el gobierno federal requiere de la divulgación de la información financiera y para la prevención del fraude cuando nunca antes se había perseguido seriamente. Durante los años 20 del siglo XX, aproximadamente 20 millones de pequeños y grandes accionistas se aprovecharon de la prosperidad de la postguerra y se dispusieron a hacer fortuna invirtiendo en el mercado de valores. Cuando el mercado de valores cayó en 1929, la confianza en los mercados se desplomó. Los grandes y pequeños inversores, como los bancos que habían prestado, perdieron grandes sumas de dinero en la Gran Depresión. Después, hubo un gran consenso para recuperar la economía, la fe pública en el mercado de capitales necesitaba ser recobrada. El Congreso concedió audiencias para detectar los problemas y buscar las soluciones.

Así basados en los resultados de las Auditorias, el Congreso- durante el pico del año de la Depresión- creó la SECURITIES ACT 1933. Esta ley , unida con la SECURITIES EXCHANGE ACT 1934, dio origen a la SEC, y ésta fue designada para restaurar la confianza de los inversores en el mercado de valores poyeyendo a los inversores y mercados más información fiable y reglas claras sobre transacciones. El propósito principal de estas leyes puede ser reducido a dos nociones de sentido común:

- a) La publicidad ofertada por las compañías para invertir dólares debe decir la verdad al público sobre sus negocios, los valores que están vendiendo y los riesgos que envuelven la inversión.
- b) Los profesionales que compran y venden valores, los brokers, vendedores y agentes de cambio, deben tratar al inversor justa y honestamente, anteponiendo primero el interés del inversor.

La supervisión de la industria de los títulos valores requiere de grandes esfuerzos de coordinación. El Congreso estableció que fuera la SEC en 1934 la que haría cumplir las leyes de seguridad, para promover la estabilidad en los mercados, y lo más importante, proteger a los inversores. Como curiosidad; el presidente F.D. Roosevelt nombró a Joseph Kennedy (padre de JFK) como primer presidente de la SEC.

6.1.2 Organización de la SEC

La SEC está formada por cinco presidentes nombrados Comisarios, por periodos de cinco años. Uno de ellos es designado por el Presidente de EEUU como Presidente de la SEC, Jefe ejecutivo de la Agencia. Por Ley, no más de tres comisarios pueden pertenecer al mismo partido político, asegurando la imparcialidad. Las responsabilidades funcionales de la agencia están organizadas en 5 Divisiones y 23 Oficinas, cada cual con la oficina central en Washington DC. Los aproximadamente 3.500 miembros de la Comisión están localizados en Washington y en 11 oficinas regionales en todo el país.

Es responsabilidad de la Comisión:

- a) Interpretar y ejecutar las leyes federales de títulos valores.
- b) Publicar nuevas reglas y enmiendas a las normas existentes.
- c) Supervisar la inspección de firmas de valores, brokers, asesorar sobre inversiones y agencias de calificación.
- d) Supervisar la regulación privada en la organización de los títulos valores, en la Contabilidad y en el campo de las auditorías.
- e) Coordinar la regulación de los títulos valores de EEUU con las autoridades federales, estatales y extranjeras.

Los convenios de la Comisión son normalmente abiertos al público y los medios de comunicación salvo que la discusión concierna a materia reservada la cual comienza a ser investigada allí dentro.

Está formado a su vez por 5 Divisiones:

- 1) Division of corporation finance: supervisa la divulgación de información importante para el público inversor. Revisa la información económica financiera y contable de las sociedades (cuentas anuales, balances, estado de pérdidas y ganancias). Es obligatorio entregarle la información que precise.
- 2) Division of trading and markets: vigilar los mercados, asiste a la Comisión estableciendo reglas e interpretando lo que afecta al mercado de valores.
- 3) Division of Investment Management: asiste a la Comisión en la ejecución por responsabilidad del inversor, está focalizada en asegurar la difusión sobre si las inversiones son útiles para el mercado al por menor y que los costes de regulación que los consumidores han de soportar no sean excesivos. Asiste a la Comisión en la interpretación de leyes, y lleva la inspección y ejecución del personal de SEC.
- 4) Division of enforcement: asiste a la SEC en la ejecución de la Ley. Lleva a cabo investigaciones sobre conductas ilegales o irregulares del mercado de valores: omisión de información al mercado, manipulación de precios, robo a fondos de clientes, información privilegiada. Puede ejecutar tanto la acción civil como la acción administrativa, que dan lugar a sanciones monetarias y devolución de lo embolsado indebidamente.
- 5) Division of Economic and risk analysis: protege al inversor, manteniendo el orden y la eficiencia en los mercados y facilitando la formación de capital integrando un riguroso y robusto análisis de datos para la SEC. Interactúa con todas las Oficinas y Divisiones, proveyendo e impulsando sofisticados y grandes análisis para ayudar en la política e información de la agencia, elaboración de normas, ejecución y exámenes.

A su vez compuesta por 11 oficinas: Office of the General Counsel, Office of the Chief Account, Office of Compliance Inspections and Examinations, Office of the Credit Ratings, Office of International Affairs, Office of Investor Education and Advocacy (dividida en 3 áreas; Office of Investor Assistance, Office Investor Education, Office of the Chief Counsel) Office of the Chief Operating Officer (otras 5 Áreas: Financial Management, Support Operations, Human Resources, Information Technology, Legislative Affairs and Intergovernmental Relations), Office of Public Affairs, Office of the Secretary, Office of the Equal Employment Opportunity, Office of the Inspector General, Office of the Administrative Law Judges.

6.1.3 Las leyes que gobiernan la industria del mercado de valores en EEUU

En EEUU no tienen un código penal al estilo de los países continentales europeos, como Alemania, España o Italia. En cambio se rigen por una serie de Leyes denominadas “Acts”, en base a las cuales se demanda y piden responsabilidades por daños y perjuicios. Suelen utilizar la vía civil más que la penal, sobretodo, para llegar a acuerdos con pago de multas. La vía penal suele quedar para casos de especial alarma social o graves consecuencias económicas (ej: Enron o Madoff), sin embargo, la responsabilidad de los bancos más importantes suele acabar con multas elevadas y la promesa de no volver a reincidir, cosa que no se cumple en la mayoría de los casos.

SECURITIES ACT OF 1933:

A menudo referida como la “*ley de la verdad en el mercado de valores*”, con dos objetivos recibir información financiera y prohibir la mentira, distorsión y otros fraudes. Se crean Registros Públicos para el acceso a la información¹⁷⁷.

SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934:

Con este Acta, el Congreso creó la Securities Exchange Commission (SEC), da un amplio poder y autoridad a la SEC: poder registrar, regular y supervisar firmas de brokers, agentes de cambio, entes reguladores como la SRO, agencia nacional de valores (Bolsa de NY, American Stock Exchange, Nasdaq). El Acta prohíbe ciertas conductas en los mercados y provee a la Comisión con poderes disciplinarios sobre la regulación de entidades y personas asociadas con ellos. Da poder para requerir a las compañías información periódica que deben publicar. Los informes están disponibles a través de la base EDGAR de la SEC.

Los Registros de la SEC incluyen brokers, comerciantes, agentes de cambio, agencias de intermediación, asociaciones y otros. Hay varios registros y autoridades como FINRA y SRO (que imponen sanciones por conducta

¹⁷⁷ SHULMAN. H., “Civil Liability and the Securities Act”. *Yale Law Journal* n° 43. 1933.pág. 227.

inadecuada), para garantizar la integridad del mercado y la protección del inversor.

TRUST INDENTURE ACT OF 1939

Se aplica al adeudo de valores como bonos, obligaciones y notas que son ofrecidas para venta al público.

INVESTMENT COMPANY ACT 1940

El fin de este Acta es la divulgación de información al público inversor sobre los fondos y sus objetivos de inversión.

INVESTMENT ADVICER ACT OF 1940

Regula a los intermediarios y profesionales que aconsejan sobre inversiones.

SARBANES-OXLEY ACT OF 2002

Creada el 30 de julio de 2002, tras el escándalo del caso Enron, y rubricada por el presidente Bush, este Acta intenta mejorar la responsabilidad social corporativa, la información financiera y combatir el fraude contable y corporativo, así como supervisar la actividad del auditor¹⁷⁸.

DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT OF 2010

La legislación parte de la remodelación del sistema regulatorio de EEUU, regulación de productos financieros, gobierno corporativo y divulgación de información y transparencia¹⁷⁹.

JOBS ACT

Requiere de la SEC expedir estudios, difusión de información y registros. Intenta agilizar el acceso de pymes al mercado sin pesadas regulaciones.

6.2 Avaricia americana: los casos de corrupción en EEUU

6.2.1 Caso Enron¹⁸⁰

¹⁷⁸ MORRISEY, J. "Catching the culprits: Is Sarbanes-Oxley Enough". *Columbia Business Law Review* n° 801. 2003. págs 836,837.

¹⁷⁹ S.P.Ho, "Recent development: a missed opportunity for "Wall Street Reform": secondary liability for Securities Fraud after the Dodd-Frank Act". *Harvard Journal of Legislation* n° 49. 2012. págs. 175-177.

El colapso de Enron es el resultado de prácticas poco éticas como la evasión de impuestos y la manipulación de la contabilidad. Es el más significativo colapso de una corporación en EEUU desde los años 80. Estas prácticas ilegales y poco éticas llevaron a crear la Sabarnes-Oxley Act en 2002. Enron era una empresa de energía, gas natural y servicios eléctricos de Houston, Texas, y tenía alrededor de 21.000 empleados antes de la quiebra. Estaba en la lista de las siete compañías más grandes de EEUU, y dominaba el mercado de las comunicaciones, y el tiempo. Aunque tenía todos los protocolos de responsabilidad social corporativa, ha sido el escándalo más emblemático de la historia de las corporaciones. Fueron el CFO Jeffrey Skilling y el CEO Ken Lay los responsables de la estafa de inversiones y de la conspiración para inflar los beneficios. Violaron leyes contables, falsificaron cuentas anuales, estados financieros, libros de contabilidad, no sin la aquiescencia de la cooperadora necesaria y gran perdedora del escándalo la archifamosa consultora y auditora: Arthur Andersen. Tampoco quedó claro su estrecha relación con la administración Bush, que tuvo que donar a caridad sus propias donaciones recibidas por Enron. Arthur Andersen, se convirtió en consultora y auditora, sus prácticas contables fueron más que dudosas y ambas trabajaron para cubrir pérdidas y deudas financieras, además muchos de sus empleados se pasaron a trabajar a Enron temporalmente, creando graves conflictos de intereses que se resolvían a favor de su propio beneficio y en contra de la compañía. En noviembre de 2001, Enron revisó los estados financieros de los 5 años anteriores y encontraron 586 millones de pérdidas. El desmoronamiento de Enron ocurrió después de ser revelado que muchos de sus beneficios e ingresos fueron el resultado de negocios con entidades de especial propósito. El impacto fue total, sobre accionistas, depositarios, bancos, inversores, clientes, proveedores, sociedades, sus propios empleados y a los EEUU. La implosión financiera de Enron costó miles de empleos y dejó a 5.600 empleados sin sus fondos de pensiones invertidos en las propias acciones de la compañía mientras los directores de la compañía sacaban rédito de sus lucrativas stock options. Los accionistas perdieron cerca de 11 billones de dólares a finales de noviembre de 2001. Enron fue la responsable de la falsa crisis de electricidad en California entre 2000 y 2001, realizando “apagones” deliberadamente y subiendo el precio de la electricidad hasta 9 veces. Bancos de inversores como Citigroup, Merrill Lynch, JP Morgan fueron grandes perjudicados con la caída de Enron, pero también contribuyeron a esconder la deuda y por no aplicar su propia y debida diligencia. Jeffrey Skilling, Keneth Lay, Andrew Fastow, se negaron a declarar ante a audiencia del Senado. Fueron acusados de estafa de inversiones, fraude electrónico, fraude postal, blanqueo de capitales y conspiración. Después de 6 días de deliberaciones, el 25 de mayo de 2006, el veredicto alcanzado en la Corte de Houston, para los ejecutivos de Enron fueron condenados Skilling a 19 de los 28 cargos de estafa de inversiones y fraude electrónico y absueltos de los restantes nueve, incluyendo cargos de manipulación de información, fue

¹⁸⁰<http://www.ukessays.com/essays/accounting/the-enron-scandal-and-ethical-issues-accounting-essay.php>

sentenciado a 24 años y 4 meses de prisión.K. Lay sentenciado a 45 años de prisión, pero murió de un ataque al corazón en julio de 2006.

El escándalo Enron ha sido una lección moral, se ha incorporado en todas las compañías protocolos de conducta adecuada, (due diligence, compliance) para evitar delitos que se cometan tanto en provecho, como en perjuicio de la compañía. Se ha mejorado la responsabilidad social corporativa, y la supervisión en el ejercicio de las empresas. Se han incorporado estándares éticos en las compañías, a petición de la SEC, así como auditorias externas serias y responsables.

6.2.2 Caso Madoff

El escándalo de estafa de inversiones Madoff es el típico “esquema ponzi o piramidal”, así lo confeso el expresidente del Nasdaq americano, Bernard Madoff en 2008. Bernard Madoff, era un exitoso hombre de negocios, uno de los fundadores de la bolsa de inversiones NASDAQ, pero fue declarado culpable de estafa y se convirtió en un gran escándalo. Fue sentenciado a 150 años de prisión y a la restitución de 170 millones de dólares. Los fiscales estimaron el tamaño del fraude en 64,8 billones \$, basados en las cantidades de las cuentas de los 4.800 clientes. Madoff comenzó su carrera en los años 60, las investigaciones creen que el fraude comienza en los 80, aunque él matiza que en los 90, fue el primero que pagó un bróker por ejecutar ordenes de clientes, se convirtió en el comerciante mas grande en la NYSE de acciones numeradas en EEUU, comerciando sobre el 15% del volumen de transacciones. Sobre el año 2000 es uno de los comerciantes top de valores en EEUU, mantenía aproximadamente 300 millones de dólares en activos. En marzo de 2009 confiesa que desde mediados de los 90 había parado de negociar y las devoluciones habían sido fabricadas. La estrategia de inversión de Madoff era la compra de valores en las blue-chip y crear contratos de opciones con ellos, y en vez de ofrecer devoluciones altas a los recién llegados, ofrecía modestas pero seguras devoluciones a exclusivos clientes. Mantuvo el secreto sobre la firma del negocio así como los estados financieros. Su reputación se hizo con la entrega sólida de devoluciones del 1 o 2 % mes a mes a sus inversores, “trabajaba su magia alcista sin tener en cuenta los giros del mercado”. Aunque había amplias señales de que sus operaciones eran fraudulentas, su fondo era considerado exclusivo, rechazando siempre reunirse con inversores. La familia Madoff alcanzó un acceso inusual a los legisladores y reguladores de Washington a través de los principales grupos de negociadores, tenía lazos desde hacía tiempo con el SIFMA (industria de valores y la asociación de mercados financieros, la organización del mercado primario).Finalmente, la pirámide se colapsó cuando algunos clientes reclamaron 7 billones de pagos por indemnizaciones tras la caída de la economía y Madoff no tenía el dinero para pagar porque no había nuevos inversores.

6.2.3Otros casos que aunque no tan emblemáticos, sí han sido importantes

El “Caso Worldcom”, Citigroup, llegó a un acuerdo para pagar 285 millones de dólares por un acuerdo civil con acusación de defraudar a clientes durante la burbuja inmobiliaria, además la SEC les hizo prometer “Citigroup nunca volvería a violar ninguna de las disposiciones antifraude del mercado de valores de la nación”. La principal agencia de correduría había acordado lo mismo cuando llegó a un acuerdo por violación en julio de 2010, y en mayo de 2006, también más lejos en marzo de 2005 y abril de 2000¹⁸¹.

Citigroup no es el único ofensor reincidente a los ojos de la SEC en Wall Street. Casi todas las grandes compañías financieras: Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan Chase y Bank of America han llegado a acuerdos antifraude prometiendo a la SEC que nunca volverían a violar una ley antifraude.

Un análisis del New York Times de las acciones ejecutadas los últimos 15 años encontró al menos 51 casos en los que 19 firmas de Wall Street habían violado leyes antifraude y habían alcanzado acuerdos para no volver a quebrantar la ley.

La SEC se ha unido a la Oficina del fiscal del distrito de Manhattan para investigar un posible caso de uso indebido/malversación de fondos por el Gobernador Chris Christie y sus aliados. Se trata de una inversión en el anticuado puente “Pulasky Skyway” y otras calzadas en New Jersey a través del desvío de los fondos de las Autoridades Portuarias¹⁸².

“Juicio: La SEC contra los hermanos tejanos Wyllys”. La SEC se enfrentó en marzo de 2014 contra los ricos hermanos inversores tejanos Charles y Samuel Wyly por acusaciones de fraude de 550 millones de dólares e uso de información privilegiada. La SEC acusa a los Wyllys de ocultar valores en el mercado desde 1992 a 2004 en la Sterling Software Inc, Michaels Stores Inc, Sterling Commerce Inc , y la Scottish Annuity&life holding Ltd a través del uso de créditos y entidades en paraísos fiscales. También sostiene que los Wyllys ganaron 31,7 millones de dólares por uso de información privilegiada en la Sterling Software después de decidir vender la compañía en 1999. La SEC y Samuel Wyly (Charles murió en accidente de coche), se han visto comprometidos a llegar a acuerdos antes del juicio, con el regulador demandando una admisión del delito como parte del acuerdo bajo los términos de la Presidenta Mary Jo White¹⁸³.

La SEC contra Ladislav “Larry” Schvacho, una pérdida dolorosa para la SEC, que será de referencia. La SEC ha perdido un caso por uso de información privilegiada en la Corte Federal en el Distrito Norte de Georgia. La SEC alegó que el acusado, un ingeniero retirado de CISCO, Larry Schavcho, que es amigo íntimo de Larry Enterline, el CEO de IT Patners, hizo uso de información privilegiada y comerció con esa información desde noviembre de 2009 hasta

¹⁸¹ *New York Times*, 08/11/2011.

¹⁸² *MainJustice*, 25/04/2014.

¹⁸³ Agencia Reuters, 30/03/2013.

febrero de 2010. La SEC busca la devolución de 512,667 millones de dólares que fueron ganadas indebidamente, con penas de multa civiles y un requerimiento permanente a Schavcho por una violación de la Sección 10 (b) y 14 (e) de la Exchange Act¹⁸⁴.

La SEC también perdió otro caso después de casi tres semanas de juicio en la Corte Federal de Kansas cuando el jurado rechazó las 12 acusaciones contra Stephen Kovzan, jefe financiero de NIC Inc. La SEC acusó en enero de 2011 a Kovzan por fraude en el mercado de valores, por violación de los libros registros de la SEC y los controles internos de previsión, y alega ayuda e incitación a la NIC por violación del mercado de valores. La Agencia buscó multas monetarias, un mandato judicial por complicidad y la prohibición de servir como directivo en una compañía del mercado. Aunque el Jurado votó en contra.¹⁸⁵

La SEC imputa a Goldman Sachs delito de estafa.¹⁸⁶

La SEC ha imputado a Goldman Sach&co y a uno de sus vicepresidentes por estafa en productos del mercado financiero unido a las hipotecas subprime (hipotecas basura) cuando el mercado inmobiliario comenzó a colapsarse¹⁸⁷.

6.3 La responsabilidad civil de los supervisores de las corporaciones por folleto defectuoso en USA¹⁸⁸

La Securities Act 1933 (en adelante, SA 1933-US) es la primera ley que impuso responsabilidad civil por el folleto defectuoso. La responsabilidad civil de las secciones 11, 12 y 15 de la SA 1933-US. La sección 11 negocia con las ofertas de registro público, la sección 12 concierne a los oferentes y vendedores de valores, que hacen la oferta en violación del registro y los folletos requeridos. La sección 12 (2) impone la responsabilidad a aquellos que ofrecen vender valores usando material con declaraciones erróneas en cualquier caso si la oferta está o no registrada o exceptuada. Aunque la sección 12 negocia con la venta u oferta de valores o con folletos con declaraciones erróneas con ofertas públicas de inicio IPO, como sostuvo la Corte Americana en el “caso de Gustafson v

¹⁸⁴ Case 1:12-cv-02557-WSD Document 62 Filed 01/07/14 págs.1 of 44.

¹⁸⁵ *Legal Times*, diciembre, 2013.

¹⁸⁶ “La SEC imputa a Goldman Sachs de estafa”, Jenna Greene, 16/04/2010.

¹⁸⁷ Goldman Sachs was sued by SEC for fraud and its contribution to the subprime crimes. See details “*Goldman Sachs Fraud Charges filed by SEC over subprime Mortgage securities*”, J.Gallu and C.Harper Huffington Post, April 16, 2010, “*Goldman Shares Tumble on SEC fraud allegations*”, April 16, 2010. Bloomberg,

¹⁸⁸ SOLAIMANS.M, op.cit (Statutory civil liabilities of corporate) págs 100-122.

En Canadá, la sección 130 (1) (d) de la Securities Act 1990 (Ontario) dice así; “*toda persona o compañía que consienta la difusión de información en el folleto que haya sido realizada de conformidad con la normativa, solo responderá de las informaciones, opiniones o juicios que hayan realizado*”, y la (e) “*toda persona o compañía que firme el folleto o la enmienda al folleto queda incluida en las cláusulas a,b,c,d*”.

Alloyd”, es lo concerniente con la responsabilidad de los vendedores. Mayormente, las compañías emisoras son las vendedoras, aunque, la aseguradora puede también estar de acuerdo con la vendedora por los propósitos de la sección 12, como se discutirá.

La responsabilidad de los emisores va más allá del ámbito de este artículo, por eso, la sección 12 será discutida solo con respecto a los supervisores. Por otra parte la sección 15 impone la responsabilidad civil a aquellos que controlan las personas responsables bajo las secciones 11 y 12. El Congreso de EEUU impulsó esta provisión “*para frenar la posibilidad de que las corporaciones nombraran a directores ineptos*”, a los que ordenar y controlar, que firmarían los estados registrados y así evitar la responsabilidad de poder controlar a la persona, en la jurisprudencia española conocidos como “*hombres de paja*”¹⁸⁹.

La responsabilidad impuesta bajo la sección 11 de la SA1933-US es considerada la más incentiva para asegurar la verdad y exactitud en la divulgación de información económica en los mercados primarios de valores. La sección 11, provee detalles acerca de la responsabilidad civil por cualquier declaración errónea en los estados registrados que incluyen los folletos. Se dice que si el estado registrado, cuando deviene efectivo, “*contiene un estado falso o hechos materiales omitidos o necesarios para hacer los estados no engañosos*”, cualquier persona que adquiriera valores relevantes sin conocimiento de la falsedad u omisión tiene derecho a reclamar una indemnización por los daños ocasionados.

La Securities Act r 405, define el término material como “hechos sobre los que un prudente inversor debería razonablemente estar informado antes de la compra de los valores registrados”.

La sección parece muy amplia y vaga respecto a la imposición de la responsabilidad de las personas. Estas ambigüedades están aparentemente no solo de acuerdo con las personas responsables, sino también con respecto a las personas que tienen derecho a una demanda por responsabilidad. La sección usa “cualquier persona que adquiriera tal valor”, que significará que incluso el adquirente en el mercado secundario le está permitido demandar por daños. En la práctica hasta 1995, las cortes aplicaron consistentemente esta sección a los mercados primarios y secundarios así como por las participaciones que fueron firmemente unidas con el estado registrado firmado. Por contra, otras Cortes sólo lo aplican al mercado primario, como explica Morales Garcia en el mercado español. Esta aproximación tardía ha sido rechazada por un tribunal, que ha permitido que se apliquen ambos segmentos a ambos mercados.

La aplicación de esta sección esta limitada solo a valores registrados, los valores ofrecidos esrequerida para ser registrados y son registrados de acuerdo, y

¹⁸⁹WAN K.S. “Gatekeeper liability versus regulation of wrongdoers”. *Ohio Northern University Law Review* n° 34. 2008. pág 483.

con la responsabilidad surgiendo materialmente de estados defectuosos o engañosos siendo incorporados en el registro del documento.

El remedio que da esta sección es recuperar la pérdida o el daño de la persona responsable. En orden a recuperar la pérdida sufrida de la inversión en valores cubiertos por el estado dado, el inversor es requerido para probar dos cosas: primero, que hay material engañoso u omisión en el registro de los estados, y segundo, que el inversor perdió dinero con esa inversión.

Hay una significativa laxitud en términos de acuerdo a los requerimientos. Los inversores reclamantes no están requeridos para demostrar que ellos recibieron una copia del estado del registro, mostrando solo que ellos estaban de acuerdo en adquirir las participaciones. Aunque, la confianza en declaraciones erróneas u omisiones tiene que ser probada por los inversores si el/ella ha comprado las participaciones después del emisor ha publicado un estado de ganancias en un periodo de al menos 12 meses desde la fecha efectiva del registro, sino se requiere al demandante la lectura del registro del estado como señala en la sección 11 (a) de la SA1933 US y que sostiene en la sentencia del “caso Haraldson v E F Hutton Group Inc” , la inversión requiere que:

“Cualquier parte del estado del registro, cuando esa parte sea efectiva, conteniendo un estado falso o hecho u omisión de un hecho requerido válidamente para ser estado o necesario con hacer declaraciones no engañosas”.

“Si no se requiere ningún conocimiento doloso para probar, porque la responsabilidad se aplica con inocentes o culpables pero que dan declaraciones erróneas o con omisiones”.

6.3.1 Personas responsables bajo la Sección 11 de la SA 1933-US¹⁹⁰

La sección 11(a) impone la responsabilidad a cada persona que firma el registro de un estado. Las personas requeridas para firmas esos documentos están nombrados en el sección 6 del mismo Act. Son: el emisor, el director ejecutivo, los oficiales financieros y de cuentas, y una mayoría de miembros del borrador del director. En suma, la sección 11 (b) –(e) impone la responsabilidad en b) los directores c) todos los directores del folleto que consienta el director, d) todos los contables y expertos que han consentido ser nombrados para preparar o certificar parte del estado registrado y e) cualquier aseguradora por su respectiva proporción basada en el acuerdo.

Hay excepciones: si una persona ha sido nombrada como la que prepara o certifica cierta parte del estado, esa persona es responsable por la declaración errónea, si la hay, de esa parte específica. Segunda, cada aseguradora es responsable de la parte específica o de toda la oferta que han asegurado. Su

¹⁹⁰ SOLAIMANS.M, op.cit (Statutory civil liabilities of corporate gatekeepers for defective prospectuses) pág 15

responsabilidad está sujeta a algunas disposiciones de defensa, como las que se discutirán. Por tanto, los aseguradores pueden obviamente tomar parte, pero la responsabilidad de los abogados y auditores permanece difusa a menos que se hayan preparado y certificado ciertas partes del estado registrado.

6.3.2 Responsabilidad civil bajo sección 12 de la SA 1933 –US por folleto defectuoso

La sección 12 de la SA 1933 US, impone la responsabilidad civil a los vendedores por dos errores: el primero, vender u ofrecer valores sin estar registrados, cuando se deben registrar bajo la sección 5. Segundo, vendiendo u ofreciendo declaraciones erróneas en el folleto o comunicaciones orales. La sección 12 (a) 1, concierne mayormente a la venta u ofrecimiento de valores con la violación de los requisitos del registro de la sección 5 a través de un folleto falsificado/defectuoso.

Los elementos básicos de esta violación establecidos por el demandante son: 1) el acusado es el vendedor, y 2) el acusado no cumplió con el requisito del registro del folleto. El acusado soportara la carga de la prueba si la oferta no necesitaba ser registrada. La violación fundamental de esta sección ocurre cuando los valores no han sido registrados antes de emitir la oferta. Claramente impone la responsabilidad a los vendedores de valores, o a los que simplemente cualquiera que ofrezca o venda valores sin registrar será responsable bajo la sección 5 de la misma Act. El comprador puede reclamar también la rescisión del contrato de inversión si los valores están todavía en venta, o los daños donde los valores han sido ya transferidos al mercado secundario. Hay una clara restricción en esta responsabilidad del comprador desde el inicio de la distribución tiene derecho a reclamación bajo esta sección si estaba alertado de la falsedad u omisión de la cuestión al tiempo de la compra. Esta provisión es ambigua en el caso de no definir la persona en relación con el vendedor o el oferente. Por consiguiente, los supervisores no son explícitamente responsables por la preparación de los folletos defectuosos.

La sección 12 (2) crea la responsabilidad civil por declaraciones erróneas en la divulgación de información en relación con las ventas de valores, si están o no registradas y si están o no exceptuadas de la regla sección 5.

La ambigüedad de esta sección ha sido aclarada por la Supreme Court 1995 en el “caso Gustafson v Alloyd”, aseverando que la sección 12 a(2) se aplica solo a ofertas iniciales públicas hechas por las disposiciones de los folletos, que es el estudio central de este artículo de Solaiman. Significa que es aplicable al mercado primario o transacción única, dejando al mercado secundario bajo la sección 10 (b) y la r10 b -5 de la Securities Exchange Act 1934 (en adelante, SEA 1934 –US). Por consiguiente, la responsabilidad bajo las sección 1 y sección 2 de la sección 12 son directamente relevantes a este

artículo y deben ser impuestas por responsabilidad a los vendedores. La definición de vendedor, es la misma bajo la s.12 a (1) y la s.12 a(2) como la Court en el “caso Shaw v Digital equipment Corp” o de la sentencia del “caso Pinter v Dahl” e interpretada por la sección 12 en la Supreme Court sobre esa misma acepción¹⁹¹.

6.3.3 Responsabilidad civil de los auditores por folleto falsificado en USA

Los auditores y los contables son primeramente responsables como categóricamente define la sección 11 (4) de la SA 1933-US¹⁹².

Ninguna disposición legal de los 4 países que se estudian han definido categóricamente a los auditores como la persona que sería responsable por folleto defectuoso. Además de la “omisión” en los estatutos, ellos pueden potencialmente ser demandados por su participación en la preparación de los folletos en cualquiera de los 4 países. La sección 11 (4) de la SA1933-US, usa el término “contable” y hace a “todo contable” responsable por la divulgación defectuosa. Por tanto, la legislación americana parece tener en una mejor posición respecto a los auditores. La Corte en el caso “Admiralty Fund v Hugh Johnson & co” sugirieron en relación a los contables que no puede ser evitada incluso si siguen los estándares contables, pero conociendo o imprudentemente fallando en la divulgación de la verdad. Otras secciones relevantes son la SA 1933-US y la SEA 1934 –US, aunque son ambiguas¹⁹³.

6.3.4 Disposiciones legales de las aseguradoras por folleto defectuoso en USA

Las aseguradoras son responsables. Eso está claro en USA bajo la Sección 11 de la SA 1933, incluso en la sección 12 como vendedor con respecto a los valores que se venden bajo contrato firmado, el contrato de seguro¹⁹⁴.

6.3.5 Disposiciones legales sobre la responsabilidad de los abogados en el folleto defectuoso en EEUU

Aunque no están categóricamente definidos en los 4 países, sin duda pueden encarar la responsabilidad civil debiendo su papel significante al proceso de creación del folleto en la compañía. Aunque, interpretaciones judiciales de las provisiones de la responsabilidad del folleto no están claras respecto a la responsabilidad de los abogados¹⁹⁵.

¹⁹¹Caso “Pinter v Dahl” 486. US 622,623. 1968

¹⁹²GRIMES, A “Responsability and accountability in the financial sector”.*Journal Article. Company Lawyer* 35 (2).2014, págs 44-49.

¹⁹³SOLAIMANS.M, op.cit (Statutory civil liabilities of corporate), pág 27.

¹⁹⁴SOLAIMAN S.M, op.cit “, pág 28.

¹⁹⁵ TURNER. J.S.M., “Prospectus misrepresentation defences”.*Company Law article n° 10* (5). 1989. págs 106-112.

Los abogados en USA pueden ser responsables bajo la s.11 (4) de la SA 1933 como responsable “cualquier persona cuya profesión autorice el juicio hecho por él, que tiene su consentimiento definido como teniendo preparado el certificado de cualquier parte del juicio registrado”. Quizás no sea responsable bajo la sección 12 de la SA 1933, que impone la responsabilidad solo a los vendedores, y los abogados no son vendedores en los propósitos de esta sección. El caso “BarChris”, el Juez McLean observa que aunque los abogados dan consejos sobre requerimientos legales del folleto, no significa que el documento entero esté preparado por la persona como experta¹⁹⁶.

Igualmente se ha argüido que los abogados financieros en USA no tienen responsabilidad como experto con respecto a su compromiso en la preparación del documento divulgado. Aunque, pueden ser responsables como consejeros legales¹⁹⁷.

La conclusión a la que llega Solaiman en su artículo es que la responsabilidad civil tiene dos objetivos principales: el primero, compensar a los inversores por los daños económicos; y el segundo, persuadir a las compañías a cumplir con la ley para evitar las pérdidas que surgirían por contravenir los requisitos del folleto. Además la responsabilidad civil tiene como primer propósito la disuasión, que puede ser específica y general. En vez de eso, la responsabilidad de los supervisores como son los abogados, auditores y aseguradoras se había pensado que era una disuasión efectiva para los delitos de las corporaciones, como se puede inferir de los recientes escándalos corporativos.

No ha sido así, destaca el artículo 6 de la Directiva Folletos, en la que se debe identificar a las personas responsables por la información contenida en el folleto, dice así:

“Las personas responsables (por los estados y la información contenida en el folleto) debe quedar claramente identificada en el folleto con su nombre y función así como su declaración, su mejor conocimiento de que la información contenida en el folleto está de acuerdo con los hechos y que el folleto no tiene omisiones que afectan a un hecho importante”.

La creación y el mantenimiento de la confianza de los inversores en el mercado de valores depende de la integridad de los mercados en los que el público deposita sus ahorros y beneficios. Esta integridad se basa en la equidad y justicia que puede ser creada y promovida por el régimen regulatorio y su efectivo cumplimiento de la ley por la autoridad competente.

En el artículo Solaiman demuestra el papel vital de los supervisores atendiendo a sus clientes en contravención y en cumplimiento de las condiciones

¹⁹⁶ESCOTT v BARCHRIS 283 F.Supp. S.D.N.Y 1968.

¹⁹⁷SOLAIMAN. S.M, op.cit (Statutory civil liabilities of corporat) pág 29.

de la difusión de información en el mercado primario, debiendo trabajar con los clientes y usuarios en su trabajo con honestidad, sinceridad, diligencia y profesionalidad. John Coffee, ha culpado a los supervisores del colapso de las corporaciones en los años 90, y arguye que esos incidentes son el resultado de la asesoramiento a los clientes contraviniendo los requisitos de divulgación de información y aprovechándose del declive del control de la responsabilidad¹⁹⁸.

En referencia a la participación de los supervisores en la preparación del folleto defectuoso y sus significantes efectos en inversores y mercado de valores, la Corte de USA sostiene que una simple participación podría desencadenar responsabilidad. Pero los requisitos de responsabilidad son poco claros en los cuatro países estudiados y no hay una evidencia clara para sostener que todos los supervisores son responsables por la información difundida con respecto a los mercados primarios, aunque esto es discutible si hay pruebas judiciales claras. No están nombrados categóricamente en la línea de la Directiva folletos aunque las aseguradoras deben estar nombradas en los estatutos de Australia y USA. Las víctimas de folletos defectuosos generalmente prefieren demandar al emisor más que a individuos particulares. Puede ser esta una de las razones por las que se identifique más fácilmente a los emisores como personas responsables por el folleto defectuoso, mas que a los supervisores. Es recomendable que los supervisores sean nombrados con su profesión y función. Además de nombres específicos, el folleto debería contener expresiones como “cualquier persona” o “todas las personas” que participen en la preparación de un folleto defectuoso por ser responsables de llevar a cabo una actuación negligente y que conlleva responsabilidades.

Las provisiones concernientes a la responsabilidad en el mercado primario deberían estar escritas claramente y con términos simples para facilitar su eficiente cumplimiento. Esta ambigüedad en la ley es impedimento para cumplir, con ánimo las contravenciones, donde un cumplimiento en los requisitos de difusión de información es esencial para proteger al inversor en el mercado. Una apropiada responsabilidad puede animar a ambos supervisores y clientes seguir la ley que será un beneficio para ambas partes. Aunque la responsabilidad como tal no es una panacéa, porque una solución completa para disuadir del delito en las corporaciones no puede recaer solo en los supervisores, sino también en la responsabilidad de los emisores, esto quizá produzca una efectiva prevención del delito. Se debería tener en cuenta que la regulación de las corporaciones y sus

¹⁹⁸ COFFEEJ.,” Understanding Enron”. *Journal Article. University of Columbia*.2002. Business Lawyer. Pg 1403. Y también John Coffee,” The attorney as gatekeeper”.*Law Review. University of Columbia*. 2003. págs 1293-1296.

COFFEEJ., “What caused Enron? A capsule Social and Economic History of the 1990s”.*Cornell Law Review* 269 n°89. págs 279,280.

Fox, “Gatekeeper failures: why important, what to do”. *Michigan Law Review* n° 106. 2008. pág 1089.

.TOMASIC R, “Corporate Collapse, Crime and Governance-Enron, Andersen and Beyond”. *Australian Journal of Corporate Law* n° 14-1, 2002.pág 15.

aliados, los supervisores con respecto a los delitos económicos tiene un significativo impacto positivo en la economía de un país¹⁹⁹.

Las decisiones judiciales en USA desde 1960-1980 han expandido en los países con un derecho desarrollado la responsabilidad a los supervisores, pero una tendencia a la inversa se empezó a detectar en la responsabilidad por declaraciones erróneas en los casos que llegaron en los años 90. Ahora “es muy difícil determinar la interpretación judicial en esta área, con mentiras continuas sobre la responsabilidad”, pero sentencia Pacini, que se tiene que admitir que el cumplimiento de la responsabilidad de los supervisores y el público conocimiento ha sido importante para el desarrollo del mercado de capitales²⁰⁰.

En el contexto histórico de las hipotecas subprime que han contribuido a la reciente crisis financiera global, Jeffrey Manns sugiere que los supervisores deberían ser pagados por los gobernantes o la administración a través de los contribuyentes para evitar los dos principales problemas que ha tenido la contabilidad y los usuarios finales del mercado, añade que los supervisores en los mercados de valores, pueden estar regulados y administrados por fondos del contribuyente en orden a tener una mayor regulación²⁰¹.

LaPorta, Lopez de Silanes, Sheifer and Vishny, aquellos que más veces son citados en cualquier trabajo de investigación sobre la protección del inversor, han encontrado un principio fundamental en la regulación del mercado primario y este es: la imposición de responsabilidad a las personas encargadas de la preparación del folleto. Esta regulación es necesaria para asegurarse la precisión, idoneidad y atemporalidad del material de información personificado en la difusión de información de documentos en relación con ambos emisor y el distribuidor interesado. Diferentes estudios universitarios han demostrado que la responsabilidad legal y su efectivo cumplimiento son necesarios para el desarrollo del mercado primario. Conseguir la efectiva responsabilidad implica leyes claras en su articulación. Esto es porque el beneficio de una ley particular depende del cumplimiento por las autoridades competentes de una manera efectiva y eficiente²⁰².

¹⁹⁹Fox, “Gatekeepers failures”. *Michigan Law Review*. 2008. Pgs 1089-1093

²⁰⁰PACINI. C, GREINKEA. and GUNZS., “Account Liability to Nonclients for Negligences in the UK, Canada, Australia and New Zealand”. *Suffolk Transnational Law Review* n° 17.2001.págs 70-71.

²⁰¹.MANN SJ, “Rating Risk after the subprime Mortgage Crisis: A user free Approach for Rating Accountability”. *North Carolina Law Review* n° 87. 2009. pág 1011.

²⁰² LAPORTA et al, “Legal determinants of external finance”. *Journal of finance* n° 52.1997.pág 1131.

R. LAPORTA, F.LOPEZ DE SILANES, A.SHLEIFER and R.VISHNY, “Investor Protection: Origins, Consequences, Reforms”. *Harvard Institute of Economic Research*. Working Paper n° 1883.1999, pág 20. También disponible: <ftp://ftp.repec.org/RePEc/fth/harver/hier1883.pdf>. A.Shleifer and D. WOLFENZON, “Investor Protection and Equity Markets”, *Journal of Financial Economics*. N°66, 3. 2002.

LAPORTA R,F.LOPEZ DE SILANES and A.SHLEIFER, “What Works in Securities Law”. *Journal of Finance* 61. 2006

Mientras los supervisores tienen previsto reducir la información asimétrica, su fracaso sobre su adecuada actuación en sus deberes ha mandado un mensaje equivocado a los potenciales inversores en el mercado. La réplica que siguió al crack del 29 cuando los mercados de valores estaban en un “completo desbarajuste” hizo que Roosevelt cuestionara al Congreso de los USA ha realizar una ley que “que pusiera la responsabilidad de decir la verdad a los vendedores” de valores en orden a “traer la confianza del inversor”. Los supervisores tienen un rol central en convencer al emisor para decir la verdad. Por lo tanto, su responsabilidad como incentivo a realizar sus responsabilidades adecuadamente debe ser impuesto en términos enfáticos. Debe tenerse en cuenta que los supervisores son el centro de una fuerte cultura de protección al inversor dentro del mercado de valores.

Una visión general de los seis mayores crashes entre 1690 y 1990 revela que las burbujas, las explosiones y las reformas están interrelacionados. En el pasado la mayoría de las nuevas leyes regulatorias vinieron seguidas de burbujas debido a la laxitud en la regulación. Para Solaiman, en 2014, es tiempo de reformar la responsabilidad de los supervisores antes de que inocentes inversores vuelvan a sufrir las consecuencias de otra burbuja económica²⁰³.

7. La propuesta de Eurodelitos

7.1 Consideraciones necesarias

Explica FOFFANI que la Propuesta de los Eurodelitos parte de la pretendida homogeneidad en la regulación extrapenal que hace absolutamente necesario –más que en otros ámbitos de la actividad económica– que esta se dé también a nivel penal, garantizando así la igualdad de condiciones de competencia entre los operadores de los distintos países²⁰⁴.

La propuesta iba en la línea de la elaboración de un proyecto de código penal económico, ya que el derecho penal comparado carecía de una regulación racional, completa y practicable del “engaño”, no sólo en el delito de estafa, sino que también se explicaba que existían lagunas en los diferentes modos de obtención fraudulenta de crédito²⁰⁵.

En esta línea argumental reflexiona FOFFANI que parece oportuno definir y delimitar las líneas directrices de un delito especial de fraude en la solicitud del crédito ó estafa de crédito. Debería contarse con una tutela penal específica, en la se adelante la barrera de la protección frente a la figura clásica de la estafa. Es de la opinión este autor que parece oportuno sugerir la introducción de un delito

²⁰³GERDINGE.F. “The Next Epidemic: Bubbles and the Growth and Decay of Securities Regulation”. *Connecticut Law Review* n° 38 .2006, págs. 393-396.

²⁰⁴TIEDEMANN, K. op.cit. (*Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea*), pág 109

²⁰⁵MUÑOZ CONDE, F./ FOFFANI, L. “Las entidades bancarias como autores o víctimas de delitos financieros. Una perspectiva comparada”. *En Revista Penal número 25*. Enero 2010. pág. 87

especial de la intermediación crediticia, frente a los abusos en la concesión de crédito por parte de los operadores (administradores o empleados bancarios). La necesidad de un modelo unitario para todos los países europeos, es aún mayor, porque está en juego la efectiva “igualdad” entre los diversos actores del mercado único en la forma más típica de la actividad bancaria la concesión del crédito²⁰⁶.

En relación a los delitos bursátiles, explica FOFFANI que en un proceso de armonización del derecho de la Unión Europea, la regulación de los mercados financieros no podía estar ausente. El camino hacia la armonización se dice que viene en gran medida facilitado sobre todo por el desarrollo común del marco institucional del mercado financiero. Y así mismo, es importante en este capítulo el papel de las directivas de la Unión Europea²⁰⁷.

El proyecto de Eurodelitos considera estos objetos de protección y pretende proporcionar un modelo uniforme en la futura regulación penal del mercado financiero europeo. Explica FOFFANI que se pretende tutelar la protección de la confianza de todos los operadores del mercado y sobre todo de los potenciales inversores. Es decir, el correcto funcionamiento de los mercados de los instrumentos financieros. Se argumenta que la utilización ilegítima de desequilibrios informativos que tengan relevancia en la cotización de títulos no solo vulnera la ética económica sino también la eficiencia del mercado²⁰⁸.

Se castiga, en esta Propuesta de Eurodelitos “las informaciones falsas, cuando estas sean idóneas para influir de manera considerable en la cotización de títulos valores en los mercados organizados de valores de la UE”. La omisión se equipara a la acción cuando esta viole la normativa legal, y la información omitida afecte a la organización. Así se concluye, que los peligros que amenazan el correcto funcionamiento de los mercados de capitales –y sobre todo los concretos intereses del inversor individualmente considerado- derivados de conflictos de intereses entre intermediarios financieros y clientes sería el objetivo del delito de administración fraudulenta en la intermediación financiera (como veremos infra).

Conviene en este punto como razonar HOPT y VOIGHT que para entender el concepto amplio de “información falsa” debería definirse una clausula general que no solo englobe todas las publicaciones obligatorias y divulgaciones voluntarias del mercado secundario, sino como mínimo también todas las obligaciones del mercado primario²⁰⁹.

²⁰⁶TIEDEMANN, K. op.cit. (*Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea*), pág. 110.

²⁰⁷TIEDEMANN, K. op.cit, pág. 112.

²⁰⁸TIEDEMANN, K. op.cit.,. Págs. 114-117.

²⁰⁹HOPT, K., VOIGHT, H. “Responsabilidad civil de los folletos de admisión y de la información del Mercado de capitales: Derecho y Reforma en la Unión Europea, Suiza y EEUU en *Estudios de Derecho de Sociedades y del mercado de valores*”. HOPT, Ks. Marcial Pons. Madrid, 2010, pág. 353.

7.2 La propuesta en concreto articulada en el proyecto de Eurodelitos: En relación a la protección penal de la competencia: Propuesta: Art.35. “Publicidad engañosa en general y sobre inversiones de capital”

- a) *“Quien en las ofertas de productos o de servicios profesionales destinadas a un amplio número de personas realice indicaciones incorrectas que resulten esenciales para la celebración de un contrato y bastantes para inducir a error a un consumidor cuidadoso y razonable será castigado con...”*
- b) *“Productos en el sentido del apartado anterior son también títulos valores y derechos de participación. Será igualmente sancionado conforme a lo dispuesto en el apartado 1 quien oculte hechos esenciales en folletos u otros documentos escritos relativos a títulos o derechos de participación destinados a un gran número de personas”.*

Tiene razón PORTERO HENARES cuando critica la redacción del apartado segundo, ya que la “explicitación” ya estaría cubierta en el texto del párrafo primero sin forzar la expresión “productos o servicios” ni la interpretación de los elementos del tipo objetivo que acogen sin problemas la conducta de publicidad falsa en el mercado de valores. Y a mayor abundamiento la opción por el tipo medio de consumidor, como patrón de interpretación de las normas sobre consumo no servirá para determinar los elementos típicos del error en el delito de publicidad falsa. Si bien pensamos por nuestra parte, no deja de ser un criterio insuficientemente descriptivo, ya que no sabemos si ciertamente se refiere a un consumidor equivalente al patrón (utilizado por los civilistas) de “diligencia media del padre de familia”. Según el autor citado ha de relacionarse con el objeto de la publicidad y las cualidades del mismo. Más bien (por nuestra parte insistiríamos) en la información “sustancial” y necesaria, y las posibilidades en el “ámbito” de comprensión y conocimiento²¹⁰.

Coincide con TIEDEMANN en optar por la alternativa impersonal que prefiere dar (PORTERO HENARES) la utilización del pronombre “quien” a la de convertir el delito en especial como sucede en el Código Penal Español.

²¹⁰PORTERO HENARES, M. “Fraudes contra los consumidores” en *Fraude y corrupción en el Derecho penal económico europeo. Eurodelitos de corrupción y fraude*. Coordinadores ARROYO ZAPATERO L / NIETO MARTIN A. En Ediciones UCLM. 2006. págs. 303, 304y 310.” Esta interpretación global tomará en consideración las “circunstancias relativas al objeto” de la publicidad “en relación” con el “destinatario” de la publicidad, esto es el “consumidor medio”, del sector del mercado al que nos refiramos en cada caso y del grupo de consumidores al que la publicidad se dirija. Este compendio de elementos será el que nos podrá ofrecer una solución concluyente en la determinación de las consecuencias de cualquier hecho o actividad publicitaria. Por todo ello, en la formulación del eurodelito resulta más adecuada la supresión de la mención al consumidor “cuidadoso”, la cual parece abocarnos a un concepto de consumidor avezado y alejarnos del tipo medio de consumidor que en cada caso sirva de parámetro para la aplicación del delito.

Se critica la noción terminológica precisamente empleada por el legislador español en el art. 282 Código Penal (fabricantes o comerciantes) y estamos de acuerdo con PORTERO HENARES en cuanto que dicha terminología, es obsoleta y no se adecua a la doctrina actual y hubiese bastado y evitado problemas, si se recondujese a una expresión técnicamente más elásticas como la de “empresario”.

Siguiendo las reflexiones de TIEDEMANN, como todos sabemos el art. 282 del CP Español sanciona a los fabricantes o comerciantes que en sus ofertas de publicidad de productos o servicios hagan alegaciones falsas o manifiesten características inciertas sobre los mismos, de modo que puedan causar un perjuicio grave y manifiesto a los consumidores. Así el requisito de la publicidad debe ser adecuada para ocasionar el citado perjuicio. Aunque (pensamos nosotros) que será la jurisprudencia la que delimite la extensión del concepto “perjuicio”²¹¹.

De entrada habrá que descartar, entendemos todas aquellas publicitaciones que no resulten esenciales en la configuración del “producto”. En la redacción del tipo penal propuesto, no ha habido una opinión unánime sobre si aquel (explica TIEDEMANN si éste debía requerir la incorrección de la oferta, como ocurre en Alemania o España, o resultaba suficiente con la mención de la idoneidad para inducir a error (Francia, Gran Bretaña). La propuesta combina ambos criterios y lo completa, exigiendo además, que la oferta ha de resultar esencial para la celebración del contrato. El carácter engañoso se determina en atención al criterio del “consumidor inteligente”²¹².

La tipicidad de las indicaciones incompletas no se menciona expresamente. La incorrección de las indicaciones se determina objetivamente, esto es, atendiendo a los que el comerciante realmente ha indicado. De acuerdo con esto sólo resulta típica la omisión de indicaciones relativas a aspectos que se ha referido expresamente el comerciante. La ocultación, esto es la omisión, de circunstancias esenciales sólo resulta típica en el apartado segundo (publicidad sobre inversiones de capital).

La fórmula del “consumidor inteligente y cuidadoso” solo resulta novedosa para Alemania, en cuanto que procede de la jurisprudencia del TJCE y equivale a la utilizada en Francia, Gran Bretaña, y en lo fundamental, a España. En cuanto que su función dentro del tipo penal es restrictiva resulta aceptable la escasa, pero por otro lado inevitable, precisión de este concepto. Su interpretación ha de realizarse en atención a la mencionada jurisprudencia.

²¹¹TIEDEMANN, K. op.cit. (*Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea*), págs. 85 y 86.

²¹²TIEDEMANN, K. op.cit. pág. 86.

7.3 En relación a insolvencias punibles y delitos societarios: Propuesta: Art.47. “Información falsa (Foffani/Quintero)”

“Será castigado con... quien como auditor de cuentas o teniendo capacidad de decisión o control en una sociedad comercial, tal como ha sido definida en el art. 45.2, efectúe anotaciones incorrectas relativas a circunstancias con significado económico, silencie circunstancias relevantes u oculte o reproduzca incorrectamente relaciones de la sociedad o del grupo de sociedades en el balance o en otras informaciones relativas a la situación patrimonial o en cualquier informe escrito o comunicación. Las informaciones orales realizadas en el transcurso de la Junta General se equiparán a los informes o comunicaciones”.

Explica FOFFANI que entre el modelo de incriminación de tipo casuístico (Alemania y Francia) que fragmenta el tipo penal según la figura de sociedad y la tipología de las informaciones relevantes, y el modelo contrario de un tipo penal unitario (Italia, España) se ha optado por este último por responder en mayor medida a las exigencias de armonización y simplificación del marco normativo²¹³.

Asimismo, el autor que explica esta propuesta (FOFFANI), considera “sujeto activo” además de los que ostentan el poder de decisión los auditores de cuentas. El “objeto” material lo constituyen tanto los balances y demás comunicaciones sociales que provengan de estos sujetos activos. La conducta “típica”, abarcará tanto las conductas activas como las omisivas. Se construye este tipo penal como un delito de “peligro abstracto” frente a los intereses patrimoniales de estas categorías de sujetos²¹⁴.

7.4 En relación a la protección del crédito, la bolsa y el ahorro: Propuesta: Art. 49. “Estafa de crédito (Foffani)”

- a) *“Será castigado con... quien ante una entidad de crédito, con motivo de la solicitud de un crédito para un negocio o empresa, del mantenimiento o modificación de sus condiciones o con el fin de impedir su revocación, realice declaraciones incorrectas o incompletas o aporte documentos incorrectos o incompletos relativos a la situación económica del negocio o empresa y relevantes para la concesión de la solicitud.*
- b) *Con igual pena será sancionado quien tras la presentación de la solicitud no aporte documentos o no comunique hechos a la entidad que resultan relevantes para la solicitud relativa a la concesión de un préstamo, la modificación o el mantenimiento de sus condiciones o su revocación.*
- c) *No será castigado por el aportado primero quien de manera voluntaria y esforzándose seriamente impida la concesión de lo solicitado.*

²¹³FOFFANI, L. op.cit. (Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea). pág. 104.

²¹⁴FOFFANI, L. op.cit, pág. 105.

d) *Entidades de crédito son aquellas a las que se refiera la Directiva de 15 de diciembre de 1989*".

En palabras de MUÑOZ CONDE es decir, se sanciona el hecho de proporcionar al Banco informaciones falsas o incompletas o el hecho de presentar documentos falsos o incompletos en lo referente a las condiciones económicas de la compañía que son esenciales para la decisión acerca del préstamo²¹⁵.

Siguiendo el razonamiento del profesor FOFFANI, ya hemos visto que se trata de delitos de "peligro", el objeto de protección será un bien supraindividual como lo es la seguridad del propio sistema crediticio. La "conducta típica" estará constituido no solo a la "falsedad" de la información aportada, también que sea "incompleta", y también "esencial" para la concesión del crédito.

Es interesante en este punto como dice.... la experiencia en el código penal alemán, delimita la estafa de crédito como delito autónomo. A diferencia de la "estafa", este delito adelanta la consumación al momento de la realización de la acción engañosa. El precepto autónomo se justificaría más por el peligro que representa esta "acción engañosa" para el sistema crediticio en general, que para el derecho de crédito individual²¹⁶.

En fin, como explica correctamente MARTINEZ-BUJAN PEREZ, este art. 49 de los "Eurodelitos" presenta por tanto rangos típicos tanto frente a la estafa de inversión de capital como frente al delito societario español del art. 290, y desde luego no debería ser refundida en un precepto común como sucede en el artículo 282 bis²¹⁷.

Es por ello por lo que coincidimos con NIETO MARTIN, A. para quien subraya que la estafa de crédito es una figura que nada tiene que ver (ni en cuanto a comportamientos ni en cuanto al bien jurídico) con el mercado de valores y que, desde luego, resulta difícilmente imaginable en la práctica que una sociedad difunda información falsa, conforme a la legislación del mercado de valores, para obtener financiación bancaria o de cualquier otra persona²¹⁸.

²¹⁵MUÑOZ CONDE, F. / FOFFANI, L. "Las entidades bancarias como autores o víctimas de delitos financieros. Una perspectiva comparada". *Revista Penal* n° 25. Enero 2010. págs. 87 y 88.

²¹⁵ FOFFANI, L. op.cit. (Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea). pág. 111.

²¹⁶En este sentido explica MUÑOZ CONDE, F. op.cit. (Falsedad y Estafa mediante abuso de crédito). pág. 143-145, 1995, que la tesis que prevaleció en Alemania fue la de considerarlo como un delito de peligro abstracto para el patrimonio individual y concretamente para el derecho de crédito particular a cuya concesión debía ir referida la acción engañosa del solicitante.

²¹⁷MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit. (Derecho penal económico de la empresa) pág. 263.

²¹⁸NIETO MARTIN, A., op.cit., (Fraude y Corrupción en el Derecho penal económico). págs. 235-236.

En la estafa de crédito, como dice SILVA SANCHEZ, el sujeto alega para obtener o ampliar un crédito, datos falsos sobre la situación de la propia empresa, que de ser conocidos conducirán a la denegación del referido crédito²¹⁹.

Todo ello, sin embargo, sin que dicho sujeto tenga intención de no pagar al producirse el vencimiento del crédito, y por tanto, sin ánimo de lucro ilícito ni dolo directo de perjuicio. Aunque en realidad sí existe mentira, pues como explica con razón PASTOR NUÑEZ, la estafa de crédito, esto es, aquélla en la que el autor miente sobre su capacidad de devolución del crédito, no estaba prevista expresamente en el CP. Por ello, hasta la reforma de 2010 solamente era punible si se lograba subsumir en el tipo básico. La peculiaridad de este caso consiste en que el acto de disposición no genera directamente un perjuicio en el sentido de pérdida económica, sino solamente un peligro para el patrimonio que es mayor que aquel riesgo que el disponente cree asumir. Ante esto, algunos consideraron que la estafa de crédito no se puede subsumir en la estafa salvo cuando, transcurrido el plazo, el autor no devuelve el crédito obtenido. Sin embargo, esta solución no convence, primero porque es “perjuicio” no deriva directamente del acto de disposición, sino de una conducta posterior del autor consistente en no devolver, con lo que faltaría la relación de inmediatez entre acto de disposición y perjuicio; y, segundo, no hay problema alguno para considerar que el peligro para el patrimonio derivado del acto de disposición es ya, en realidad, una forma de perjuicio, pues el derecho de crédito obtenido por la entidad bancaria es de menos valor que el derecho de crédito que cree haber adquirido, de manera que ya se puede hablar de una disminución de su patrimonio. Por tanto, antes de la LO 5/2010 ya había argumentos para subsumir la estafa de crédito en el art. 248.1 CP²²⁰.

7.5 Propuesta: Art. 50. “Administración fraudulenta en la concesión de crédito (Foffani)”

“Será castigado con... el empleado de una entidad de crédito o la persona que en ella tiene el poder de decisión que le ocasione un perjuicio patrimonial mediante el otorgamiento de un crédito o su permisión, la modificación de sus condiciones o la omisión de su revocación, si con ello ha infringido las disposiciones concernientes al otorgamiento de créditos o a la limitación de riesgo y ha obrado de manera contraria a una gestión prudente y cuidadosa. Resulta de aplicación lo dispuesto en los art. 45.3 y 49.4.”

²¹⁹SILVA SANCHEZ, J.M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit. (El delito de estafa de inversiones). pág. 388.

²²⁰PASTOR NUÑEZ, N. “La estafa de crédito y la estafa de inversiones”. En *El nuevo Código penal. Comentarios a la reforma*. (dir) SILVA SANCHEZ, J., en La Ley, 2011. págs. 348 y 349.

Se castiga como explican MUÑOZ CONDE Y FOFFANI aquellos que teniendo “poder decisonal” dentro del Banco, concediesen a alguien un préstamo causando un daño patrimonial al Banco²²¹.

En opinión de FOFFANI, aquí la conducta típica se asentará en el ámbito normativo europeo aplicable. Cuando se habla de gestión “prudente y cuidadosa” se refiere a la propia estabilidad y eficiencia del sistema financiero²²².

7.6 Propuesta: Art. 51. “Manipulaciones bursátiles (Vinciguerra/Otto)”

- a) *“Será castigado con... quien divulgue informaciones falsas idóneas para influir de modo considerable en la cotización de títulos valores en los mercados organizados de valores de la Unión Europea. A los títulos valores se asimilan los valores a los que se refiere la Directiva CE de 10 de mayo de 1993.*
- b) *Con iguales penas será sancionado quien contraviniendo las disposiciones legales no comunique una información de características similares a las descritas en el apartado primero o efectúe operaciones simuladas que tengan igual idoneidad, aunque sea sólo en sentido económico.*
- c) *En la sentencia el juez puede establecer la interdicción por un periodo de hasta... realizar cualquier tipo de operación profesional en los mercados organizados de valores de la UE”.*

El bien jurídico protegible como argumenta FOFFANI²²³ sería el correcto funcionamiento de los mercados de los instrumentos financieros. En este precepto se castigaría la divulgación pública de informaciones falsas cuando estas sean “idóneas para influir de manera considerable en la cotización de títulos valores en los mercados organizados de la UE”.

Y así no sería un correcto funcionamiento como dice QUINTERO OLIVARES los indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda, el empleo de dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o manipulación, la difusión de información económica a través de cualquier medio de comunicación que proporcione indicios falsos o engañosos en cuanto a los “productos financieros”²²⁴.

²²¹MUÑOZ CONDE, F. / FOFFANI, L. op.cit. (Las entidades bancarias como autores o víctimas de Delitos financieros). pág. 88.

²²²FOFFANI, L. op.cit. (Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea). pág. 111 y 112.

²²³FOFFANI, L. op.cit. pág. 114 y 115.

²²⁴QUINTERO OLIVARES, G. op. cit. (Tutela del mercado y de los consumidores). págs. 186 y 187.

7.7 Propuesta: Art. 52. “Inducción a realizar negocios bursátiles especulativos (Vinciguerra)”

“Será castigado con... quien en el ejercicio de sus funciones determine a un tercero, abusando de su inexperiencia, a realizar o participar en negocios bursátiles altamente especulativos, como especialmente negocios de opciones o futuros. Lo dispuesto en el art. 51.3 es de aplicación a este supuesto”.

En opinión de FOFFANI este delito está inspirado en el modelo del 89 de la Börsengesetz “ley bursátil” alemana²²⁵.

²²⁵FOFFANI, L. op.cit. (*Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea*). pág. 116.

CAPÍTULO II.

BIEN JURÍDICO Y NATURALEZA

I. BIEN JURÍDICO

1. Algunas consideraciones previas en la delimitación del bien jurídico protegido

Es necesario que al comenzar el análisis sobre el “bien jurídico”, lo primero que debemos preguntarnos es si puede incardinarse en la concepción del Derecho Penal económico en sentido amplio o estricto. Entendemos que conforme a la definición que dan BAJO FERNANDEZ Y BACIGALUPO SAGESSE, incorporaremos el delito del 282 bis en la concepción amplia, pues como explican aquellos autores al definirla, con ella se extiende notablemente los límites del Derecho Penal económico, presentándose el “orden económico” como un bien jurídico de segundo orden, detrás de los intereses patrimoniales individuales²²⁶.

Una cuestión previa sería esta configuración del Derecho penal económico en sentido amplio; pero otra es que entendemos que la reforma de la L.O 5/2010 ha desaprovechado la oportunidad de construir un auténtico capítulo de delitos contra el mercado, los consumidores y la libertad de la empresa, mediante la incorporación de más tipos de los existentes, regulando un capítulo específico de delitos financieros y delimitando en la medida de lo posible la frontera entre el ilícito penal y el civil, mercantil o administrativo, que como se ha recordado desde sectores profesionales, genera conflictos el orden judicial “dada la tradicional tendencia de nuestro legislador de trasladar a nuestro Código Penal meros conceptos de otras ramas de Derecho”.

Por tanto, a los efectos que nos interesan al incluir la estafa de inversores en el Derecho Penal económico en sentido amplio, podemos definir éste como el “conjunto de normas jurídico penales encargadas de velar por los intereses patrimoniales de los inversores, en primer lugar. Y en segundo lugar, del mercado financiero tutelando su correcto funcionamiento”. Una vez situado el debate en estos necesarios parámetros de referencia, vamos a analizar que ciertamente nos encontramos en presencia de un delito económico “específico”

²²⁶BAJO FERNANDEZ, M. y BACIGALUPO SAGESSE, S., *Derecho penal económico*. Colección Ceura. Centro de estudios Ramón Areces, S.A., Madrid, 2001. pág. 13 y 15. Ya Zirpins-Terstegen apuntan la oportunidad de distinguir el concepto estricto y el concepto amplio, partiendo del orden económico como el objeto de protección. Así:

Derecho penal económico en sentido estricto: es el conjunto de normas jurídico-penales que protegen el orden económico entendido como regulación jurídica del intervencionismo estatal en la Economía. El orden económico como objeto de protección aparece conectado con esa nueva rama jurídica denominada Derecho económico, que es, en definitiva, el Derecho de la Economía dirigida por el Estado.

Derecho penal económico en sentido amplio: es el conjunto de normas jurídico penales que protegen el orden económico entendido como regulación jurídica de la producción, distribución y consumo de bienes y servicios. Se trata de proteger la actividad económica dentro de la Economía de Mercado, en esta concepción amplia se ensanchan notablemente los límites del Derecho penal económico, presentándose el orden económico, como un bien jurídico de segundo orden detrás de los intereses patrimoniales individuales.

contra la “libertad económica” de los inversores y/o depositantes. Si se protege el buen funcionamiento del mercado de capitales. Y más en concreto el análisis debe situarse en el “correcto funcionamiento del mercado de valores”. Es la integridad de los mercados financieros. Es decir, a nuestro entender la protección de los mercados de operadores en el que actúa un “colectivo y difuso” ámbito de inversores, depositantes y/o adquirentes del activo financiero. Y así, cabe afirmar (y es lo que desarrollaremos en las páginas sucesivas) que lo que se pretende no es otra cuestión que la protección de los intereses económicos del colectivo de eventuales inversores en el mercado de valores²²⁷.

Un mercado de valores sometido inexcusablemente a las reglas de la transparencia y veracidad informativa, así como al cumplimiento estricto de la buena fe en el mercado bursátil. ¿Y con qué objetivo? No será otro que paliar el déficit punitivo en la falsificación de la información financiero-económica de la que nos habla el art. 282 bis.

Como estudiaremos en el desarrollo de este epígrafe el tipo básico del art. 282 bis contempla una verdadera falsedad documental, por lo que al decir de un sector doctrinal del mismo modo que sucede con el delito del art. 290, siempre cabrá afirmar que con aquella conducta se lesiona la función que cumple dicho documento en el tráfico jurídico. Es cierto, pero como examinaremos también esa “conducta falsaria” debe llevar a la captación de inversores²²⁸.

En fin, nos parece acertado el juicio de PAREDES CASTAÑÓN para quien con respecto a bienes jurídicos como el libre mercado, afirma que tales bienes se definen por referencia a pautas de conducta compleja, en la medida en que en ellas no se indican solo regularidades de comportamiento individual, sino comportamiento de sujetos en relación con otros sujetos y, además, en casos en los que el comportamiento de cada uno depende también del comportamiento de los demás.

Queremos explicar que por ejemplo hay pautas de comportamiento que siguen unos inversores copiando a otros en el mercado de valores creyendo que obtendrán grandes beneficios porque esos inversores profesionales conocen su funcionamiento. Por tanto, en tales supuestos la determinación del momento en que tiene lugar la lesión de los bienes jurídicos exige tener en cuenta los aspectos comunicativos de la situación, esto es fijar el interés en que la relación entre los sujetos, de acuerdo con la pauta de conducta (bien jurídico) penalmente protegida o interacción normal, deviene imposible²²⁹.

²²⁷MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Estafa de inversores y de crédito) pág 122 y ss. También MORALES GARCÍA, O op.cit (Fraude de inversores), art. 282 bis. pág. 233. También SANTANA VEGA, D./GOMEZ MARTIN, V. op.cit (en *Comentarios al Código Penal Reforma*) pág. 623; y lo mismo en BONILLA PELLA, J., op.cit(Estafa de inversores)pág. 273 y 275.

²²⁸MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (Estafa de inversores y de crédito)pág. 84.

²²⁹ PAREDES CASTAÑÓN, J.M., “Los delitos de peligro como técnica de incriminación en el Derecho penal económico: bases político-criminales”. En *RDPCR*, nº 11. 2003. pág. 153. Y también MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 84

Pues bien, si en el planteamiento general de la teoría del bien jurídico existen notables divergencias, en el plano del Derecho Penal económico tampoco hay unanimidad en cuanto al contenido y significado de los distintos conceptos.²³⁰

2. El estado de la cuestión: Valores, mercado e inversiones protegidas en el bien jurídico diseñado en el art. 282 bis.

“Valores y mercado”, estos parecen ser los referentes básicos de este nuevo delito. O, para ser más precisos, valores que son negociados y transmitidos de forma general e impersonal en mercados financieros (como señala el art. 2.1 LMV) y que, en consecuencia, por su propia configuración, resultan accesibles al público en general; dependiendo tanto de su posible o comprometida rentabilidad, como de la solvencia o confianza que le genere la “entidad” que lo emita y lo respalde, con lo que no es de extrañar que nuestro legislador trate de garantizar que dicho “público” pueda adoptar su decisión en una situación de transparencia y de equidad informativa, tanto en el momento de su inicial comercialización, como en posteriores transmisiones, obligando a quienes gestionan dichas empresas, como las ESI (Empresas de Servicios de Inversión) a ser especialmente claros y cuidadosos a la hora de dar una completa y actualizada información sobre la situación económica en que las mismas se encuentran en cada momento²³¹.

Efectivamente, conforme establece el art. 26 LMV la información veraz viene respaldada por la exigencia del registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que le sea aplicable.

Con ello lo que se pretende es que este organismo (CNMV) supervise la información que deben facilitar los emisores cuyos valores se admitirán a negociación. Porque una vez registrado el folleto informativo, lo que se abre es un periodo de publicidad en la comercialización y transmisión de los valores. La LMV ha querido someter dichas emisiones a un régimen de verificación de naturaleza administrativa.

Lo que persigue la LMV es la protección de los intereses de los inversores, en que dispongan de una información suficiente antes de asumir dichos riesgos, información que se encuentra en los folletos y en los demás documentos, cuya verificación es previa a su registro.

²³⁰VEGA GUTIERREZ, J.Z. *Mercado de Valores en derecho penal: abuso de información privilegiada bursátil, insider trading*. Edit. B de F. Montevideo-Buenos Aires. 2013. pág 77-ss. citando “Pedrazzi, “*El bien jurídico en los delitos económicos, 1985, pg 282, advertía hace ya algunos años que el derecho penal económico probablemente constituye uno de los sectores de la parte especial en la que la utilización del concepto de bien jurídico es “más ardua y problemática: en el que los objetos merecedores de tutela son más difíciles de aislar y recortar”*”.

²³¹GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores) pág. 128

Además, reglamentariamente se regula las condiciones que han de cumplirse para la aprobación del “folleto informativo” por la CNMV para su publicación.

En este punto resulta interesante la Circular 1/2005 de la CNMV de 1 de abril, por lo que se modifican los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores.

Del mismo modo, no debe olvidarse que sin perjuicio de lo que reglamentariamente se determine, forma parte del “núcleo” de la información necesaria: una breve descripción de las características esenciales y los “riesgos asociados” con el emisor y los posibles garantes, así como con los “riesgos asociados” con la inversión. También las condiciones generales de la oferta. Asimismo se indica en el citado art. 27 (lo que nos hace más complicado entender la falsedad de la información del art. 282 bis) que toda decisión de invertir debe estar basado en la consideración por parte del inversor del folleto en su conjunto. Y que no se podrá exigir responsabilidad civil, a no ser que el “resumen informativo del folleto” resulte engañoso, inexacto o incoherente con las demás partes del folleto o no aporte, leída junto con las otras partes del folleto, la información fundamental para ayudar a los inversores a la hora de determinar si invierten o no en los valores.

Es correcto deducir que este delito trate de proteger el correcto funcionamiento de los mercados, con una exposición de la información financiera veraz transparente y completa. O en palabras de GALAN MUÑOZ, la fiabilidad y veracidad de aquellos instrumentos o documentos informativos que los emisores de valores negociados en su seno están obligados a publicar²³². Y así conseguirá que los mismos funcionen de la forma correcta y transparente con lo que dichos valores institucionales se convertirán en el verdadero bien jurídico protegido por este delito²³³.

Efectivamente, esta interpretación, sólo castiga la falsedad, en la medida en que se comete con el propósito de captar inversores o depositantes, colocar cualquier activo, obtener financiación por cualquier medio, lo que como dice FARALDO CABANA introduce un elemento subjetivo en su injusto que determina que el mismo sólo se puede apreciar cuando se efectúe con intención de captar el patrimonio de algunos de dichos sujetos, convirtiéndose así a dichos valores y a su posible afección en el referente esencial del ataque propio de su injusto y en el verdadero interés o bien jurídico que su prohibición y castigo trataría de proteger²³⁴.

²³²GALAN MUÑOZ, A. op.cit pág. 129

²³³PUENTE ABA, L.M. “El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.” En *RDPC*, nº 7, 2012. pág. 54.

²³⁴FARALDO CABANA, P, op.cit (Art. 282 bis). pág. 1086.

Sea como fuere, entendemos acertada la inclusión de esta figura delictiva en el Código Penal, que no se superpone o deviene repetitiva de otras figuras existentes en el mismo cuerpo legal con una protección y ámbito similar (vide entre otros, art. 290).

Lo importante será señalar que con la nueva figura delictiva (art. 282 bis) solo se castigarían esas informaciones falsas, si la finalidad es captar inversores, *lato sensu*, que convencidos, invierten afectando su patrimonio.

Ahora bien, como incide GALAN MUÑOZ la comisión de este delito representa una infracción formal del deber de veracidad que establecen los mercados financieros para salvaguardar la transparencia informativa necesaria para garantizar su correcto funcionamiento. Ello no supone como explica el autor que su comisión tenga necesariamente que afectar, real y materialmente a la transparencia informativa de dichos mercados²³⁵.

El “buen funcionamiento de los mercados” precisa que la información sobre los valores sea completa o, al menos, homogénea entre los participantes. Este requisito de equidad horizontal implica que todos los participantes pueden “interactuar” en igualdad de condiciones. Por lo tanto, debe garantizarse la veracidad de la información sobre los valores y difundirse de forma no distorsionada. Porque solo una información adecuada y completa garantiza la protección de los inversores. Además la sociedad emisora de valores quede obligada ante la CNMV a presentar los documentos acreditativos de los elementos esenciales de la emisión, informes de auditorías, así como un folleto informativo en el que se contengan los elementos precisos para que los potenciales inversores obtengan una idea clara de las peculiaridades y carácter de la emisión. En los documentos deben incorporarse a los registros de la Comisión y cumpliría una triple función: a) Verificar la legalidad de la inversión b) Controlar la difusión al público en general c) Verificar que la información sea en la medida de lo posible homogénea, y uniforme. De hecho la falta de transparencia, se produce por la propagación de información que proporciona indicios falsos o engañosos sobre los instrumentos financieros. En suma, el correcto funcionamiento del mercado debe proteger la confianza de los inversores y el propio mercado.

La protección del inversor y la eficiencia de los mercados de valores como bien se ha argumentado son dos principios de política legislativa básicos dentro del Derecho del Mercado de Valores, tal y como se refleja en el artículo 13 de la Ley del Mercado de Valores de 1988. El legislador español, como en otros ordenamientos jurídicos de nuestro entorno, ha considerado que la protección del inversor está conectada en gran medida con la “información”. Por ello ha instaurado un sistema basado en la información conocido como “transparencia informativa o *full disclosure*” que encuentra sus orígenes en el Derecho anglosajón y se fundamenta en la imposición de un sistema de carga informativa

²³⁵GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores). pág. 130.

al emisor de valores acompañado de un sistema de supervisión de dicha información, que en España se lleva a cabo por la CNMV, como mecanismo de control interno. Con ello se pretende garantizar la seguridad y confianza de los inversores a través del acceso de los mismos a una información homogénea, pública y obligatoria para los emisores y, en consecuencia, favorecer la eficiencia de los mercados. Para determinar el grado de protección que el ordenamiento jurídico debe conceder a cada inversor, es necesario tener en cuenta las distintas modalidades de inversor que existen en Derecho español y que han sido elevadas a categorías legales. Asimismo, resulta conveniente a la hora de valorar la eficiencia del sistema de protección del inversor conocer si a los mecanismos informativos del sistema, le acompañan otros de naturaleza sancionadora e indemnizatoria, como sucede en países de nuestro entorno, a efectos de potenciar el cumplimiento de las normas sobre información²³⁶.

En el ámbito de la Unión Europea, las Directivas *ad hoc* están orientadas a la protección de lo que denomina “intereses financieros” que suponen, no sólo la asunción de la protección de dichos intereses, sino que tienen como objetivo la armonización del Derecho Penal económico, entre los distintos países. En este sentido, el ya citado Plan de Acción de Servicios Financieros de 11 de mayo de 1999, tuvo como objeto conseguir un “buen funcionamiento de los mercados de valores y la confianza del público en los mercados” como requisitos imprescindibles para el crecimiento económico, y es precisamente a partir del año 2000 cuando se dictan Directivas orientadas a tal fin²³⁷. En este marco se encuadra la Directiva de Información Privilegiada y Abuso de Mercado²³⁸, la Directiva de “Folletos”²³⁹, la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFiD) y la Directiva de Transparencia²⁴⁰.

²³⁶ VALMAÑA OCHAITA, M. op.cit (*Algunas consideraciones sobre el marco jurídico protección del inversor en Derecho español*). pág. 3. Y en esta misma línea sobre “abuso de marco y la manipulación en la transparencia informativa de los mercados regulados”. GARCIA SANTOS, M. op.cit (*Ética, equidad y mercados de valores*) págs.164-166.

²³⁷ GARCIA SANZ, J.op.cit (*La protección penal del mercado financiero*).págs. 47 - 48.

²³⁸ Directiva 2003/71/CE, de 4 de noviembre, sobre el folleto informativo que debe publicarse en los casos de oferta pública o admisión de valores a cotización. La Directiva de folletos introduce un cambio trascendental en el funcionamiento y organización de los mercados de valores de la Unión Europea, ya que homogeneiza las exigencias relativas a todo el proceso de aprobación del folleto exigido para la admisión a cotización de valores en mercados regulados comunitarios y para las ofertas públicas, con la finalidad de hacer efectivo el pasaporte comunitario del folleto, creándose así un pasaporte comunitario de cotización. En nuestro país, el Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, viene a completar la trasposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva de Folletos. Además, el Real Decreto incorpora los artículos vigentes de la Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores.

²³⁹ Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril, de Mercados de Instrumentos Financieros. Esta directiva establece requisitos organizativos para impedir el conflicto de interés y fija unas determinadas normas de conducta para las entidades que presten servicios de inversión. Directiva MIFID, en nivel 1 de desarrollo.

²⁴⁰ Directiva 2004/109/CE, de 15 de diciembre, sobre la Armonización de los requisitos de Transparencia relativos a la información sobre emisores. Esta Directiva pretende armonizar a nivel comunitario la información que debe suministrar el mercado emisor de un valor cotizado y establece unos estándares de cómo deben hacerse públicas esas informaciones para que lleguen al inversor de forma rápida y homogénea en toda la Unión Europea.

3. Bien jurídico: la “protección colectiva” de los consumidores

En una primera aproximación al “bien jurídico” protegido por este nuevo precepto, se habla (a nuestro juicio insuficientemente) de la “protección al conjunto de consumidores”, porque el bien jurídico es de carácter colectivo, con independencia de los consumidores individuales que se vean afectados²⁴¹.

Esta línea interpretativa entendemos que se ajusta en su razonamiento a la inteligencia del precepto art. 51.1 de la Constitución, según el cual los poderes públicos garantizan la defensa de los consumidores *lato sensu*.

Parece claro, que se ha tenido en cuenta la Directiva 2003/2006 del Consejo de 28 de Enero de 2003 “sobre Operaciones con Información Privilegiada y la Manipulación del Mercado”, lo que ha conllevado a necesarias reformas en los delitos relativos al mercado y los consumidores. Se ha tomado nota de los problemas generados por la debilidad de los controles que existen, no solo, en los mercados financieros sino también varios escándalos financieros de ámbito nacional o internacional (Forum Filatélico, Afinsa, Gescartera, Enrom, Lehman Brothers, Madoff,). Ante ello, intenta dar respuesta acudiendo a la legislación penal. Se introduce así el nuevo art. 282 bis para dar cobertura a estos supuestos de estafa²⁴².

Sentado lo anterior, en esta línea general del patrimonio colectivo de los consumidores, algún autor explica “los fraudes a los consumidores”, como “cuestión diferente”. De hecho, se insiste que el “retraimiento del Derecho penal podría ser una opción legítima, siempre y cuando, la tutela del mercado y los consumidores en el sector bancario quedase garantizada por otras vías²⁴³...”

El delito de la estafa de inversiones no se encuentra como hemos indicado *supra* entre los delitos contra el patrimonio, sino entre los delitos contra el mercado y los consumidores. Y precisamente con la pretensión de castigar conductas específicas de estafas de crédito y de estafa de inversiones.

Si bien, como explica PASTOR NUÑEZ, el art. 282 bis del Código penal no exige la concurrencia de un “engaño bastante” y un error en los términos del art. 248.1, sino un “mero falseamiento”, de manera que el art. 282 bis no parece

²⁴¹POLAINO NAVARRETE, M. op.cit (Lecciones de Derecho Penal) pág. 169

²⁴² PRAT WESTERLINDH, C. “Estafa de inversores”. En *La Ley Penal*. Vol. 7, nº 77. Sección estudios. Diciembre, 2010. Edit. La Ley 14298/2010. laleydigital.es. pág. 1

²⁴³ CUGAT MAURI, M. “La capacidad del Derecho Penal ante la mala gestión bancaria”. En *La Ley Penal*, nº 105. Diciembre, 2013. La Ley 8900/2013. www.laleydigital.es. Así concluye que esas otras vías deberían estar dotadas de los necesarios medios materiales y personales a fin de poder contribuir a la represión de las conductas perjudiciales, respetando el principio de “*última ratio*” del Derecho penal, como reclama la Fiscalía General del Estado.

exigir la misma intensidad de engaño que el tipo básico de estafa; por otra parte, quedan fuera del ámbito de aplicación del art. 282 bis todos los casos de obtención fraudulenta de crédito y de fraude de inversiones en los que el autor sea o bien un particular o bien el administrador de una sociedad que no sea emisora de valores negociados en los mercados de valores. Y ellos en una interpretación a *contrario sensu* de lo tipificado en el citado precepto²⁴⁴.

En el art. 282 bis siempre hay una afectación al interés general, como es la funcionalidad del documento, y en la mayoría de los supuestos habrá pluralidad de personas afectadas, puesto que la conducta se dirige al colectivo de inversores²⁴⁵.

Entendemos que desde el enfoque penal, los inversores no son más que una modalidad de consumidores de productos de inversión de activos financieros, que pueden ser víctimas de actuaciones falsarias de los administradores de hecho o de derecho de sociedades emisoras de valores.

4. Delito contra la libertad económica de los inversores

Para un sector doctrinal, entre otros FARALDO CABANA, aunque haya acuerdo en que puede cumplir una importante función como instrumento complementario de los tipos penales generales, y especialmente de la estafa, en la labor de proteger a los inversores y al público en general frente a los abusos cometidos por los administradores de sociedades²⁴⁶. Pero lo cierto es que esa función ya la estaba llevando a cabo el art. 290, que presenta una estructura y un ámbito de aplicación muy similar. Hubiera tenido más sentido configurar una conducta parecida a ésta como tipo agravado del delito de publicidad falsa, en atención a la importancia del sector al que se dirige, pero no ha sido ésta la opción adoptada por nuestro legislador²⁴⁷.

El bien jurídico en la estafa de inversiones, consiste en la función que cumple el documento y/o instrumento financiero en el tráfico jurídico. Es decir, en palabras de MARTINEZ BUJAN-PEREZ la función que cumplen los folletos y los restantes documentos en la CNMV y en la LMV²⁴⁸.

Aunque ningún autor, critica la inclusión de esta figura delictiva en el contexto de los delitos contra el mercado y los consumidores, algún tratadista como MORALES GARCIA, entienden que es un figura híbrida entre las defraudaciones y las falsedades documentales con la que pretendidamente se trataría de paliar el déficit punitivo instalado en los casos en que mediante

²⁴⁴PASTOR MUÑOZ, N. “, op.cit (las estafa de crédito) pág. 348 y ss.

²⁴⁵FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág.1091.

²⁴⁶FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1086.

²⁴⁷FARALDO CABANA, P. op.cit pág. 1086.

²⁴⁸MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. “Derecho penal económico y de la empresa”. En *Derecho penal. Parte especial*, Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 1999.

falsificación de información relevante se consigue captar la atención de un inversor²⁴⁹.

Si bien, entendemos que lo que se trata de garantizar son las actuaciones económico financieras que operan los Mercados regulados, siguiendo los criterios de veracidad y transparencia informativa.

5. Precisiones delimitadoras en la confusa redacción del art. 282 bis

La tutela y la protección no es la misma ya que en la estafa de crédito, el sujeto pasivo es la entidad de crédito, y es a éste a quien se pretende tutelar en su patrimonio concreto; sin embargo en la estafa de inversión, el sujeto pasivo, es una colectividad difusa, el “inversor”. Y en este se diferencia el delito del art. 282 bis, tanto del delito del art. 282 como del delito del art. 290²⁵⁰.

En este sentido como vemos en la estafa de inversión, la conducta prevista es difusa, pues se dirige a su público *in genere* que puedan participar en el mercado de valores. Ahora bien, no debemos olvidar como dice FARALDO CABANA que dentro de ese colectivo se encuentran muchos sujetos, normalmente personas jurídicas, que tienen conocimientos superiores a los del hombre medio-ideal, por dedicarse profesionalmente a la “intermediación en el mercado de valores”. Se refiere a entidades financieras en general, sociedades gestoras de carteras, etc. Ello deberá tenerse en cuenta a la hora de analizar el nivel de peligrosidad que cabe exigir al engaño para que pueda integrar la conducta típica. Por lo demás, en ambas modalidades, la básica y la agravada, se tutela también a la comunidad en su conjunto, titular del bien jurídico y la funcionalidad del documento²⁵¹.

Además, en el párrafo primero del art. 282 bis , no hace más que resaltar un “peligro abstracto, pero no real”. De hecho será típico, a pesar que a través de la información falsa se capte inversión que fuese rentable para el inversor²⁵².

En otros ordenamientos europeos, comprobamos que, ya existen preceptos en la línea del nuevo artículo 282 bis, aunque como se irá viendo al analizar este delito, la configuración típica no coincide con la que encontramos en el Código penal español. Así, podemos referirnos al artículo 264a) StGB del Código penal alemán que contaba con un tipo denominado “estafa en la inversión de capital”, si bien, como la propia doctrina alemana ha señalado, no se trata de una auténtica estafa, porque no exige la producción de un perjuicio económico. Este precepto sanciona, con carácter general, la difusión de información falsa en relación con la

²⁴⁹MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). 2010. pág. 231.

²⁵⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit. (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 79

²⁵¹FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1087.

²⁵²MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 81. También MORALES GARCÍA, O. op.cit(Fraude de inversores), art. 282 bis”. pág. 233.

venta de valores; de tal modo, se configura como un tipo de peligro, que sanciona ya la difusión de determinadas alegaciones falsas en una oferta de venta. En una línea similar se encuentra el artículo 173 bis TUF de una norma italiana, el Texto Único en Materia de Intermediación Financiera (Decreto Legislativo 24.02.1998, n° 58)²⁵³.

Y así, el interés tutelado, sería la correcta información del mercado financiero para que la elección de los inversores sea ejecutada con transparencia informativa.

6. Transparencia y buen funcionamiento del mercado financiero y/o crédito

El principio de transparencia informativa encuentra sus orígenes en el modelo de las *Securities Act* de los EE.UU. o modelo del “*full disclosure*”, y supone la imposición de un sistema de carga informativa o conjunto de obligaciones de información tanto en el ámbito de los mercados primarios como en los secundarios de valores. Dentro de los mercados secundarios o de negociación derivativa de valores, destaca la información pública periódica “*continuous disclosure*” que el emisor de valores debe ofrecer al mercado de manera periódica así como la información puntual sobre hechos o circunstancias que puedan resultar de interés para el inversor, principalmente porque puedan afectar al precio de los valores, como la regulada en el artículo 82 LMV sobre Hechos Relevantes. Y la Circular 4/2009 de 4 de Noviembre de la CNMV “sobre comunicación de información relevante” ya que en el mercado de valores la supervisión de la información que afecta a los emisores de valores corresponde a la CNMV. Se trata de evitar situaciones de abuso de la información o “*insider trading*” o información privilegiada, por lo que se entiende que la información sensible debe verse a los mercados lo antes posible para que así se traduzca en los precios consiguiendo un modelo de eficiencia a este respecto. En cuanto al mercado primario u originario de los valores, como en el caso de ofertas públicas de suscripción o venta de valores, la transparencia informativa se manifiesta en institutos informativos como el folleto (1u3 analizaremos infra)²⁵⁴.

El modelo de transparencia informativa basado en una información obligatoria, supervisada y pública, es el mecanismo que el legislador ha establecido para corregir las situaciones de desigualdad o asimetría informativa

²⁵³PUNTE ABA, L.M. “El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.” En *RDPC*, n° 7. Enero, 2012. pág. 52. Asimismo, TIEDEMANN, K., *Wirtschaftsstrafrecht. Besonderer Teil mit wichtigen Gesetzesund verordnungstexten*, 2ªEdit., Carl Heymanns, Köln, 2008, Cap. 9, m. 338. Vid. También FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis). pág 1086, en relación con el art. 282 bis de nuestro Código penal, estableciendo que tampoco es adecuado denominarlo como “estafa”, ya que ni comparte la estructura del tipo de estafa ni exige la producción de un perjuicio patrimonial en su figura básica.

²⁵⁴VALMAÑA OCHAITA, M. op.cit (*Algunas consideraciones sobre el marco jurídico protección del inversor*) pág 3 y ss.

(en palabras de la doctrina “cadena de desequilibrios informativos”), o al menos aminorar los efectos negativos que esta desigualdad informativa puede desarrollar²⁵⁵.

El carácter obligatorio de la información se justificaría por la posición de inferioridad del inversor frente a otros sujetos como el emisor de los valores o los intermediarios o los inversores de tramo mayorista. Desde un punto de vista económico, se generarían unos costes excesivos para el inversor y los riesgos de fracaso de la “*autoinformación*” del inversor serían muy altos al no tener a su alcance los medios adecuados. En definitiva, un modelo informativo que descansara en la voluntariedad, no garantizaría la fiabilidad de la información en detrimento de la seguridad y confianza del inversor²⁵⁶.

El precepto del art. 282 bis, nace con la vocación de constituir un tipo agravado de la estafa de crédito en el ámbito societario (art. 290), del delito publicitario en el ámbito del mercado de valores *ad hoc* (art. 282) y de la falsedad de cuentas anuales prevista en el art. 290 .

En línea con lo expuesto, para GOMEZ MARTIN, el bien jurídico protegido sería la transparencia y la integridad de los mercados financieros²⁵⁷.

Así vemos como el art. 282 bis CP incorpora unos supuestos concretos de “estafa” que complementan a la estafa de crédito en el ámbito societario (art. 290) y que exige que tan sólo “un falseamiento idóneo puede causar un perjuicio económico”²⁵⁸.

Y así se entiende que se busque la integridad de los mercados financieros. En coherencia resultaría ser el bien jurídico protegido. Como señala BONILLA

²⁵⁵SANCHEZ ANDRÉS, A., op.cit (La nueva legislación del mercado de valores fundamentos económicos y jurídicos para la regulación de la materia). págs. 91-119. pág. 112. Asimismo sobre los problemas de asimetría informativa y los problemas de confianza de los inversores, JIMENEZ-BLANCO, D., “La confianza de los inversores: elementos determinantes, Mercados financieros. Nuevas experiencias”, *Revista Colegio de Economistas*, 101, 2004. págs. 18-28, que se refiere, en especial, al carácter de *outsider* del accionista pequeño, externo, “simple proveedor de capital”, frente a otros sujetos (como ciertos accionistas de referencia) que sí pueden ser considerados como *insiders*, y BLANCO BERMUDEZ, F., “Asimetrías en la comunicación con los inversores, Mercados financieros. Nuevas experiencias”, *Revista Colegio de Economistas*, 101, 2004. pág. 28-39.

²⁵⁶ASSMANN, H.D., “La responsabilità da prospetto. Tra normativa azionaria e disciplina dei mercati mobiliari”, en AA.VV., *Il diritto delle società per azioni: problema, esperienze, progetti* ((dir). Abbadessa, P. y Rojo, A.). Milán, 1993. págs. 639-683.

²⁵⁷GOMEZ MARTIN, V. “Sabotaje informático, top manta, importaciones paralelas y fraude de inversores: ¿algunos exponentes de un nuevo derecho penal económico?”. En *Revista Jurídica de Cataluña (RJC)*, Vol. 109, nº 4, 2011. pág. 14. En una línea parecida, también QUERALT JIMENEZ, J. *Derecho penal Español. Parte especial*. 6ª Edición. Atelier. Barcelona, 2010. pág. 775.

²⁵⁸BONILLA PELLA, J. op.cit (estafa de inversiones) ref nº 2554 también, BONILLA PELLA, J. “Delitos relativos al mercado y a los consumidores” en *Comentarios a la reforma penal de 2010*. (dirs) ALVAREZ GARCIA, F.J./GONZALEZ CUSSAC, J.L.. Edit. Tirant lo Blanch. Valencia 2010 págs 273-282. Y BONILLA PELLA, J. “Fraude de inversores” Cap.17. En *Memento Práctico. Penal Económico y de la Empresa*. Obra Colectiva, ORTIZ DE URBINA GIMENO, I. (Coordinador). Edit. Francis Lefebvre. Madrid, 2011. pág. 6205.

PELLA precisamente el correcto funcionamiento, que exige que todos los potenciales inversores en un “mercado de valores” tenga acceso a éste, en condiciones de igualdad, de forma que la información disponible no sea falsa ni engañosa. Así como la justa y equitativa formación de precios en el mercado²⁵⁹.

Esto no implica que todos los potenciales inversores deban disponer de la misma información. Los mercados financieros están extraordinariamente profesionalizados y la mayoría de los inversores directos son instituciones que cuentan con medios y conocimientos especializados, muy superiores a los del ciudadano medio.

Sin embargo, todo inversor tiene derecho a un mínimo de información sobre la compañía emisora de los valores, en lo que se conoce como expropiación pública de la información del emisor, es decir, el legislador ha optado por poner a disposición del público dicha información que inicialmente era titularidad de la sociedad y corresponde al regulador y, en los supuestos extremos, al legislador penal, asegurando a todo inversor que dicha información legalmente exigible es puesta a disposición del mercado y que es veraz. La finalidad no es otra que conseguir una adecuada protección del inversor y una eficiente asignación de recursos en el ámbito financiero.

Efectivamente, la CNMV no autoriza la emisión, pero si verifica su legalidad a través de la preceptiva información que recibe y ello con el único propósito de proteger la inversión. Lo que se busca es la protección de las expectativas económicas de quienes invierten en valores negociables. Y así aquellas emisiones de valores de las que habla el art. 282 bis deben estar sometidas al régimen de supervisión, transparencia, información y verificación por parte de la CNMV.

Explica SILVA SANCHEZ que en virtud de este delito se protege no sólo el patrimonio de la entidad de crédito de modo anticipado y ampliado respecto a como lo haría el tipo común de estafa; sino también la propia transparencia y buen funcionamiento genéricos del mercado crediticio, que pueden verse afectados por las diversas repercusiones de un abuso de crédito de gran alcance. Es eso lo que hace de éste un delito “precisamente socioeconómico²⁶⁰”.

Acertadamente para un sector doctrinal mayoritario, el bien jurídico posee una dimensión o naturaleza estrictamente patrimonial; pero para otro sector, debe repararse en el bien jurídico supraindividual del orden económico²⁶¹.

²⁵⁹BONILLA PELLA, J. op.cit (fraude de inversiones). pág. 6205.

²⁶⁰SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit *el* (delito de estafa de inversiones) pág. 388.

²⁶¹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. “Sección 3ª y Sección 4ª del capítulo XI, título XIII del libro II del Código penal de 1995, (artículos 278 a 288)”. En el libro colectivo *Comentarios al Código Penal de 1995, vol. II*, VIVES ANTON, T. (Coordinador). Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 1996. También “Derecho penal económico y de la empresa”. En *Derecho penal. Parte especial*, Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2005. pág. 38.

Así también por nuestra parte entendemos que *stricto sensu* en la estafa de crédito el bien jurídico vendría definido por el “correcto funcionamiento del sistema crediticio”. Debemos observar la coincidencia en la expresión criminológica también utilizada por SILVA SANCHEZ. Y así, siguiendo a este autor en virtud del delito 282 bis se protege no solo el patrimonio de la entidad de crédito, de modo anticipado respecto a como lo haría el tipo común de estafa; sino también la propia transparencia y buen funcionamiento genérico del “mercado crediticio”, que puede verse afectado por las diversas repercusiones de un abuso de crédito de gran alcance, concepción amplia²⁶².

7. Correcto funcionamiento del “mercado de valores y la naturaleza pluriofensiva del delito”

Queda claro que la actual legislación protectora del consumidor-inversor, se orienta por un lado a la protección de aquél en los mercados financieros, pues como explica CHOCLAN MONTALVO, de su confianza dependerá la efectividad del propio modelo económico, y por otra parte en la complementación del tipo objetivo por una normativa extrapenal (La LMV) que garantice la transparencia informativa²⁶³.

Para un sector doctrinal, el bien jurídico protegido sería el correcto funcionamiento del mercado de valores. La razón para este autor es que si se hubiera querido proteger el patrimonio de los particulares –consumidores o inversores- no se hubiese hecho referencia a la legislación del mercado de valores. Exigiendo como elemento típico la causación de algún perjuicio patrimonial, que no se protege en modo alguno en el tipo básico del art. 282 bis, cuyo núcleo esencial consiste en falsear una determinada información con el fin de obtener inversores, compradores, depositantes u obtener financiación; pero el delito se consuma como hemos reiterado en el análisis de las páginas anteriores con independencia de que se consigan esos inversores, es decir, que se consuma

²⁶²SILVA SANCHEZ, J.M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit. (El delito de estafa de inversiones). pág. 388

²⁶³CHOCLAN MONTALVO. op.cit.(La protección penal del sistema financiero) <http://www.datadiar.com/actual/novedades/12/04/2012>. A pesar de que la protección penal del inversor es un principio fundamental en la actual realidad socioeconómica, en nuestro Derecho vigente aún no se recoge de forma específica la estafa en la captación de capital en forma similar a la “Kapitalanlagebetrug” alemana. La protección penal del mercado de valores no se limita a los tipos analizados de su uso de información privilegiada. La confianza del público en el mercado de capitales puede quebrantarse asimismo cuando se falsean los documentos contables a que se refiere el art. 290 CP. Este precepto, tipificado como delito societario, cumple una función de protección mucho más amplia que la de una mera falsedad documental. Los documentos mercantiles a los que se refiere el art. 290 CP cumplen una relevante función de información en el mercado de capitales. Los documentos a que se refiere el art. 290, cuando se trata de la información societaria tendente a la captación de capital, no se circunscriben a las cuentas anuales. Así, son relevantes a estos efectos, por ejemplo, el folleto explicativo en caso de Oferta Pública de Valores, de especial significación para la debida protección del inversor (cfr. Art. 15 RD 291/1992, de 25 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores; informes preceptivos de auditoría; informe técnico sobre viabilidad de la sociedad en caso de sociedades en formación, etc.

simplemente con el falseamiento de la información social con el propósito antedicho²⁶⁴.

En fin, en la estafa de capital, precisamente el destinatario es un “inversor genérico”. Esto es, la colectividad difusa de “potenciales inversores”. Y en cambio en la estafa de crédito, existe más concreción.

El sujeto pasivo es la “entidad bancaria, con la que el sujeto activo (particular) establece una relación crediticia”. Así, se entiende, que en la estafa de inversores, el bien jurídico sea el correcto funcionamiento del mercado de capitales. Y por ende la protección de los intereses patrimoniales de una “colectividad difusa de potenciales inversores”, ¿podría entenderse mercado financiero en la totalidad²⁶⁵?

De este modo, la actual reforma L.O 5/2010 limita, de un lado, a incluir la figura de estafa a inversores (art. 282 bis), con el fin de proteger los intereses particulares de los ahorradores individuales en una forma parecida al regulado en el art. 264 a) StGB; y, de otro, a modificar el delito tradicionalmente conocido como maquinación para alterar el precio de las cosas, contemplado en el art. 284, ampliando la conducta típica a otras tantas tales como difundir noticias falsas, emplear violencia o engaño, o utilizar información privilegiada en perjuicio de la correcta formación de los precios en la economía de mercado, o política económica de precios.

Lo anterior, hace que nos debamos referir al delito de falsedad en documentos sociales del art. 290, configurado en el Código Penal como delito societario, pero al que ya la doctrina se refirió como un intento de encuadrar la conducta de la estafa de inversiones, principalmente en su segundo párrafo, donde sí se exige un determinado perjuicio patrimonial. En relación con el bien jurídico que se protege en ese art. 290, delito al que se asemeja²⁶⁶.

Y que ha sido visto como un claro concurso de leyes por algunos autores que entienden que ya estaría cubierta por este delito el ámbito de la punibilidad por esa conducta. Como dice CHOCLAN MONTALVO²⁶⁷ o incluso por pronunciamientos jurisprudenciales del Tribunal Supremo²⁶⁸, se ha señalado por

²⁶⁴ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit (*Los delitos bursátiles*). págs. 183- 184

²⁶⁵MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 79 y ss.

²⁶⁶FARALDO CABANA, P. op.cit (El delito societario de falsedad en documentos sociales). pág. 132.

²⁶⁷CHOCLÁN MONTALVO, J.A., op.cit (El delito de estafa), pág. 410.

²⁶⁸ Vid. Entre otras, la STS 2015/2002, de 7 de diciembre (Pte. Bacigalupo Zapater, E.) “(F.J. 3º) El contenido del concepto de engaño debe ser estudiado en el marco de las diversas modalidades de la actividad negocial moderna. Precisamente el delito de estafa ha sufrido una considerable ampliación de la hipótesis específica en el derecho europeo como consecuencia de la nueva fenomenología de la contratación y el desarrollo de las técnicas negociables. Por lo general, ello ha conducido a un adelanto de la intervención penal en ámbitos anteriores a la producción del perjuicio con el objeto de aumentar la eficacia de la protección patrimonial. Tal es el caso especialmente de la estafa de seguros, de la estafa de subvenciones y de la estafa de inversiones de capital. Esta última hipótesis, la estafa en las inversiones de

parte de la doctrina que nos encontramos ante un delito de naturaleza “pluriofensiva”, entendiendo que son bienes jurídicos protegidos tanto la funcionalidad del documento y el patrimonio individual²⁶⁹

El bien jurídico que se desea proteger está constituido por los intereses económicos del colectivo de eventuales inversores en el mercado de valores, que resultan puestos en peligro con la ejecución de la conducta delictiva.

8. Los elementos de la transparencia, veracidad, buena fe y confianza en el mercado regulado como bien jurídico protegido.

Otros autores, aún estando de acuerdo en que el bien jurídico protegible es el correcto funcionamiento del mercado de valores, introducen un elemento complementario, para algunos como QUERALT JIMENEZ emplean una expresión más técnica y así este autor recalca el acento en el rigor exigible a los mercados de operadores poco escrupulosos a la hora de captar activos. De forma subliminal está exigiendo el criterio de la “buena fe” en el mercado bursátil²⁷⁰.

Si bien como dice acertadamente el autor se “contenta con una infracción administrativa” la de faltar a la verdad en los hechos que es necesario publicitar y/o comunicar al público en general y/o a la CNMV.

Y ello, entendemos por nuestra parte, porque el legislador español ha optado en su política de protección de los intereses de los inversores dentro del mercado primario de valores, por un sistema de liberalización en el que no es preciso la autorización administrativa frente al proceso de emisión; si bien se impone una serie de medidas que suponen la imposición de una carga de información para los emisores y la supervisión objetiva de dicha información, función que se atribuye a la CNMV.

Como podemos observar, su aplicación dependerá de la interpretación, de la normativa bursátil y sobre todo de la observación de lo dispuesto en los folletos de emisión.

Es la información veraz en el mercado financiero. De ahí, la importancia específica del legislador de delimitar la protección del “consumidor inversor” de productos financieros. También la relevancia del conocimiento de materias

capital, pone de manifiesto que en estos casos no sólo se protege el patrimonio individual, sino también el funcionamiento del mercado de capitales, como bien jurídico supraindividual.

²⁶⁹De esta opinión, FARALDO CABANA, P. op.cit (*el delito societario*) pág. 144. En otro sentido, ampliamente, BACIGALUPO ZAPATER, E., *Falsedad documental, estafa y administración desleal*. Edit. Marcial Pons. Madrid, 2007. págs. 37 y ss. PUENTE ABA, L.M. op.cit(El art. 282 bis del Código Penal): pág 62 y ss.

²⁷⁰QUERALT JIMENEZ, J. op.cit(*Derecho penal Español*) Epígrafe 23. En puridad la figura está muy próxima a la estafa y no es necesario su castigo, salvo pena, y la aumenta sensiblemente para hechos no consumados y convierte los actos preparatorios de un delito de resultado en un delito de peligro.

anexas al ámbito de protección, como la Ley del Mercado de Valores y su trascendental art. 79 bis en torno a la “obligación de información veraz” al consumidor de productos financieros. En línea con este razonamiento la “falsedad” en la información se producirá, porque deliberadamente se omitan informaciones necesarias en los folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros o de las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la LMV sobre sus recursos.

En una línea de razonamiento parecido, se ha explicado que, el bien jurídico trata de garantizar que las actividades de inversión operen en un mercado sometido a las reglas de transparencia y veracidad, a fin de que el consumidor pueda tomar decisiones económicas libres de engaño y en condiciones de igualdad²⁷¹.

Siguiendo esta argumentación proclive a situar el correcto funcionamiento del mercadode valores como “bien jurídico” es interesante la aportación reiterada a la buena fe que hacen CORCOY BIDASOLO - MIR PUIG para quién es relevante introducir el criterio de la buena fe en el mercado bursátil (como hemos visto más arriba), si bien no está ausente la protección del cumplimiento de la normativa vigente sobre mercado de valores. Este delito es una “ley penal en blanco” que habrá de ser completada con la correspondiente normativa sectorial. Es decir, la Ley del Mercado de Valores y la normativa que la desarrolla. Si bien, advierten estos autores precisamente la no coincidencia terminológica entre el Código Penal y la normativa citada, favorecería una interpretación más autónoma del Código acorde con “el bien jurídico-penal protegido, y con los fines que le serían propios²⁷²”.

Precisamente la credibilidad en la transparencia de los mercados no parece fundamental, así como la correcta información de los precios y la protección de los inversores, financiándose la difusión de la información, por ejemplo, con el depósito administrativo y el registro con acceso público de las condiciones de emisiones de valores.

Es por ello que al hilo de estas reflexiones se recalca que la confianza de los inversores en el mercado financiero se configura así como la piedra angular del bien jurídico protegido por el Mercado de Valores. Y también se decanta en el grupo de autores que entienden que el bien jurídico es el correcto funcionamiento de los mercados financieros; pero en cambio el interés individual de los inversores deberá ser tutelado de forma subsidiaria de manera que podemos afirmar que el elemento diferenciador de estos delitos socio-económicos que afectan al Mercado de Valores será la tutela del correcto

²⁷¹RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORÓN LERMA, E. op.cit (Estafa de inversiones) pág. 313.

²⁷²CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG. “art 282 bis” en *Comentarios al Código Penal. Reforma LO 5/2010*. Edit.. Tirant Lo Blanch. Valencia. 2011. pág. 623.

funcionamiento del mercado. Junto con la confianza de los inversores y adquirentes de activos financieros²⁷³.

Sentado lo anterior, debemos precisar que solo cabría reconocer un “riesgo relevante” coincidiendo con PUENTE ABA cuando tales documentos (que la sociedad debe publicar y difundir) fuesen finalmente accesibles a quienes pueden efectuar la inversión, y además presentaran aptitud para causar un perjuicio económico a los potenciales inversores. Por último, y complementando lo dicho, los tipos agravados incluidos en el segundo párrafo del artículo 282 bis se centran en la lesión de patrimonios individuales, con lo cual parece que este bien jurídico también pretende ser tutelado en el presente artículo. Es decir, el patrimonio de los inversores., en el tipo cualificado que consiga obtener la inversión²⁷⁴.

9. Protección del patrimonio del grupo colectivo difuso de inversores, depositantes y adquirentes de activos

Para otros autores, como MARTINEZ BUJAN-PEREZ, la determinación del bien jurídico protegido exige deslindar las conductas definidas en el art. 282 bis. En el caso de la genuina estafa de inversión de capital, se tutela el mismo bien jurídico que se protege en el delito de publicidad falsa del art. 282. El sujeto pasivo en el art. 282 bis se concreta en el grupo colectivo difuso de inversores, depositantes o adquirentes del activo financiero. En cambio, en el tipo cualificado del párrafo 2º se lesiona el patrimonio de los inversores, depositantes o adquirentes que resulten efectivamente perjudicados. En el caso de la denominada “estafa de crédito”, surge la duda de saber si el legislador ha creado un tipo penal estructuralmente idéntico al de la estafa de inversión de capital o si por el contrario lo que sería más lógico es que se tratase de una figura de naturaleza diferente, análoga al delito de estafa de crédito que existe en otros ordenamientos como el alemán. El bien jurídico sería el mismo que en el supuesto de la estafa de inversión de capital con la particularidad de que el sujeto pasivo vendría integrado por el grupo colectivo difuso de entidades de crédito susceptibles de ser financiadoras de la sociedad emisora de valores²⁷⁵.

En esta línea argumental otros autores entienden que el bien jurídico que se desea proteger está efectivamente constituido por los intereses económicos del colectivo de eventuales inversores en el mercado de valores, que resultan puestos en peligro con la ejecución de la conducta delictiva. También se ha señalado que resulta tutelada asimismo la funcionalidad de los documentos emitidos por la sociedad, ya que el presente delito, al tener como objeto material importante documentos sociales, lesiona las funciones de confianza y garantía inherentes a los documentos en cuestión. Por último, los tipos agravados incluidos en el

²⁷³ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit (*Los delitos bursátiles*). pág. 39.

²⁷⁴PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores) pág. 54.

²⁷⁵MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (artículos 278 a 288)”. 1996. También “Derecho penal económico y de la empresa”. En *Derecho penal. Parte especial*, Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2005. págs. 263 y 264.

segundo párrafo del artículo 282 bis se centran en la lesión de patrimonios individuales, con lo cual parece que este bien jurídico también pretende ser tutelado en el presente artículo; cuestión distinta, es la idoneidad de la inclusión de este objeto de tutela en el precepto en comentario²⁷⁶.

Sólo habrá riesgo para este colectivo difuso de inversores, si los “documentos falseados” fuesen objeto de publicación y los eventuales “sujetos pasivos” invirtiesen “desventajosamente” para sus intereses²⁷⁷.

De una manera más concreta para entender la correcta delimitación del bien jurídico habrá que desglosar las hipótesis contempladas.

En el caso de la genuina estafa de inversión de capital se tutela el mismo bien jurídico que se protege en el delito de publicidad falsa del art. 282. El sujeto pasivo se concreta aquí en el grupo colectivo difuso de inversores, depositantes o adquirentes del activo financiero. En cambio, en el tipo cualificado del párrafo 2º se lesiona el patrimonio de los inversores, depositantes o adquirentes que resulten efectivamente perjudicados²⁷⁸.

Ahora bien, en el caso de la denominada estafa de crédito surge la duda de saber si el legislador ha creado un tipo penal estructuralmente idéntico al de la estafa de inversión de capital (como parece, dado el tenor literal del precepto, por más que resulte difícilmente imaginable en la práctica), o si, por el contrario, lo que sería más lógico, se trata de una figura de naturaleza diferente, análoga al delito de estafa de crédito que existe en otros ordenamientos, como el alemán, en el que la acción típica se dirige exclusivamente hacia una entidad de crédito determinada. En la primera hipótesis, el bien jurídico sería el mismo que en el supuesto de estafa de inversión de capital, con la particularidad de que el sujeto pasivo vendría integrado por el grupo colectivo difuso de entidades de crédito susceptibles de ser financiadoras de la sociedad emisora de valores. En cambio, en la segunda hipótesis el bien jurídico no sería de naturaleza supraindividual, sino de naturaleza individual, esto es el patrimonio de la única entidad de crédito a la que se dirige la información financiera. La duda planteada posee relevancia en orden a la legitimidad de la intervención penal. En la primera hipótesis la justificación del castigo penal reside en el hecho de que la acción se dirige a un círculo indeterminado e inabarcable, a priori, de personas (como sucede en el delito del art. 282), aunque esta técnica de tipificación no posee mucho sentido en la genuina estafa de crédito, sobre todo si ya existe la figura relativa a la inversión de capital. En la segunda hipótesis dicha justificación no serviría, y habría que buscar otra, dado que se trataría de una figura de mera anticipación de la línea de punibilidad frente a la estafa común, figura a través de la cual se

²⁷⁶PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág 53

²⁷⁷PUENTE ABA, L.M. op.cit pág. 53

²⁷⁸MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. “Derecho penal económico y de la empresa”. En *Derecho penal. Parte especial. 3ª Edit.*, Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2011. pág. 263.

tutelaría la simple puesta en peligro de un patrimonio determinado; pero entonces habría que recurrir a otra técnica de tipificación, independiente de la reservada para la estafa de crédito, como sucede en el CP alemán o en el art. 49 de los Eurodelitos²⁷⁹.

10. La veracidad de la información y la dialéctica de los bloques doctrinales contradictorios en la configuración del delito.

Como muy bien razona GONZALEZ RUS, el elemento central en torno al cual se construye el delito es la información que debe proporcionarse a los inversores en el mercado de valores. La veracidad de la información económico-financiera que deben facilitar las empresas que operan en el mercado de valores, como valor esencial para la transparencia y equilibrio del mercado, es el objeto de protección específico de este nuevo art. 282 bis. El logro de una relativa posición de igualdad entre sociedades emisoras e inversores y depositantes, pasa necesariamente por la garantía de que éstos dispongan de una información exacta y veraz respecto de la situación de empresas y valores, en el momento de decidir sobre los instrumentos financieros que se les ofrecen. En definitiva, pues, el bien jurídico propio de las falsedades, acomodado al ámbito en el que se produce la conducta: la veracidad de la información necesaria para asegurar la confianza en el mercado de valores, en cuanto presupuesto de la protección del patrimonio de quienes negocian con instrumentos financieros²⁸⁰.

De lo expuesto se colige, que en la doctrina hay dos posturas bien delimitadas, por un lado aquellos que como SILVA SANCHEZ, PUENTE ABA, FARALDO CABANA, CHOCLAN MONTALVO, MORALES GARCIA, opinan que (ciertamente con matices) la inclusión en el Código penal de 1995 del delito del art. 290 (falsedad en documentos sociales) habría conllevado la tipificación en nuestro país del delito de estafa de crédito y de inversiones del Derecho comparado, lo que hacía innecesario la introducción de esta nueva figura del 282 bis. Sin embargo, otro sector doctrinal (QUERALT JIMENEZ, ZABALA LOPEZ GOMEZ, MARTINEZ BUJAN-PEREZ, RODRIGUEZ PUERTA y MORON LERMA, etc.) ha apostado claramente por la especificidad y justificación *ex novo* del art. 282 bis y lo justifican ya que en este artículo se protege el correcto funcionamiento del mercado de valores. Es decir, que la información que llegue a los participantes en el mercado sea la correcta para formular las decisiones inversoras. De esta forma con el art. 282 bis se está protegiendo en último lugar el patrimonio del inversor o del banco (en el tipo agravado) que otorga un préstamo, y en primer lugar la credibilidad y confianza de los partícipes en el mercado de valores y en el correcto funcionamiento del mismo (tipo básico). Es así que la especial relevancia de la información en este

²⁷⁹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. “op.cit pág 264.

²⁸⁰GONZALEZ RUS, J.J. op.cit (Delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico) pág. 603.

tipo de mercados se debe regir por una competencia leal, esto es transparente y veraz, en primer lugar.

Por ello se busca la especificidad ya que se alude al mercado de valores, al hablarnos en el art. 282 bis de las sociedades emisoras de valores negociados. Por tanto, el elemento informador del Mercado de Valores lo constituyen los valores negociables. La emisión de dichos valores y su consecuente negociabilidad en el mercado primario de valores, hace que precisamente fundamental para entender el art. 282 bis, la referencia obligada al mercado de valores que no se entiende, si no es integrado en el concepto más amplio de “sistema financiero” del que forma parte²⁸¹.

Si el legislador hubiese entendido necesario proteger mediante este delito el patrimonio de los particulares –consumidores o inversores- no haría expresa referencia como hace a la legislación del mercado de valores, exigiendo como elemento típico la causación de algún perjuicio patrimonial, que no se protege en modo alguno en el tipo básico del art. 282 bis, cuyo núcleo esencial consiste en falsear una determinada información con el fin de obtener inversores, compradores, depositantes u obtener financiación, pero el delito se consuma con independencia de que se consigan esos inversores, es decir, que se consuma simplemente con el falseamiento de la información social con el propósito antedicho²⁸².

Para BONILLA PELLA, el bien jurídico mediano protegido es la integridad de los mercados de valores, constituyendo una verdadera anomalía del tipo la inclusión de quienes conceden financiación a las sociedades emisoras, añadiendo más confusión si cabe a la difícil tensión existente entre los bienes jurídicos individuales y los colectivos como objeto de la protección de la norma penal en los delitos contra el orden socioeconómico.

Así matiza, la preocupación del legislador comunitario y nacional es asegurar la integridad de los mercados de servicios financieros. Esto constituiría el bien jurídico protegido de primera instancia, aunque de forma más precisa, puede decirse que con este artículo se protege; de manera mediata el funcionamiento correcto de los mercados de valores y de forma inmediata, el patrimonio de los participantes en dichos mercados, así como el derecho a recibir una información veraz para la toma de decisiones en la inversión²⁸³.

Por otro lado, se ha hablado también como bien jurídico protegido, en el delito de falsedad en documentos contables del art. 290 “el derecho de los destinatarios de la información completa y veraz sobre la situación jurídica o

²⁸¹ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit (*Los delitos bursátiles*). pág. 183.

²⁸²FARALDO CABANA, P. *Los delitos societarios. Aspectos dogmáticos y jurisprudenciales*. 2ª Edit. . Tirant lo Blanch. Valencia, 2000. pág. 144.

²⁸³BONILLA PELLA, J. Capítulo “Fraude de inversores”. *Memento penal económico y de la empresa 2011 y 2012*. AAVV. Ediciones Francis y Taylor. Madrid. 2012. pág 566.

económica de la entidad”. Sin embargo estamos con quienes piensan que este precepto protege precisamente el derecho a obtener la imagen fiel de la empresa diferente en todo caso al bien jurídico que quiere proteger el art. 282 bis²⁸⁴.

11. Toma de postura

En mi opinión, el artículo 282 bis debe proteger en primer lugar el patrimonio de los inversores, y en segundo lugar la transparencia, integridad, y correcto funcionamiento del mercado financiero, así coincido con la concepción amplia del derecho penal económico.

Estamos de acuerdo, pero el bien jurídico de *lege lata* que debe protegerse en el tipo básico es el patrimonio de los inversores o al menos que lleve implícito el peligro hipotético de conseguir la inversión del patrimonio, porque sino la simple falsificación con el objetivo de captar inversores consumaría el delito, aunque luego nadie invirtiese o invirtiesen y encima ganasen dinero, seguiría siendo delito. Ese bien jurídico que es traído por un engaño, piénsese en los inversores minoristas que quedaron “atrapados” con las participaciones preferentes, y que en primer lugar quieren recuperar su dinero y en segundo sería haber tenido una correcta información simétrica, una protección global en el mercado de valores. Sabiendo que de haber dispuesto de la información correcta (veracidad de la información-transparencia informativa) hubiesen tomado una diferente decisión en la inversión.

El bien jurídico trata de garantizar que las actividades de inversión operen en un mercado sometido a las reglas de transparencia y veracidad, a fin de que el consumidor pueda tomar decisiones económicas libres de engaño y en condiciones de igualdad, no alterando así el principio de igualdad de oportunidades para todos los inversores.

Es correcto deducir que este delito trate de proteger la transparencia y el correcto funcionamiento de los mercados, con una exposición de la información financiera veraz transparente y completa. La fiabilidad y veracidad de aquellos instrumentos o documentos informativos que los emisores de valores negociados en su seno están obligados a publicar, para conseguir que los mismos funcionen de la forma correcta y transparente con lo que dichos valores institucionales se convertirán en el verdadero bien jurídico protegido por este delito.

La preocupación del legislador comunitario y nacional es asegurar la integridad de los mercados de servicios financieros. Esto constituiría el bien jurídico protegido de primera instancia, aunque de forma más precisa, puede

²⁸⁴ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. v op.cit (*Los delitos bursátiles*). pág. 185. Y también BACIGALUPO ZAPATER, E. “El nuevo derecho mercantil contable y el Derecho penal (art. 290 CP)”. En *Gobierno Corporativo y Derecho Penal*. BAJO FERNANDEZ, M (dir), BACIGALUPO SAGESSE, S. y GOMEZ JARA DIEZ, C., (Coord). Madrid, 2007. págs. 163 y ss.

decirse que con este artículo se protege; de manera mediata el funcionamiento correcto de los mercados de valores y de forma inmediata, el patrimonio de los participantes en dichos mercados, así como el derecho a recibir una información veraz para la toma de decisiones en la inversión. Sin olvidarnos, que en el tipo agravado se protege el patrimonio colectivo y difuso de los inversores, depositantes o colocadores de activos o financiación.

Se ha concluido que estemos ante un delito de “naturaleza pluriofensiva” entendiendo que son bienes jurídicos protegidos tanto la funcionalidad del documento y el patrimonio individual de los inversores como el correcto funcionamiento del mercado de valores.

Así, en mi opinión, es un delito de naturaleza pluriofensiva, por la cantidad de bienes a los que ataca y que se pretenden proteger como son la confianza, el correcto funcionamiento del mercado y por último el patrimonio de los inversores; siendo así que en el tipo básico, que es un delito de mera actividad, queda consumado con el falseamiento en la información (de los folletos, de la información económico-financiera, etc) y además uniéndolo “con el propósito de captar inversores”, por parte de los administradores de hecho o de derecho de la sociedad emisora de valores negociados, y por tanto aquí sería un delito de peligro abstracto para el patrimonio de esos inversores que arriesgan sus activos en el mercado de valores. Y en el tipo agravado, es un delito de resultado y además intencional de resultado cortado que se agota y agrava con el resultado de la captación de los recursos con perjuicio para el inversor, además hiperagravado cuando resulte de notoria gravedad el perjuicio económico producido.

II. NATURALEZA

1. Cuestiones Previas

Efectivamente, podemos constatar que este nuevo tipo penal se sitúa en el ámbito de los delitos contra el mercado y los consumidores. Como explica MORALES GARCIA lo que se busca con este nuevo precepto es el “fortalecimiento de las estructuras de los mercados a los que se dirige. Es decir, allí donde se capte inversión que finalmente resulta rentable generalmente con base en la falsedad de la información, el hecho seguirá siendo típico, pues el objeto de la tutela no se circunscribe al patrimonio de las inversiones; sino a las reglas de juego del mercado y, particularmente a las concernientes a los mercados regulados²⁸⁵”.

²⁸⁵MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 231 y ss., especialmente 233. Con todo que la innecesariedad de vinculación entre la falsedad y la idoneidad para causar perjuicio legítimo la existencia del precepto no quiere decir que la justifique

Esta configuración de los intereses tutelados sitúa al art 282bis en el ámbito de garantizar el correcto funcionamiento de los mercados y corregir la “asimétrica información entre los sujetos que operan en el contexto de la actividad financiera”.

Es discutido por la doctrina si nos encontramos ante un delito que se consume con la mera realización de la falsedad MARTINEZ BUJAN-PEREZ²⁸⁶, PUENTE ABA²⁸⁷, si para alcanzarla es necesaria la difusión o publicación de la información en cuestión RODRIGUEZ y MORON²⁸⁸, o incluso, como ya hemos apuntado, si se requiere que la información aluda a unos valores que realmente lleguen a negociarse en el mercado secundario al que están destinados MORALES GARCIA²⁸⁹.

Veremos a lo largo del estudio de la naturaleza del artículo 282 bis las diferentes modalidades en que divide la doctrina este delito, si se trata de un delito de peligro abstracto, de mero peligro abstracto estadístico, si por el contrario se trata de un delito de consumación anticipada y de resultado cortado, o un delito mutilado en dos actos. En otro orden de consideraciones, la doctrina lo clasifica como un delito especial, siendo imprescindible para su realización que recaiga en los sujetos intervinientes la condición de administrador de hecho o de derecho.

2. La naturaleza según la modalidad: delito de peligro abstracto, delito de mero peligro abstracto estadístico, delito de consumación anticipada y de resultado cortado y delito mutilado en dos actos.

2.1 La configuración del artículo 282 bis tipo básico, como un delito de peligro abstracto y peligro abstracto en un sentido meramente formal o estadístico

En primer lugar, el párrafo primero del art. 282 bis ha sido calificado por algunos autores como un delito *de peligro abstracto*²⁹⁰. Si bien, al decir de otros, habrá que atender que se trata de un *tipo de lesión*, desde el momento en que se admite que los bienes jurídicos colectivos institucionalizados pueden ser también lesionados²⁹¹.

Aunque también se argumenta, que podría parecer que nos encontramos ante un *delito de mero peligro abstracto estadístico* en el que por lo demás la

²⁸⁶MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. *op.cit* págs. 119 - 127.

²⁸⁷PUENTE ABA, L.M. *op.cit* (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.)pág. 62.

²⁸⁸RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORÓN LERMA, E. *op.cit* (Delitos relativos al mercado y a los consumidores)pág. 314.

²⁸⁹MORALES GARCÍA, O., *op.cit* (Art. 282 bis Código penal) pág. 892.

²⁹⁰BONILLA PELLA, J. *op.cit* (*Estafa de inversiones*). pág. 274.

²⁹¹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. *p.cit*(*Estafa de inversores y de crédito*). pág. 83

eventual vulneración de los deberes de autoprotección por parte de los potenciales inversores careciera de toda relevancia²⁹².

El legislador, sólo ha querido que la conducta sea posible cuando suponga un peligro real para los intereses económicos de los demás intervinientes en el mercado de valores.

Se entiende así, explica GALAN MUÑOZ, perfectamente que el legislador haya optado por configurar este delito como un verdadero *delito de peligro abstracto*²⁹³, ya que, al hacerlo conseguirá que el desistimiento voluntario carezca prácticamente de trascendencia en relación a este tipo de conductas, (máxime si se parte, como aquí se hace, de que, al encontrarnos ante un delito de mera actividad y peligro abstracto), no cabe apreciar su realización en grado de tentativa²⁹⁴.

Ahora bien, que nos encontremos ante *un tipo de peligro abstracto* para el patrimonio de dichos sujetos, no supone que la posible materialización de dicho peligro en efectiva lesión de algunos concretos patrimonios individuales resulte completamente ajena para esta figura delictiva. De hecho, en el propio el art. 282 bis se contemplan dos prescripciones que incrementan las penas aplicables a los autores de sus falsedades típicas cuando las mismas den lugar a la obtención de la inversión, depósito, financiación o colocación del activo pretendidos “*con perjuicio para el inversor, depositante, adquirente de los activos financieros o acreedor o cuando sea consecución llegue a ocasionar un perjuicio que fuese de notoria gravedad*”²⁹⁵.

Precisamente por ello, es por lo que, el legislador español optó por configurar los tipos de lesión contemplados en el delito del art. 282 bis de nuestro Código Penal, no como simples modalidades específicas de la estafa, como pretendían los autores anteriormente comentados, sino como *verdaderos tipos cualificados del delito de peligro* que les precede, ya que al hacerlo consiguió que la comentada figura pueda continuar incentivando a los autores de cualquiera de sus conductas típicas, para que, incluso después de haberlas realizado, traten de impedir que se lleguen a materializar en la producción o en la intensificación de lesiones patrimoniales ajenas que les granjearía su correspondiente cualificación, evitándose así que la configuración del tipo básico de este delito como delito de peligro abstracto pueda llevar a la indeseable restricción temporal de los efectos motivadores y preventivos que, a juicio de algunos autores, afecta con carácter general a esta clase de delitos frente a las tradicionales figura de lesión²⁹⁶.

²⁹²SILVA SANCHEZ, J. M. /ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit (Delito de estafa de inversiones) pág. 393.

²⁹³GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP.)pág. 140.

²⁹⁴ PRAT WESTERLINDH, C. op.cit (Estafa de inversores). pág 6 y ss.

²⁹⁵ GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP.) pág. 140.

²⁹⁶GALAN MUÑOZ, A. op.cit pág. 142.

Hay autores para los que estamos ante un *delito de peligro abstracto*; dado que no se requiere ni perjuicio ni tan siquiera captación alguna de activos ajenos (art. 248, 291 o 392) y debería poderse moderar este desbordamiento de la letra de la ley acudiendo a que la falsedad “no ha de ser grosera” y el folleto y demás piezas de justificación han de ser formalmente correctas, pues de lo contrario no pasarían la comprobación administrativa. Pero explica QUERALT JIMENEZ que tal verificación en nada prejuzga el contenido, buen fin, o acierto de lo que se le presenta para poder lanzarse un emisor al mercado con lo cual superar esta barrera, no es en absoluto difícil para alguien experto en la autopresentación a los mercados financieros²⁹⁷. Es un delito de peligro abstracto, volvemos a reiterar; y de carácter formal, que se comete con una infracción administrativa: la de faltar a la verdad en la narración de los hechos, que es necesario publicar y/o comunicar al público en general y/o a la CNMV. En conclusión, un delito de peligro abstracto, ya que la producción del perjuicio no lo exige el tipo²⁹⁸. Como no obstante, el tipo agravado integra como factor de agravación la causación de un perjuicio, por lo que parece que en este caso estaríamos ante un delito de resultado. Otros más concluyentes afirman que el tipo del injusto contiene elementos subjetivos que hacen limitar el tipo para los casos que el legislador ha entendido más graves²⁹⁹. Nos encontramos ante un elemento subjetivo del injusto, caracterizado porque se exige un ánimo de obtener esa financiación o inversor. Como dicen BAJO FERNANDEZ y BACIGALUPO SAGESSE³⁰⁰ puede concurrir el error (art. 14) sobre los elementos del tipo, error de tipo, cuando por ejemplo el autor entienda que la información falseada no sea precisamente la que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores.

Sin duda las diferencias están vinculadas al bien jurídico cuya protección pretende el legislador. Cuanto más intensa debe ser la protección jurídica penal, menores son las exigencias típicas, hasta el punto de adelantar las barreras de protección en el caso de las estafas en el ámbito de los mercados de valores configurando el tipo básico del *delito como de peligro abstracto*³⁰¹.

En la tutela de los inversores frente a la información falaz, el legislador ha preferido seguir la técnica del *delito de peligro abstracto*, de tipificación de una conducta abstractamente peligrosa, como el falseamiento de determinada información económico-financiera (falsedad ideológica), a la que se le da publicidad, complementada con la exigencia del propósito de captar inversores o

²⁹⁷QUERALT JIMENEZ, J. op.cit (*Derecho penal Español*). Epígrafe 23; también BONILLA PELLA, J. op.cit (Fraude de inversores) Epígrafe 6242. También SILVA SANCHEZ, J. M. /ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit (delito de estafa de inversiones). pág. 388 - 390. El tipo se configura como un delito abstracto, por tanto, no requiere la producción de perjuicio ni siquiera el peligro concreto de producción de aquél. “Y si a todo esto se añade la peculiar redacción del art. 282 bis los interrogantes sobre la “mens legislatoris” se hacen aún más intensos”.

²⁹⁸GARCIA SANZ, J. op.cit (La protección penal del mercado financiero). pág. 57.

²⁹⁹ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit (*Los delitos bursátiles*). La ley. Madrid 2011. Pág. 200.

³⁰⁰BAJO FERNANDEZ, M. y BACIGALUPO SAGESSE, S.,*Derecho penal económico*. Colección Ceura. Centro de estudios Ramón Areces, S.A., Madrid, 2001. Pág. 228.

³⁰¹BONILLA PELLA, J.op.cit (Fraude de inversores). Epígrafe 6298.

depositantes o en general obtener financiación (párrafo 1º del art. 282 bis), sin exigir expresamente la idoneidad del falseamiento para captación pretendida y consiguiente perjuicio patrimonial. De este modo, se aparta al menos formalmente del modelo seguido en el delito publicitario, sin necesidad alguna. Sin embargo, aún en ausencia de previsión expresa, de acuerdo con la ubicación sistemática del tipo, entiendo que hay que requerir la aptitud objetiva de la conducta de falseamiento para la consecución del objetivo de captar inversores³⁰².

El tipo delictivo protege intereses patrimoniales “supraindividuales”, sin exigir que su conducta típica tenga que llegar a lesionar el patrimonio de ninguno de los concretos individuos que la conforman³⁰³. De hecho, ni siquiera exige que éstos se tengan que poner en “concreto peligro”. Ni que se tenga que constatar que la falsedad realizada sea idónea desde un punto de vista *ex ante* para llegar a lesionarlos, lo que supone que nos encontramos ante un *delito de mera actividad y de peligro abstracto* para dichos patrimonios, que se consumara con la mera exteriorización dolosa de la documentación falsificada. La conducta solo presentará la mínima lesividad que fundamentará su castigo en el mismo momento en que el sujeto exteriorice el documento en cuestión. No es necesario que lo haga llegar al organismo de control al que estuviese destinado, ni que este lo difunda o que llegue efectivamente a ser conocido por algún tercero. Bastará con que quien lo falsificó lo exteriorice, ya que desde ese momento habrá de entenderse que su falsead habrá superado la barrera de los nuevos actos internos, por definición, impunes, para pasar a generar aquel peligro que dota de contenido y justifica el castigo de este tipo de actuaciones³⁰⁴.

Resulta criticable, explica PUENTE ABA que el legislador haya prescindido de un elemento de peligro hipotético, que aporta una mayor legitimidad a la intervención penal en este ámbito. Lo deseable sería castigar aquellas falsedades documentales que fuesen idóneas para producir un perjuicio económico al colectivo de posibles inversores, lo cual equivaldría a limitar la sanción penal a los casos de falsedades especialmente relevantes, referidas a datos fundamentales sobre la situación financiera de la entidad, o sobre el nivel de riesgo de la inversión, etc. A pesar de la ausencia de tal requisito de aptitud, al menos deberían quedar excluidas (volvemos a insistir) del tipo las falsedades

³⁰² SERRANO GONZALEZ DE MURILLO, J.L. op.cit (Delitos contra los intereses económicos de los consumidores y estafa). *Revista Estudios penales y criminológicos* Vol. XXXI (2011). pág. 609.

³⁰³ GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores)pág. 139.

³⁰⁴ GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores) del art. 282 bis CP. pág. 139. Y así también MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 120 - 127, quien afirma que es discutido por la doctrina si nos encontramos ante un delito que se consume con la mera realización de la falsedad; también PUENTE ABA, L.M. op.cit(El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.)pág. 62. Si para alcanzarla es necesaria la difusión o publicación de la información (lo que contundentemente vemos que no es así, a nuestro juicio, a diferencia de lo dispuesto en la legislación alemana e italiana); RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORÓN LERMA, E. op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores)pág. 314. También critica la inexistencia de lesividad en las meras falsificaciones ARMAZA ARMAZA, E.J. en “Aspectos problemáticos del delito de falsedad en la inversión en los mercados de valores”. En *Nuevos instrumentos jurídicos en la lucha contra la delincuencia económica y tecnológica*. Edit. Comares. Granada. 2012. pág. 105.

burdas o evidentes, que no pueden considerarse creíbles en absoluto y que por tanto no pueden suponer ningún riesgo para los intereses económicos de los potenciales inversores³⁰⁵.

En la correcta reflexión de SILVA SANCHEZ el tipo básico se constituiría como un delito contra la libertad económica de los inversores (contra la funcionalidad u orientación personal de su patrimonio). Para este autor, nos encontramos ante un delito de “*mero peligro abstracto-estadístico*”, en el que por lo demás la eventual moderación de los deberes de autoprotección por parte de los potenciales inversores carecería de toda relevancia. Sería efectivamente un peligro abstracto, que no requiere la producción de un perjuicio en el tipo básico, sino lo que se protege es el correcto funcionamiento del mercado financiero³⁰⁶. Expresado en otros términos, a la vista del tenor literal queda absolutamente abierta a la doctrina y a los Tribunales la determinación del grado de idoneidad para engañar al potencial inversor que han de tener las referidas falsedades para convertirse en típicas³⁰⁷.

Como razona MARTINEZ-BUJAN PEREZ en los delitos de peligro se integran con la presencia de la acción del sujeto activo, siendo suficiente la comprobación de una peligrosidad general de declaración. Para evaluar el riesgo en *los delitos de peligro abstracto* se utilizará un juicio *ex ante* acerca de la peligrosidad de la acción a diferencia de lo que sucederá en los delitos de peligro concreto, en los que habrá que recurrir a una perspectiva *ex post* para enjuiciar el resultado de peligro³⁰⁸.

³⁰⁵ PUENTE ABA, L.M. op.cit (*Delitos económicos contra los consumidores*) pág. 229.

³⁰⁶ SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit (delito de estafa de inversiones) pág 392

³⁰⁷ SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit (delito de estafa de inversiones) pág. 394.

³⁰⁸ MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa). pág. 209 y 215. También LUZON PEÑA, D. *Lecciones de derecho penal. Parte General (2ª Edit.)*. Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2012. pág. 314. Ya que una cosa es la lesión efectiva de un bien jurídico y otra diferente es la verificación de un resultado material separable espacial y temporalmente de la actividad del agente. Asimismo, es interesante en cuanto al carácter “pluriofensivo” de este delito, en cuanto que trata de proteger los intereses económicos tanto de los socios y acreedores sociales, como del consumidor bursátil el trabajo precedentemente citado de RASILLO LOPEZ, E. “Actuación penal en defensa de los consumidores ante el mercado financiero único: las consecuencias de la directiva 2003/06 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado”. En *La adecuación del derecho penal español al ordenamiento de la Unión Europea: la política criminal europea*. ALVAREZ GARCIA, F.J.; MANJÓN-CABEZA OLMEDA, A.; VENTURA PÜSCHEL, A. (Coord.). Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2009. pág. 472; también los trabajos analizados en el Capítulo I (donde remitimos) y en concreto GARCIA SANZ, J. op.cit (La protección penal del mercado financiero”. pág. 46; GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP. pág. 118 y ss. Y de lectura obligada VALMAÑA OCHAITA, M. op.cit (*Algunas consideraciones sobre el marco jurídico protección del inversor*) pág. 8 y ss; y FERNANDEZ PEREZ, N. “La protección jurídica del accionista inversor”. Monografías RdS, nº 14. Edit. Aranzadi. Pamplona, 2000. pág. 267 y ss.

³⁰⁸ En este sentido, cuestionando parcialmente la necesidad del nuevo precepto, MORALES GARCÍA, O.op.cit (Fraude de inversores). pág. 232.

Efectivamente, *el delito de peligro abstracto* está presente en la tutela del bien jurídico del art. 282 bis, cual es la transparencia y funcionamiento del mercado de valores. En sí misma, la protección de un colectivo extenso inmaterial y difuso. Y siguiendo el razonamiento reflexivo del autor (precedentemente citado) con la particularidad de que en los delitos económicos, la concreta tipicidad se vincula a la lesión o en su caso a la puesta en concreto peligro de un bien jurídico.

Para FARALDO CABANA, en el primer párrafo del art. 282 bis se recoge un delito pluriofensivo de *peligro abstracto* para el patrimonio y de lesión para la funcionabilidad del documento. En el segundo (tipo agravado), el delito es de lesión para el patrimonio y para la funcionalidad del documento³⁰⁹.

Así las cosas, aunque lo definamos como un *delito de peligro abstracto para una colectividad in genere de inversores*, estamos con MARTINEZ-BUJAN PEREZ, cuando explica que de *lege lata* en el párrafo 1º el peligro para el patrimonio no es más que un mero motivo de la criminalización, que forma parte de la *ratio legis*, pero que no se incorporó al tipo, por lo que únicamente cabría hablar de un peligro abstracto en un sentido meramente formal o estadístico, más no real. De tal modo, como veremos, el hecho seguirá siendo típico conforme al párrafo 1º a pesar de que, merced a la información falsa, se consiga captar una inversión que finalmente resulte neutra o incluso económicamente rentable para el inversor³¹⁰.

De este modo, el modelo que más se aproxima al tipo básico del art. 282 bis es el precepto contenido en el art. 173 bis del TUF italiano (“falsedad en el prospecto”), con la salvedad de que –como vimos- este exige la “comunicación” de informaciones falsas de una forma “idónea para inducir a error” a los destinatarios del prospecto, precepto que, por lo demás, en cuanto a su técnica de tipificación, se asemeja asimismo al genérico delito societario de falsedad documental incluido en el art. 2621-I del CC italiano. Sin embargo, en nuestro Derecho, como hemos visto no se exige que su conducta tenga que ser “idónea”. Así en el art. 2622-1º del Código Civil italiano, castiga con pena de hasta dos años a los administradores que con intención de engañar al público en general y con el fin de conseguir un beneficio injusto, expongan datos falsos en las informaciones que tienen obligación legal de comunicar de forma idónea para inducir a error a sus destinatarios sobre la mencionada situación; mientras que otros preceptos como el art. 264 a) StGB alemán exigen que su falsedad típica

³⁰⁹FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis).pág.1086.

³¹⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 81. Recuérdese que, aunque la determinación del bien jurídico es cuestión controvertida en la doctrina italiana, existe una autorizada opinión que considera que, al no existir referencia explícita al perjuicio patrimonial en el tipo (a diferencia del precepto anterior, recogido en el derogado art. 2623 CC), el bien jurídico debe hallarse en los intereses generales inherentes al buen funcionamiento del mercado y a la transparencia de la información societaria.

Adviértase, asimismo, que el sector doctrinal –a mi juicio- más autorizado entiende que la figura del art. 2621 CC tiene como bien jurídico la transparencia societaria, o, dicho de modo más preciso, la integridad y la veracidad de la información societaria.

haya de ser objetivamente relevante para la decisión de realizar la adquisición del producto financiero ofrecido o para la de dar crédito a quien se lo solicitó 265 b)StGB, exigencias todas ellas que delimitan su conducta típica atendiendo a las concretas circunstancias del sujeto con respecto al que se dirigiesen³¹¹.

Retomando el hilo conductor del epígrafe al tratarse de un “*delito de peligro*”, cuando se produzca la lesión del patrimonio de algún inversor, se pueden producir las situaciones concursales (que analizaremos después). Así por ejemplo, el propio precepto comentado expresa que la pena aplicable se impondrá “sin perjuicio de lo dispuesto en el art. 308”. De tal suerte, que el mentado precepto se refiere al delito del “fraude de subvenciones” que puede entrar en relación concursal con él si se verifican todos sus requisitos (como veremos *infra*).

Así pues, entendemos que ciñéndonos al elemento subjetivo del delito, se trataría precisamente de lo que la doctrina denomina como “*delito de peligro*”. La finalidad de este delito sería (“*propósito de captar inversores o depositantes, colocar cualquier tipo de activo financiero, o bien obtener financiación por cualquier medio*”).

Para quienes consideran que el tipo básico es una especie de tentativa de estafa, se convertiría en un delito autónomo de peligro para proteger así más efectivamente los derechos de los inversores, y, la producción del perjuicio³¹².

Con la nueva tipicidad, siguiendo el modelo de los otros tipos delictivos tipificados en la Sección tercera del capítulo de los delitos contra el mercado y los consumidores, se pretende proteger los intereses de los consumidores en general, los llamados inversores, antes de que puedan resultar perjudicados, creando para ello un *delito de peligro abstracto*, sin exigir una puesta en peligro

³¹¹ A mayor abundamiento GALAN MUÑOZ, A.op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 130 - 131; y también sobremanera MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 41 y ss. Explica que la vigente redacción de los art. 2621 y 2622 CC suscita la vieja controversia en cuanto al bien jurídico protegido. Así algún sector doctrinal entendería que el art. 2621 tiene como bien jurídico inmediato la transparencia societaria.

En fin, entre otros autores que remitimos al Capítulo X sobre el Derecho Comparado (y en concreto el Derecho italiano) citamos aquí y ahora, entre otros a DONINI “Abolito criminis e nuovo falso in bilancio. Struttura e offensività delle false comunicazioni sociali (art. 2621 e 2622 cc)”. 11 de aprile 2002. N° 61. In *Cassazione penale*. 2002. Por supuesto el profesor DI AMATO, *Diritto penale dell'impresa*. Milano, 2011. pág. 414; FOGLIAMANZILLO, *Il falso in prospetto*. In *Trattato di diritto penale dell'impresa. I reati del mercato finanziario*. Padova, 2007. pág. 191 y ss. GIUNTA, “Il nuovo falso in prospetto”. In *Sistema società. Diritto societario e d'impresa*. Dicembre, 2007.N° 22 pág.38; NAPOLEONI, Art. 2623 cc. In *Codice commentato delle nuove società*.Milano. pág. 1734; SGUBBI, FONDAROLI, TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*. Padova, 2008. pág. 219 y ss; Y entre la jurisprudencia penal italiana Cassazione penale, Sez. V, 25.01.2005. In *Rivista penale*. 2005. pág. 819; Cassazione Civile, 03.03.2001, n. 3132. In *Corriere Giuridico*, 7. 2001. pág. 880; Cassazione penale, Sez. V, 13.01.2004, n. 10438. In *Cassazione Penale*, 2005. pág. 3519; Cassazione penale, Sez. V, 19.09.2005, n. 45714. In *Rivista Penale*, 2006. pág. 141.

³¹² MUÑOZ CONDE, F.op.cit (*Derecho penal, Parte Especial*), pág. 516. También FARALDO CABANA, P.op.cit (Art. 282 bis) pág. 1089 y ss.

concreta y aún menos esperar a que se produzca el perjuicio que, todo lo demás, se convierte en un elemento cualificante³¹³.

Como ha explicado la doctrina (aunque discrepemos de este planteamiento) se estaría castigando de forma específica una falsedad que ya tenía cabida en otros preceptos del Código. En este remitimos al delito publicitario (art. 282), al delito de falsedad en documentos sociales (art. 290) y *lato sensu* a los delitos de falsedades 390-ss.

En este delito de peligro, como es el art. 282 bis se absorberá a las falsedades documentales en lo relativo a los folletos de emisión o en donde consten las otras informaciones a las que se refiere el tipo, pero no a las realizadas sobre aquéllos otros documentos que conlleven “un plus” de antijuridicidad con relación a la acción típica contemplada en este delito³¹⁴.

Creemos que las atinadas argumentaciones del Informe al Anteproyecto del Consejo Fiscal han sido acogidas razonadamente, al estructurar el nuevo tipo penal como *delito de riesgo*, y no hacerlo depender de un resultado material lesivo. Incluyendo eso sí una modalidad agravada en el caso que la inversión hubiera provocado un perjuicio en el inversor³¹⁵.

En otro orden de consideraciones, no podemos soslayar tampoco en esta reflexión sobre el art. 282 bis, y su conceptualización como delito de peligro, la valoración imprescindible del concepto de inversor que manejamos, teniendo en cuenta la remisión que hace el legislador, a este técnica de leyes penales en blanco, como supone la remisión a la legislación del mercado de valores. Y así, como vemos, en nuestra opinión, el legislador en el art. 282 bis utiliza el concepto de un consumidor de valores financieros, en el que la “*inidoneidad del engaño*”, es un criterio a considerar en la falsedad de la documentación bursátil.

Sentada, esta aclaración, mientras la justicia penal alemana maneja el criterio de un “consumidor promedio” (o descuidado), en la Unión Europea se toma por modelo al “consumidor razonable” (o acucioso); en el primer caso, la protección penal es más amplia que en el segundo, pues también se protege al consumidor imprudente³¹⁶.

La importancia de la protección del consumidor y por tanto del ahorrador-inversor en el ordenamiento jurídico europeo se pone de relieve en la carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea (2007/C/303/01) aprobada en Lisboa el 15 de diciembre de 2007.

³¹³MUÑOZ CONDE, F.op.cit (*Derecho penal, Parte Especial*), pág. 441.

³¹⁴CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG op.cit (art 282 bis). pág. 625.

³¹⁵ Informe del Consejo Fiscal sobre el Anteproyecto de Ley Orgánica por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código Penal. pág. 1.

³¹⁶ABANTO VASQUEZ, M.A. “Delitos contra el mercado, viejas prácticas, nuevas figuras”. En *Cuestiones actuales de derecho penal empresarial*. Directores, SERRANO PIEDECASAS, J.R. y DEMETRIO CRESPO, E. Edit. Colex. Madrid, 2010. pág. 164.

Como explica RASILLO LOPEZ se recoge en el Título IV bajo el epígrafe de “solidaridad”, el art. 38 de protección de los consumidores que dispone que “*en las políticas de la Unión se garantizará el nivel elevado de protección de los consumidores*”³¹⁷.

Naturalmente, el inversor tiene legítimo derecho a la transparencia informativa, pero tampoco podemos olvidar dentro de ese modelo referencial del “consumidor razonable”, la propia conducta de la víctima, su capacitación (analizada) en un contexto de diligencia media, su exponencia en el ámbito negocial, el contexto que rodea la información suministrada y las consideraciones (siempre generalista) en la cultura social en la que el receptor (inversor) se encuentre.

De ahí que compartamos el razonamiento de IGLESIAS RIO cuando dice: “*Si el ordenamiento jurídico decidió contemplar una amplia protección al consumidor, puede acarrear el efecto negativo de que los ciudadanos se despreocupen por informarse y defender sus propios intereses*”³¹⁸.

El moderno Derecho Penal exige cada vez más deberes específicos de actuación a los propios ciudadanos y así, en ocasiones, hace depender la punibilidad del autor del comportamiento mismo de la víctima. Sin embargo, en el marco del Estado Social, precisamente tanto en el Derecho Penal en general como en numerosos ámbitos delictivos particulares, se procede a reforzar la tutela penal con mayor intensidad cuanto más débil es la posición del sujeto pasivo, su inexperiencia, situación de inferioridad, edad, debilidad mental, angustia económica, etc., es decir, cuando se trata de sujetos que, por distintas razones, no están en condiciones de protegerse adecuadamente por sí mismos. Pero, con carácter general –y salvo excepciones- el consumidor, con un pequeño esfuerzo y mínima experiencia, así como una actitud prudente y preventiva, tiene en sus manos la posibilidad de obtener información para evitar perjuicios y aumentar su capacidad de adoptar decisiones racionales y adecuadas”.

Entendemos que será sobre todo la doctrina jurisprudencial, la que el poder de “idoneidad” por engañar al potencial inversor, y que deberían tener la falsedad del instrumento financiero para incurrir en el tipo básico. Recordemos sobre todo que la obtención de la inversión, no es requisito “sine qua non” para la consumación.

³¹⁷RASILLO LOPEZ, E. “Actuación penal en defensa de los consumidores ante el mercado financiero único: las consecuencias de la directiva 2003/06 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado”. En *La adecuación del derecho penal español al ordenamiento de la Unión Europea: la política criminal europea*. ALVAREZ GARCIA, F.J.; MANJÓN-CABEZA OLMEDA, A.; VENTURA PÜSCHEL, A. (Coord.). Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2009. pág. 470.

³¹⁸IGLESIAS RIO, M.A. “Imagen del consumidor y delito de publicidad engañosa. Necesidad y merecimiento de protección”. Una aproximación a partir de la reciente interpretación alemana. En *Estudios jurídicos sobre la empresa y los negocios. Una perspectiva multidisciplinar libro conmemorativo del XXV Aniversario de la Facultad de Derecho de Burgos*. Coordinador PEREZ GIL, J. y DE ROMÁN PEREZ, R. Universidad de Burgos 2011. pág. 378 y ss.

En opinión de MORALES GARCIA parece existir en el supuesto de hecho típico del art. 282 bis una parcela no cubierta en otros tipos penales: la inocuidad del falseamiento en relación con el propósito del autor, que no obstante activa el delito del art. 282 bis, más no así el del art. 290 ligado a la idea de peligro a través de una estructura de peligro hipotético o potencial³¹⁹.

A mi parecer, el tipo básico, que es un delito de mera actividad, que queda consumado con el falseamiento en la información (de los folletos, de la información económico-financiera, etc) y además uniéndolo “con el propósito de captar inversores”, por parte de los administradores de hecho o de derecho de la sociedad emisora de valores negociados en el mercado de valores, y por tanto aquí sería un delito de peligro abstracto para el patrimonio de los inversores que arriesgan sus activos en ese mercado. Y en el tipo agravado, es un delito de resultado y además intencional de resultado cortado que se agota y agrava con el resultado de la captación de los recursos con perjuicio para el inversor, además hiperagravado cuando resulte de notoria gravedad el perjuicio económico producido.

Se argumenta al respecto que, lo más correcto es entender que la conducta sólo presentará la mínima lesividad que fundamentará su castigo en el mismo momento en que el sujeto exteriorice el documento en cuestión. No es necesario que lo haga llegar al organismo de control al que estuviese destinado, ni que éste lo difunda o que llegue efectivamente a ser conocido por algún tercero. Bastará con que quien lo falsificó; lo exteriorice, ya que desde ese momento habrá de entenderse que su falsedad habrá superado la barrera de los meros actos internos, por definición impunes, para pasar a generar aquel peligro que dota de contenido y justifica el castigo de este tipo de actuaciones. Critica la inexistencia de lesividad en las meras falsificaciones sin difusión³²⁰.

La conducta se consume tal como se tipifica en el art 282 bis, con el falseamiento de la información y no requiere el elemento de la idoneidad para causar perjuicio económico a los sujetos pasivos.

2.2 La explicación del artículo 282 bis su tipo básico, como un delito de consumación anticipada y de resultado cortado

Una parte de la doctrina entiende la configuración del art. 282 bis tipo básico, como un *delito de consumación anticipada de resultado cortado*. En línea con ésta reflexión para MARTINEZ BUJAN PEREZ el tipo se construye como

³¹⁹MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 232 y 233.

³²⁰ARMAZA ARMAZA, E.J. op.cit (Aspectos problemáticos del delito de falsedad en la inversión en los mercados de valores) pág. 105.

un delito de consumación anticipada, de resultado cortado³²¹, puesto que además de la acción requiere únicamente la presencia de un elemento subjetivo del injusto (“con el propósito de captar inversores o depositantes”). Critica esta técnica del delito del resultado cortado, MORALES GARCIA, y en su lugar se debiera haber requerido un elemento de aptitud para la producción del daño como sucede en los delitos de los arts. 282 y 290³²².

Sin embargo, comparte la opinión de MARTINEZ BUJAN-PEREZ, POLAINO NAVARRRETE para quien el tipo subjetivamente configurado constituye un *delito intencional de resultado cortado*³²³. Y de la misma opinión LAMARCA para quien se exige en el autor una determinada finalidad subjetiva de su conducta³²⁴. En cuanto que basta, para que se consuma el delito, con el falseamiento de la información, sin que sea preciso que el autor logre el propósito de captación de la inversión. Sólo se requiere que la conducta de falseamiento se realice con tal propósito.

Para MORALES GARCIA en cambio, es un *delito de tendencia interna intensificada y de resultado cortado*³²⁵. No se trata de un delito de mera actividad. Y en su opinión el nuevo tipo penal responde a la necesidad autoimpuesta por el legislador español en trasponer también penalmente las infracciones contempladas en Directivas y Decisiones Marco comunitarias. En la misma línea argumental FARALDO CABANA³²⁶ y PUENTE ABA³²⁷ opinan que el tipo del delito es *de resultado cortado*.

Se construye, por lo tanto, *un tipo de resultado cortado*. Es sancionada una determinada conducta, “la creación de una falsedad”, siempre que venga acompañada de alguna de las intenciones señaladas anteriormente.

El tipo se construye como un delito *de consumación anticipada, de resultado cortado*, puesto que además de la acción requiere únicamente la presencia de un elemento subjetivo del injusto (“con el propósito de captar inversores o depositantes...”) ³²⁸ y se critica la no inclusión de un elemento objetivo de idoneidad. Y que no tiene parangón en el Derecho comparado (ni en el Derecho alemán, ni en el italiano). Hay autores que critican esta técnica del *delito del resultado cortado*, afirmando que en su lugar, se debiera haber requerido un elemento de aptitud para la producción del daño como sucede en los

³²¹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa). pág. 266.

³²²MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). pág 895-896.

³²³POLAINO NAVARRRETE, M. op.cit (*Lecciones de Derecho penal*) pág. 169.

³²⁴LAMARCA PEREZ, C. (dir) *Derecho penal, parte especial*. 6ª Edit. En concreto el artículo de MESTRE DELGADO, E. op.cit (Delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico), pág. 389.

³²⁵MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 232.

³²⁶FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis). pág. 1089.

³²⁷PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág 52 y ss.

³²⁸MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa). pág. 266; también MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 120.

delitos de los arts. 282 y 290. Ésta es la técnica correcta de tipificación de delitos de esta naturaleza, en el que la “idoneidad” de la acción para causar un daño al patrimonio de los sujetos pasivos es un elemento objetivo del tipo que expresa el “peligro característico” de estas conductas, y que ésta como tal, debe ser abarcado por el dolo del agente. Es más, en opinión de estos autores en la figura de estafa de inversión de capital, debería recogerse expresamente que la acción de “comunicación de datos falsos” (pero no olvidemos, resaltamos por nuestra parte, que el tipo del 282 bis no exige “comunicación” sino sólo el acto de falseamiento *per se*) tiene que ir dirigida a un amplio e indeterminable “a priori” círculo de inversores³²⁹.

Antes de la reforma L.O. 5/2010, en los casos en los que se llegaba a producir perjuicio, además de poder aplicar hasta ahora la estafa clásica para poder reprimir estas conductas, podría haberse intentado la aplicación del art. 290, pero el ámbito de aplicación del art. 290 no se limita a la estafa de crédito, en cuanto puede proyectarse sobre otros comportamientos punibles. Para solucionar de forma definitiva éste problema, el legislador además del tipo de peligro abstracto, introduce un tipo de resultado en el segundo párrafo del art. 282 bis, y así cuando se llega a obtener la inversión, el depósito, la colocación del activo o la financiación, con perjuicio para el inversor, depositante, adquiriente de los activos financieros o acreedor, la pena se impondrá en su mitad superior y si además, el perjuicio causado fuera de notoria gravedad, la pena a imponer será de uno a seis años de prisión y multa de seis a doce meses³³⁰.

Es decir, estaríamos en presencia de un delito de resultado cortado, que sólo requiere un “elemento subjetivo del injusto” (*con el propósito de captar inversores o depositantes*). Es decir, conseguir unos resultados materiales, que no tienen por qué producirse realmente³³¹.

³²⁹ MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 232. Estructuralmente se trata de un delito especial, de tendencia interna intensificada y resultado cortado. Frente a lo que pudiera parecer inicialmente, no se trata de un delito de mera actividad, pues podrá perfectamente diferenciarse entre las conductas tendentes a configurar un folleto con información falsa y el falseamiento en sentido estricto del folleto. De hecho, el segundo párrafo del precepto contempla el resultado cortado como elemento de agravación de la responsabilidad penal en las fases de gravedad (mitad superior o nuevo y más elevado marco penal en caso de perjuicio y notoria gravedad, respectivamente).

Un delito de actividad, tipificado desde la base de los delitos de falsedad común (art. 390 CP y ss.) y falsedad societaria (art. 290 CP). También LAMARCA PEREZ, C. (dir). *Derecho penal, parte especial*. Edit. Colex. Madrid, 2001. Pág. 388. MORALES GARCÍA, O., “Art. 282 bis Código penal” en *Comentarios al Código Penal español. Tomo II (arts. 234 a DF 7ª)*(dir) QUINTERO OLIVARES, G. 6ª Edit. Thomson Aranzadi. Cizur Menor (Navarra), 2011. pág. 889.

³³⁰ LOPEZ Y LOPEZ, E. “Delitos relativos al mercado y a los consumidores”. En *Diario La ley*, nº 7534. Sección Tribuna, 23 de diciembre de 2010. Año XXXI. Ref. D-397. Edit. La Ley. La Ley 14898/2010.

³³¹ MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*). pág. 120; FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis)pág. 1089; MORALES GARCÍA, O. op.cit(Fraude de inversores), pág. 232; HURTADO ADRIAN, A. “La estafa de inversores y/o crédito (art. 282 bis)”. En *Reforma del Código Penal*. JUANES PECES, A. (dir.). Edit. El Derecho. Madrid, 2010. Pág. 199. PUENTE ABA, L.M op.cit. (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) págs. 55 y ss.

En todo caso, hay que criticar que el legislador haya recurrido a esta técnica del *delito de resultado cortado*, en lugar de requerir un elemento de aptitud para la producción del daño, como sucede en los delitos de los arts. 282 y 290³³². Esta es la técnica correcta, como hemos dicho con anterioridad, de tipificación de delitos de esta naturaleza, en el que la “idoneidad” de la acción para causar un daño al patrimonio de los sujetos pasivos es un elemento objetivo del tipo que expresa el “peligro característico” de estas conductas (así lo explica MARTINEZ-BUJAN PEREZ³³³ y el propio MORALES GARCIA³³⁴). A la vista de la ubicación sistemática del precepto y de la existencia del tipo cualificado del párrafo 2º, cabe deducir que el tipo del párrafo primero requiere implícitamente ambos elementos. Exigen esto requisitos; MARTINEZ-BUJAN PEREZ³³⁵, VILLACAMPA ESTIARTE³³⁶ y FARALDO CABANA³³⁷.

Las finalidades que integran el elemento subjetivo del injusto aparecen descritas “alternativamente³³⁸”. Y es por ello que explica HURTADO ADRIAN³³⁹, el legislador ha creado “un tipo mixto alternativo”, en virtud de lo cual es suficiente con que concurra una de ellas en el ánimo del “agente” para que se cumpliera el “injusto de este delito”. No obstante nos parece más adecuado el razonamiento de MARTINEZ-BUJAN PEREZ que recalca que lo alternativo, es solo el elemento subjetivo del injusto, pero no la acción ni el resultado, y es que en línea con el razonamiento del autor en los “delitos de consumación anticipada”, el elemento subjetivo cumple una función definitoria del tipo de acción de que se trate, de tal manera que si dicho elemento no se acredita, el tipo penal no entraría en juego³⁴⁰.

2.3 La configuración del artículo 282 bis tipo básico, como un delito mutilado en dos actos

En esta línea discursiva otro sector doctrinal lo conceptúa como *un delito mutilado en dos actos*. Y así esta línea vendría presentada por CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG quienes lo definirían como un delito mutilado en dos actos, en cuanto que la acción del sujeto activo trasciende la acción típica actual, dirigiéndose esta a realizar una actividad posterior del mismo sujeto, lo que pone de manifiesto en la persecución del delito tres fines: a) el propósito de captar inversores o depositantes; b) colocar cualquier activo financiero; c) obtener financiación por cualquier medio³⁴¹. En cambio para SILVA SANCHEZ el art.

³³² MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 232-ss.

³³³ MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág 266.

³³⁴ MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 232

³³⁵ MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa). pág. 266;

³³⁶ VILLACAMPA ESTIARTE, C. “Las falsedades contables en el Proyecto de ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007”. En *La adecuación del Derecho Penal español al Ordenamiento de la UE*. ALVAREZ GARCÍA, F.J. ((dir.)). Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2009. Pág 457 y ss.

³³⁷ FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) . pág. 1089.

³³⁸ MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*). pág. 121.

³³⁹ HURTADO ADRIAN, A. op.cit (La estafa de inversores y/o crédito (art. 282 bis)). pág. 201.

³⁴⁰ MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág 121.

³⁴¹ CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG. op.cit (*Comentarios al Código Penal*). *Reforma* pág. 624

282 bis se estructura en tres tipos: un tipo básico, un tipo cualificado, y un tipo hipercualificado. Si bien el tipo básico del art. 290 se configura *como un delito de idoneidad o aptitud*, en cambio el tipo básico del art. 282 bis se limita a describir una conducta falsaria sobre cuya aptitud o idoneidad efectiva para producir un perjuicio al inversor nada se indica de modo expreso³⁴².

3. El artículo 282 bis como delito especial y/o delito autónomo

La configuración del art. 282 bis tipo básico es la de un delito especial. El legislador ha configurado el delito de fraude de inversiones como un delito especial. El autor debe reunir la condición de administrador de hecho o de derecho, siendo posible también que responda directamente la persona jurídica o empresa (art. 31 bis)³⁴³. Ciertamente este tipo de conductas serán cometidos en el seno de una empresa, directamente por los responsables de la misma. Sin embargo, también es posible que estas se lleven a cabo a través de intermediarios en el mercado financiero.

En la línea de lo expuesto, es un delito especial propio en el que el círculo de los sujetos activos se limita a los administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores³⁴⁴.

A primera vista parece que en este delito la autoría debe ponerse en relación con las exigencias normativas de la emisión del folleto (arts. 27 y 28 LMV y art. 35 LMV). En esta interpretación se posiciona también MORALES GARCIA para quien el art. 282 bis es un delito especial sólo comisible por quien tiene la consideración del administrador de hecho o de derecho³⁴⁵. Y lo que nos parece importante resaltar del autor, es que el régimen de autoría está en sintonía con las exigencias normativas de emisión del folleto. Esa capacidad de obligar al emisor será normalmente ejercida por el administrador, o por quien no siéndolo dispone de un poder de tal naturaleza como comprometer nada menos que la suscripción del folleto, es decir, se estará comportando como administrador de hecho. Ahondando más en esta cuestión, ¿el delito contemplado en el art. 282 bis es un delito especial? En opinión de MORALES GARCIA al ser un delito especial solo es comisible por quien tiene la consideración de administrador de hecho o de derecho, se explica que el régimen de autoría parece estar en franca sintonía con las exigencias normativas de emisión del folleto. Esa capacidad de obligar al emisor será normalmente ejercida por el administrador, o por quien no siéndolo, no obstante, dispone un poder de tal naturaleza como para comprometer nada menos que la suscripción del folleto, es decir que se estará comportando como administrador de hecho. Una cuestión muy interesante que revela este

³⁴²SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit (delito de estafa de inversiones)pág. 393

³⁴³RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E. En op.cit (Comentario al artículo 282 bis), pág. 313.

³⁴⁴MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Derecho penal económico*) . pág. 267.

³⁴⁵MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis) págs. 895-896.

autor es que todas las personas citadas en la LMV y en el Reglamento podrán ser consideradas administradores de hecho de la sociedad con su relación con el contenido de hecho y el folleto. Ahora, bien quedaran fuera del alcance del proyecto los meros intermediarios que carecen de atribuciones reales sobre el folleto o el resto de informaciones típicamente descritas³⁴⁶.

Explican autores muy significativos, como RODRIGUEZ PUERTA/MORON LERMA, el legislador ha configurado el delito de fraude de inversiones como un delito especial³⁴⁷. El autor debe reunir la condición de administrador de hecho o de derecho, siendo posible también que responda directamente la persona jurídica o empresa (art. 31 bis)³⁴⁸. De la misma opinión

³⁴⁶MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). págs. 895-896.

³⁴⁷RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E. op.cit (Comentario al artículo 282 bis). pág. 313. Así se concluye que ciertamente, con carácter general, este tipo de conductas serán sometidas en el seno de una empresa, directamente por los responsables de la misma. Sin embargo, también es posible que éstas se lleven a cabo a través de intermediarios en el mercado financiero. Esta última posibilidad se encuentra contemplada específicamente en la normativa extrapenal reguladora del mercado de valores (art. 4 RD 1362/2007, de 19 de octubre), lo que evidencia que se trata de una conducta habitual en este sector. Por tanto, en algunos supuestos, la actuación de intermediarios, que no pertenecen a la empresa, no podrá perseguirse. Esta laguna legal surgirá en aquellos casos en que el intermediario difunda información falsa para captar inversores sin que ello sea conocido por el emisor de dicha información, pongamos por caso, porque obtiene rendimientos en función del número de inversores captados. Esa insatisfactoria situación hubiera podido evitarse atribuyendo al precepto el carácter de delito común, opción por la que se han decantado otros países de nuestro entorno.

³⁴⁸ Resulta una lectura interesante en este punto el notable y excelente artículo de MARIN DE ESPINOSA CEBALLOS, E. “La responsabilidad penal de las personas jurídicas: El caso Bankia”. En *La Ley penal*, nº 102. Mayo-Junio, 2013. La ley 3019/2013. pág. 748/19. Explica la autora en la querrela se acusa a la persona jurídica Bankia, pero no por el delito del art. 282 bis resultando llamativa la omisión en la querrela del art. 282 bis CP, ya que la valoración jurídica, como se afirma en el propio Auto, “no puede hacerse sino en función de los hechos como son alegados en la querrela, y no de los que resulten acreditados, porque, si averiguarlos es el objeto del proceso, su verificación no puede convertirse en presupuesto de la incoación”.

En querrela, como se ha señalado, se acusa por un presunto delito de estafa del artículo 248 CP (La Ley 3996/1995) y, sin embargo, en el Auto no acusa por este delito, detectándose la omisión del delito del artículo 282 bis CP (La Ley 3996/1995) (16). De ello se puede deducir que, a juicio del Magistrado-Juez, los hechos permitirían ser calificados como un delito específico de estafa de inversiones del artículo 282 bis CP (La Ley 3996/1995) (17) y no por el delito de estafa genérica del artículo 248 CP (La Ley 3996/1995) como se había acusado en la querrela, aunque ambas figuras admiten la responsabilidad penal de las personas jurídicas.

El artículo 282 bis CP (La Ley 3996/1995) se ha incorporado en la penúltima reforma del Código Penal español por la LO 5/2010 de 22 de junio (La Ley 13038/2010) (18). Este nuevo precepto contempla un supuesto específico de estafa, aunque se encuentra ubicado fuera del capítulo de la estafa genérica, situándose entre los delitos contra el mercado y los consumidores, y va referido expresamente a “sociedades emisoras de valores negociados en los mercados de valores”. El artículo 282 bis CP (La Ley 3996/1995) sanciona una nueva modalidad de fraude a los consumidores y pretende dar protección a los inversores en el mercado de valores. De esta manera, el legislador ha regulado expresamente la figura de estafa financiera y de crédito (19), configurándose como un delito especial porque solo pueden ser sujetos activos los administradores de hecho o de derecho de la sociedad. Este delito es una figura híbrida, “a medio camino entre las defraudaciones y las falsedades documentales” (20), cuya acción consiste en falsear la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión de cualquier instrumento financiero o de las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir de acuerdo con la legislación del mercado de valores, lo que puede realizarse ofreciendo datos falsos, ocultando u omitiendo informaciones relevantes (21), es decir, falsificando un documento que refleje la situación jurídica o económica de la sociedad y, todo ello, ya se encuentra previsto y penado en el artículo 290 CP (La Ley 3996/1995). Además mediante un engaño materializado en la falsificación de la información, que debe figurar en el folleto de emisión de instrumentos financieros, se consigue producir error bastante en el

es MARTINEZ-BUJAN PEREZ para quien es un delito especial propio en el que el círculo de los sujetos activos se limita a los administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores³⁴⁹.

En este punto se critica, con razón que el legislador haya limitado el círculo de los posibles autores a los administradores, proponiendo la inclusión de intermediarios y de las auditorías (MUÑOZ CONDE³⁵⁰; VILLACAMPA ESTIARTE³⁵¹).

Sentado lo anterior, no toda la doctrina es unánime en la consideración del artículo 282 bis como un delito especial propio. Así se ha considerado que estos delitos de estafa de inversiones y de crédito, deberían ser definidos como “delitos comunes”. Y resalta la laguna de punibilidad en el caso de los intermediarios financieros, a los que alude el RD 1362/2007³⁵².

Y en esta línea de razonamiento ampliaríamos el concepto de administrador de hecho a otros que como dice MORALES GARCÍA, no siéndolo, no obstante, disponen de un poder de tal naturaleza como para comprometer nada menos que la suscripción del folleto. Es decir, que se estaba comportando como un “administrador de hecho³⁵³”.

En la misma línea, GOMEZ MARTIN apunta que estamos en presencia de un delito esencial propio y solo puede ser autor el administrador de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociados al mercado de valores³⁵⁴.

Nos encontramos, por tanto, ante una sociedad emisora de valores negociados en el mercado de valores. Estamos, por tanto ante una figura delictiva

inversor, generando un acto de disposición patrimonial en perjuicio propio o de un tercero, acción ésta que también está prevista como un delito de estafa en los artículos 248 y ss. CP. Hay un intenso debate doctrinal sobre cuál debe ser la relación concursal que debe existir entre el artículo 248 CP (La Ley 3996/1995) y el artículo 282 bis CP (La Ley 3996/1995) (22). El tipo subjetivo requiere el conocimiento de la falsedad de la información y, también, el propósito de captar inversores o depositantes, el de colocar cualquier activo financiero o el de obtener financiación por cualquier medio, aunque no se consiga, ya que se describe como un delito de peligro abstracto porque, si, además, se obtiene el perjuicio se apreciará el tipo agravado del párrafo segundo del art. 282 bis CP (La Ley 3996/1995) (23).

³⁴⁹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa).pág. 267

³⁵⁰ MUÑOZ CONDE, F.op.cit (*Derecho penal*), pág. 514.

³⁵¹ VILLACAMPA ESTIARTE, C. op.cit (Las falsedades contables en el Proyecto de ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007) pág. 455.

³⁵²RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORÓN LERMA, E. op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores) .pág. 314.

³⁵³MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 318. La cuestión será entonces dilucidar si desde la “especialidad” del precepto las personas referidas (por analogía con el administrador de hecho) pueden ser responsables a través del art.282 bis. En el razonamiento del autor todos los citados en la LMV y en el Reglamento de desarrollo podrán ser considerados como administradores de hecho de la sociedad por su relación con el contenido y la función del folleto.

³⁵⁴GOMEZ MARTIN,V. op.cit (Sabotaje informático, top manta, importaciones paralelas y fraude de inversores). pág 15. También BONILLA PELLA,J.op.cit(estafa de inversores) pág 12/2552 el mismo autor.op.cit (fraude de inversores). pág 17/6221.

que protege valores eminentemente patrimoniales y no exclusivamente institucionales frente a ciertas conductas engañosas, por lo que no puede sorprender que un importante sector doctrinal haya considerado en realidad, que el artículo 282 bis de nuestro Código Penal, tan solo vendría a convertir en delito autónomo y consumado una concreta y determinada modalidad comisiva de la tentativa del delito de defraudación patrimonial por antonomasia, la estafa³⁵⁵, con lo que tendría un mero delito de emprendimiento de dicha figura delictiva³⁵⁶.

A diferencia de lo que sucede en otros ordenamientos (así, el art. 2062.1 del Código Civil italiano, en los que se exige la idoneidad y la comunicación de los datos falsos) en nuestro caso (art. 282 bis) no se exige que la “conducta tenga que ser idónea”, con lo que como dice GALAN MUÑOZ se desvincularía a dicha acción típica de su idoneidad para incidir en la decisión de los individuos a los que se dirige, haciéndola entonces mucho más cercana o parecida a la que caracteriza y define a los delitos de falsedades documentales que a la que determina la realización de un verdadero delito de estafa³⁵⁷.

Por el contrario, para PUENTE ABA, estamos, por tanto, ante otro delito que no sólo castiga conductas anteriores a aquellas que determinarían la consumación de la estafa; sino también ante uno que lo hace con algunas que ni siquiera son susceptibles de ser subsumidas en la tentativa de dicho delito, lo que sin duda impide que se pueda entender que el denominado fraude de inversores contenga y castigue una simple forma de aparición de la tentativa de dicha figura tradicional, pero también cierra cualquier posibilidad a que se lo pueda considerar como un *mero delito de emprendimiento de tal figura*; calificación, que, por otra parte y a nuestro modo de ver, tan sólo debería predicarse respecto a aquellos delitos que, a diferencia de lo que sucede con el aquí analizado, realmente castiguen como consumados tanto la completa realización de un determinado hecho como el mero intento de realizarlo, ya que solo en ellos concurrirán los caracteres que dan verdadera razón de ser a la existencia de tan controvertida categoría de delitos³⁵⁸.

Lo que nos lleva a conceptualizar este delito como “especial” que solo puede ser cometido por dichos sujetos. Lo que critica, con razón RODRIGUEZ PUERTA/MORÓN LERMA, ya que con ello no se podrán perseguir a los intermediarios financieros que pudiesen cometer este tipo de conductas³⁵⁹.

³⁵⁵ GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). Pág. 130 ; MUÑOZ CONDE, F.op.cit(Derecho penal, Parte especial), pág 513,quien señala en relación con este delito que en realidad aquí se tipifica una tentativa de estafa o por lo menos un acto preparatorio de la misma. Asimismo, FARALDO CABANA, P.op.cit(*Art 282 bis*),pág 1089.

³⁵⁶GALAN MUÑOZ, A.op.cit(El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 131.

³⁵⁷GALAN MUÑOZ, A. op.cit pág. 131.

³⁵⁸PUENTE ABA, L.M.op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.)pág. 52. También GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 133.

³⁵⁹RODRÍGUEZ PUERTA, MJ y MORÓN LERMA, E.op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores) pág 314.

La explicación a la delimitación especial del sujeto activo estribaría en la remisión a las exigencias normativas “extrapenales” (Ley del Mercado de Valores) referidas a la emisión de este tipo de informaciones que sólo pueden ser realizadas como señala el art. 27 LMV, por quien tiene capacidad legal de obligar a la sociedad que está obligada a cumplir una información precisa y suficiente para los inversores (arts. 27 y 28 LMV) en la emisión de los valores negociados. Con lo que dicha negociación pasaría a ser el “resultado consumatorio del injusto” propio de esta figura.

Muy crítico con esta afirmación se muestra GALAN MUÑOZ³⁶⁰ ya que el delito del art. 282 bis, puede castigar tanto falsedades que se dirijan a producir efectos completamente ajenos a dicha negociación. En realidad, este tipo delictivo no está tratando de delimitar el momento temporal; sino lo que busca es definir las características que habrán de concurrir en la actuación falsaria realizada. Al exigir que las falsedades tengan que proceder de sociedades emisoras de valores obligadas a emitir y difundir una información detallada sobre la situación económica, convierten a las “falsedades” en “especialmente idóneas” para poner en peligro los patrimonios del amplísimo y difuso colectivo de sujetos, que podrían llegar a convertirse en inversores³⁶⁰.

¿Por qué hablamos de delito especial entonces? Porque las conductas falsarias tienen que ser realizadas por un sujeto activo especial: los administradores de hecho y/o derecho y que lo sean de una sociedad emisora de valores negociados en el mercado de valores y que la doctrina extiende a todas las modalidades comisivas contempladas por las falsedades en el art. 390.1 incluidas la de faltar a la verdad en la narración de los hechos³⁶¹.

³⁶⁰ GALAN MUÑOZ, A.op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis). págs. 134- 135- 136. MARTINEZ-BUJAN PEREZ,op.cit C. (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 120 y ss.; PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 72

³⁶¹ MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 120 y ss. MUÑOZ CONDE, F.op.cit(*Derecho penal, Parte Especial,*) pág. 515. BONILLA PELLA, J.op.cit(En *Memento Experto Reforma Penal 2010*). pág. 280. FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1088. RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORÓN LERMA, E. op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores) pág. 314.

CAPÍTULO III.

SUJETOS ACTIVOS Y PASIVOS

I. Cuestiones Preliminares

A lo largo de este capítulo examinaremos los sujetos activos y pasivos del artículo 282 bis CP. El artículo 282 bis se configura como un delito especial en el que son sujetos activos del delito los administradores de hecho y de derecho, veremos las diferentes concepciones tanto en el derecho mercantil como en el derecho penal, y la delimitación y los requisitos definidos en la jurisprudencia y en el que también puede ser sujeto activo una sociedad emisora de valores (art. 31 bis) a raíz de la L.O 5/2010. Analizaremos también los sujetos pasivos; viendo los diferentes tipos de inversor en el mercado español.

II. SUJETOS ACTIVOS

1. Los administradores de hecho y de derecho

GOMEZ BENITEZ delimita los sujetos activos explicando que el administrador de derecho es aquel que ejerce funciones de representación o de gestión conforme a la normativa mercantil reguladora de cada tipo de sociedad o los Estatutos de la misma. En contra, se concibe al administrador de hecho como aquel que ejerce materialmente las funciones de gestión o administración de la sociedad, sin ser nombrado legalmente para ello y figurando, a efectos formales, otra persona³⁶².

Si bien es cierto que GOMEZ BENITEZ comenta esta diferenciación en el racionamiento de los delitos societarios, su argumentación es transpolable, aquí y ahora, a la estafa de inversiones del art. 282 bis concluyéndose que el sujeto activo puede serlo cualquier persona tanto física como jurídica que de forma directa o mediante representación, mediante delegación o apoderamiento ejerza realmente las funciones de gestión o administración de la sociedad. Desde el punto de vista estrictamente mercantil “administrador de hecho” es “quien aparenta serlo de Derecho”, por lo que a juicio de BACIGALUPO debe abarcar aquél administrador de derecho cuyo nombramiento hubiere caducado por transcurso del plazo legal, el nombrado como de “Derecho” en el que concurren causas insalvables de prohibición, incapacidad o inhabilitación, y aquellos cuyos nombramientos o ceses no hayan sido aún inscritos en el Registro Mercantil³⁶³.

³⁶²GOMEZ BENITEZ, J.M. “Administradores de hecho y de derecho en el nuevo Código penal”. En *El nuevo Código penal. Delitos societarios e insolvencias punibles*. AA.VV. Edit. Banco Central Hispano. Madrid, 1996. También véase GOMEZ BENITEZ, J. M. “Notas para una discusión sobre los delitos contra el orden socio-económico y el patrimonio en el proyecto de 1980 de Código Penal”. En *Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales (ADPCP)*. T. 33, 1980. pág. 484.

³⁶³BACIGALUPO ZAPATER, E. “Responsabilidad penal de órganos directivos y representantes de una persona jurídica (el actuar en nombre de otro)”. En *Comentarios a la legislación penal*. Tomo V. Vol. I. Edit. Edersa. Madrid, 1985. pág. 328 y ss.

Por otro lado GONZALEZ RUS, explica que pueden ser “administradores de hecho”, quienes tienen poder de decisión real sobre los datos contenidos en los folletos o en la información de publicación y difusión obligatoria. La equiparación legal entre administradores de hecho y de derecho es acertada y hace intrascendente a efectos penales la calificación exacta que conforme a las normas mercantiles les corresponda a los administradores³⁶⁴.

Lo importante es que si administran realmente la sociedad pueden ser sujetos activos del delito. De acuerdo con una interpretación estricta, “administradores de derecho” son quienes resultan designados por la Junta General para la gestión y representación de la sociedad, conforme a las normas legales que correspondan en cada caso. En definitiva, las personas que ostentan el poder real de representación en la sociedad y las que tienen capacidad para obligarla. En todo caso se reclama que los administradores de hecho o de “derecho” actúen “como” tales, es decir, en nombre de la sociedad y para su provecho, y no a título individual.

Así, la principal nota definitoria de la figura del administrador de hecho debe ser el ejercicio efectivo de las funciones de gestión y administración, bien sea por ellos mismos o bien a través de terceros en quienes influyen decisivamente o a quienes interponen como meros testaferros para evitar ser reconocibles y conseguir así la absoluta impunidad de sus actos en sede mercantil y penal³⁶⁵.

Desde una perspectiva amplia no sólo incluiría al administrador de hecho notorio, sino también al administrador de hecho oculto. Como bien explica FERNANDEZ BAUTISTA tanto el caso de actuar bajo otra apariencia como en los casos en que permanece en la sombra. Es decir, quien mande en la empresa³⁶⁶.

Así se entiende, por ejemplo, que lo fuera como administrador de “hecho” el director comercial de una sociedad emisora, que quien precisamente trabaja en la empresa captando inversores (como analizaremos más adelante³⁶⁷).

³⁶⁴GONZALEZ RUS, J.J. op.cit (Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones). pág. 605 y 606.

³⁶⁵FERNANDEZ BAUTISTA, S. *El administrador de hecho y de derecho. Aproximación a los delitos con restricciones en sede de autoría*. Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2007. pág. 314.

³⁶⁶FERNANDEZ BAUTISTA, Sop.cit. (*El administrador de hecho y de derecho. Aproximación a los delitos con restricciones en sede de autoría*). pág. 315. Como explica QUERALT JIMENEZ, J. *Derecho penal Español. Parte especial*. 4ª Edición. Atelier. Barcelona, 2002. pág. 370. Para éste autor es la persona que mande en la empresa, persona que puede ser un Alto directivo, sin necesidad de formar parte del Consejo de Administración. En contra FARALDO CABANA, P.op.cit(*Los delitos societarios. Aspectos dogmáticos y jurisprudenciales*). pág. 148, quien exige la necesaria existencia de un mínimo formal reconducible a la tolerancia de su actuación como tal por la sociedad respecto de la cual deba considerarse órgano fáctico, esto es un reconocimiento de hecho o tácito. Asimismo GALLEGO SOLER, J. I. “El concepto de administrador de hecho como criterio de imputación de la autoría en Derecho penal”. En *Derecho penal de la empresa*. CORCOY BIDASOLO, M. (Dir.). Pamplona, 2002. pág. 167.

³⁶⁷ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit(*Los delitos bursátiles*). pág. 204.

En suma, para entender el concepto técnico-jurídico de administradores de derecho, debemos remitirnos a la legislación mercantil. Y así, se puede hablar de una interpretación restrictiva o amplia. En concepción estricta, sólo incluiremos a los que ostentasen cargos societarios y de *iure* representen a la sociedad³⁶⁸.

Para otros deben tener un poder de gestión autónomo, limitado sólo por los órganos societarios y que pueden vincular con su conducta legítimamente a la empresa a la que formalmente representan³⁶⁹.

Como podemos observar, esta concepción es estrictamente formalista, según la cual el administrador de derecho lo es porque está nombrado por los órganos societarios (Junta, Consejo, Estatutos etc.).

No obstante una “concepción más amplia” en la explicación del término jurídico de administrador de derecho (con la que estamos de acuerdo), incluiríamos no sólo a los nombrados en los órganos de administración de la sociedad; sino incluso a los directores generales o asimilados, entendiendo por tales, como dice NUÑEZ CASTAÑO, a aquellas personas que “*desarrollen en la entidad bancaria funciones de alta dirección, bajo la dependencia directiva de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o consejeros delegados del mismo*”; en similares términos se define el ordenamiento laboral, al regular la relación especial del personal de alta dirección en el art. 1 RD 1382/1985 que afirma que “*Se considera personal de alta dirección a aquellos trabajadores que ejercitan poderes inherentes a la titularidad jurídica de la empresa, y relativos a los objetivos generales de la misma, con autonomía y plena responsabilidad, sólo limitadas por criterios e instrucciones directas emanadas de la persona o de los órganos superiores de gobierno y administración de la Entidad que respectivamente ocupe aquella titularidad*”³⁷⁰.

Efectivamente, quienes realizan la función (“ostenten cargos” dice con notoria impropiedad la Ley) de dirección y gestión (de “administración o dirección”, indica confusamente la Ley) de las Sociedades y Agencias de Valores pueden incurrir, en cuanto la realizan, en responsabilidad administrativa, entendiéndose que desenvuelven aquellas funciones los Consejeros, Gerentes y no gerentes (no hace distinción la ley) y el Personal de Alta Dirección.

Pueden ser sujetos responsables según los artículos 99 y 100 LMV donde se efectúa una larga enumeración de conductas constitutivas de *infracciones muy graves o graves* de las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, que son susceptibles de ser cometidas por las Sociedades y Agencias de Valores.

³⁶⁸NUÑEZ CASTAÑO, E. op.cit (*La estafa de crédito*). pág. 357. También LOJENDIO OSBORNE, citado por la autora en *Derecho Mercantil. Vol. I*. Coord. JIMENEZ SANCHEZ y otros. Edit. Ariel. Barcelona, 1995. ág. 292. Donde define al administrador como un órgano permanente de actuación y de la ejecución que tiene funciones de gestión y de representación.

³⁶⁹NIETO MARTIN, A. *El delito de administración fraudulenta*. Edit. Praxis. Barcelona, 1996 (Libro descatalogado). Tomado de NUÑEZ CASTAÑO. E. op.cit (la estafa de crédito), pág 268.

³⁷⁰NUÑEZ CASTAÑO, Eop.cit.pág. 358

Así en estas entidades financieras siempre existirá uno, o varios, consejeros, también incluso el director general “responsable”. También, es posible que exista una organización tal que fueran varios los directores generales, o Personal de Alta Dirección, bajo cuya directa responsabilidad funcione toda o una parte de la empresa de inversión. Y tomen decisiones en representación de la sociedad en poder de vinculación jurídico/económico a la sociedad en la que desempeñan su trabajo.

La LMV somete al cumplimiento de los mismos requisitos de capacidad e idoneidad a los Consejeros y a los “Directores Generales o asimilados”. La Directiva 93/22/CEE indica que “las personas que dirijan de hecho la actividad de la empresa de inversión” han de cumplir los requisitos de “honorabilidad y de experiencia”. Según la LMV sólo el personal de alta dirección ha de cumplir con aquellos requisitos, no el personal directivo.

La regulación reglamentaria, al establecer quiénes han de inscribirse en el Registro *ad hoc* que lleva la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV), artículo 13 del Real Decreto 276/1989 de 22 de marzo y Norma 2ª de la Circular 5/1989, de 25 de octubre, ayuda a delimitar en el sentido antes expuesto a quienes hayan de cumplir los importantes requisitos antes aludidos³⁷¹. Y que (añadiremos por nuestra parte) desarrollen funciones de gestión y responsabilicen a la sociedad son sus decisiones.

En relación al concepto de “asimilado” (persona con responsabilidad de gestión en el empresa) como bien nos explica CACHON BLANCO, surge el problema de su extensiva analogía en otro tipo de directores de área como Directores Financieros, Directores Comerciales, que en un organigrama empresarial normalmente ocupan una posición inferior al Director General, que debe resolverse precisando que, desde luego, si hay posición subordinada al Director General, no se está ante un “alto cargo”, y en los demás supuestos, habrá de actuarse mediante la “prueba por casos”, resolviéndose a la luz de la doctrina jurisprudencial expuesta³⁷².

La denominación administrativa de hecho o de derecho fue polémica desde la publicación del Código Penal de 1995; pero el legislador de *lege lata* tampoco ha clasificado los efectos y funciones sobre todo del actuante de *facto* y ha preferido que sea la Jurisprudencia quien se encargue de delimitar y explicar las funciones de administración, del poder de decisión de la sociedad. Se exige, como bien explica ZABALA LOPEZ-GOMEZ, que el administrador de hecho tenga una serie de competencias ajenas dentro del entramado societario que no

³⁷¹TAPIA HERMIDA, A.J. “La Responsabilidad administrativa y civil de los administradores y (dir)ectores generales de las Sociedades y Agencias de valores”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Año XIX. Edit. Lex Nova. Enero-Marzo 2000. pág. 82.

³⁷²CACHON BLANCO, J. E. *Derecho del mercado de valores*. T. I. Edit. Dykinson. Madrid, 1992. pág. 542.

siempre habrán de ser identificadas con las obligaciones que impone el Derecho mercantil³⁷³.

Teniendo en cuenta la comprensión de la doctrina tanto sustantiva como jurisprudencial (y sobre esta cuestión volveremos después), a nuestro modo de ver en una aproximación inicial en el planteamiento del problema, deben incluirse en la concepción de administradores de hecho, aquellos profesionales que “real y eficazmente” ejercen funciones de administración *de facto*. Es decir, dar preferencia a la posesión de estado de cumplimiento *ad internos* y *ad externum* de la función de administrador, más que a la referencia puramente formalista de la “verdad registral”. Así, lo sería quien en la sociedad ejerce “poder de decisión”, que ejercita actos de administración y que vincula así su gestión a la sociedad. Lo contrario no perjudicaría el bien jurídico, al no vincular con su actuación la gestión de la sociedad.

En esta línea interpretativa para un sector doctrinal cualificado, una concepción estricta en la explicación de administrador de hecho, sería cuando se puede hablar de un nombramiento válido, pero al cual falta la inscripción o concurren vicios que pueden provocar la anulación; serían aquellos cuyo nombramiento presenta alguna irregularidad de tipo formal³⁷⁴.

No obstante, ésta no es una situación pacífica en la doctrina, pues también se afirma que en el caso de ejercicio de funciones administrativas por administradores cuyo nombramiento no hubiere sido inscrito en el correspondiente Registro Mercantil, sí podemos considerarles auténticos administradores de derecho. Ello porque los arts. 125 LSA y 58.4 LSRL condicionan la eficacia del nombramiento únicamente a la aceptación de éste, sin fijar requisito alguno de forma³⁷⁵.

Ciertamente, se impone la obligación de inscribir en el Registro Mercantil los nombramientos de los administradores, si bien la omisión de tal inscripción

³⁷³ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit (*Los delitos bursátiles*). pág. 206, cita el autor la STS 59/2007 de 26 de enero en un asunto relativo a un delito societario de falsedad en documentos sociales del art. 290.

En la citada sentencia al referirse al administrador de hecho. Y explica que lo es, no sólo por no reunir las condiciones de nombramiento, por falta de aceptación o de inscripción registral o de mantenimiento y prórroga del mandato. Pero esta acepción sería restringida, y dejaría al margen del Derecho penal “situaciones fácticas del mundo negocial en el que intervienen personas con funciones reales de administración formalmente no señaladas en sus respectivas normas de funcionamiento”.

³⁷⁴NUÑEZ CASTAÑO, E.op.cit (*La estafa de crédito*). pág. 367. Entre otros también defienden esta concepción estricta, GARCÍA DE ENTERRIA, E., *Los delitos societarios, un enfoque mercantil*. Edit. Civitas. Madrid, 1996. pág. 46; asimismo, MORENO CANOVES, A./RUIZ MARCO, F. *Delitos socioeconómicos. Comentario a los art. 262, 270 a 310 del nuevo Código Penal (Concordados y con jurisprudencia)*. Edit. Edijus. Zaragoza, 1996. pág. 251 (para quien, como reafirma NUÑEZ CASTAÑO, E., op. cit. (*La estafa de crédito*, pág. 367), “el administrador de hecho es quien aparenta serlo de Derecho, siendo tal apariencia formal”.

³⁷⁵FERNANDEZ DE ARAOZ, A. “La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores”. En *Cuadernos de Derecho Judicial*. Nº 5. 1999. págs. 88 -89.

no hace ineficaz el nombramiento a efectos internos. Así lo puso de manifiesto la DGRN en su Resolución de 3 de marzo de 1986, al manifestar lo siguiente: “*Es obligatoria la inscripción en el Registro Mercantil del cargo de administrador, no siendo inscribibles los actos que pueda otorgar hasta tanto se verifique aquélla, quedando a salvo cuando se trate de actos internos de la sociedad, para los que el nombramiento del administrador es eficaz desde su aceptación*”.

Se puede afirmar, pues, que la falta de inscripción registral afectará en todo caso a su eficacia, pero nunca a su validez.

Respecto de este problema de la falta de inscripción del nombramiento de administrador, la Sentencia del Tribunal Supremo Sala 2º de 17 de noviembre de 1998 (Ponente: González González, O.) recaída en el asunto Romero Gil-Delgado, C./General de Mediación y Bolsa SVB ha sido tajante en este punto al manifestar lo siguiente: “*no puede invocarse la falta de participación en los hechos por la circunstancia de no haberse inscrito su nombramiento en el Registro Mercantil. Pues aceptado el cargo, al margen del problema jurídico acerca de la naturaleza de la inscripción, los hechos probados, que no han sido negados, dejan constancia de la actitud omisiva del recurrente y de su reflejo activo en sus informes al Consejo de Administración, lo que de suyo significaba que implícitamente reconocía su ejercicio y debía desarrollar sus funciones, datos de por sí suficientemente demostrativos de la culpabilidad que derivaba de la aplicación del artículo 15.2.b) LDIEC, por su cualidad de órgano ejecutor de las decisiones de la entidad, aún cuando faltara constancia formal de la inscripción registral...*”³⁷⁶.

En nuestra opinión, desde luego *ad externum*, sería un administrador de “hecho” ya que aunque tendría nombramiento válido, éste no sería eficaz cara a terceros y para vincular de “iure” a los actos de gestión de la sociedad emisora de valores.

En línea con esta interpretación “laxa” (a favor de catalogación como administrador de hecho), lo serían aquellos con nombramiento defectuoso, no inscrito, no aceptado, caducado, nulo por concurrir una causa de inelegibilidad, renuncia, revocación expresa o cese³⁷⁷.

Otro sector doctrinal incluye estos ámbitos incluso en el concepto de administrador de derecho (por ejemplo sin nombramiento y la aceptación del cargo).

Así esta doctrina (que no compartimos) se decanta por incluirlos como administradores de derecho, porque si bien es cierto que la ausencia de aceptación del nombramiento determina la inexistencia de la condición de administrador, no lo es menos que si la persona nombrada para tal cargo ejerce

³⁷⁶ FERNANDEZ DE ARAOZ, A. op.cit pág. 89.

³⁷⁷ NUÑEZ CASTAÑO, E.op.cit (*La estafa de crédito*).pág. 368.

las funciones del mismo existirá, como mínimo, una aceptación tácita del cargo. Y en la medida en que ésta no está sujeta a requisito alguno de forma, resulta cuanto menos discutible que en tales supuestos no exista aceptación³⁷⁸.

No obstante, otra parte importante de la doctrina aboga por una interpretación más laxa, más amplia, y recalca el acento en la relación entre el sujeto y los intereses patrimoniales tutelados, en su capacidad real para tutelarlos³⁷⁹.

En realidad la equiparación entre el administrador de hecho y de derecho es evidente en lo que respecta al ordenamiento jurídico-penal; porque los preceptos que reducen su autoría al administrador lo hacen citando expresamente al de hecho y al de derecho, lo que supone, una voluntad evidente de equiparación en lo que respecta a la posibilidad de ser sujeto activo de estos delitos. Esto ocurre no sólo en la mayoría de los delitos societarios, sino también en el art. 31.1 CP³⁸⁰.

Antes hablábamos de la relación *ad internos* (sujeto *versus* sociedad) y de la relación *ad externum* (sujeto *versus* bien jurídico protegido), en línea con esta inteligencia interpretativa, la doctrina, recalca el acento, más en la relación externa, es decir que el sujeto realice la acción típica y produzca la lesión o peligro del bien jurídico de un modo equivalente a su realización por un sujeto idóneo³⁸¹.

Es decir, la posibilidad tanto en el administrador de hecho como de derecho, para ser sujeto activo que lesionen el bien jurídico protegido por el ejercicio material en su gestión societaria.

Y así, en armonía con esta interpretación, una definición de administrador de hecho que sea válida a efectos penales, debe comenzar por centrarse en la existencia de una verdadera relación fáctica entre el sujeto y el bien jurídico

³⁷⁸ FERNANDEZ DE ARAOZ, A. op.cit (La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores).pág. 90.

³⁷⁹NUÑEZ CASTAÑO, E. op.cit (*La estafa de crédito*). Edit. Tirant lo Blanch. Monografías, 82. Valencia 1998. pág. 368; pero también FARALDO CABANA, P. op.cit (*Los delitos societarios. Aspectos dogmáticos y jurisprudenciales*). pág 147; RODRIGUEZ MONTAÑES, T. *La responsabilidad penal del administrador desleal y los nuevos delitos societarios*. Edit. McGraw-Hill. Madrid, 1997. pág. 145; TERRADILLOS BASOCO, J.M. *Delitos societarios. El Derecho penal en las sociedades mercantiles a la luz de nuestra adhesión a la CEE*. Edit. Akal/lure. Madrid, 1987. pág. 157 y ss. Y citado por NUÑEZ CASTAÑO, E., op. cit. (*La estafa de crédito*, pág.368) FERNANDEZ DE LA GANDARA, L./SANCHEZ ALVAREZ, M.M. “Los delitos societarios. Reflexiones preliminares sobre la imposición de acuerdos sociales abusivos (art. 291). En *Actualidad Jurídica Aranzadi*, año VI, nº 238, 21 de marzo de 1996. pág. 4.

³⁸⁰ FERNANDEZ BAUTISTA, S. *El administrador de hecho y de derecho. Aproximación a los delitos con restricciones en sede de autoría*. Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2007. pág. 321. Y también DIAZ ECHEGARAY, J. L. *Deberes y responsabilidad de los administradores de sociedades decapital*. Edit. Aranzadi. Cizur Menor (Navarra), 2004. pág. 42 y ss.

³⁸¹NUÑEZ CASTAÑO, E. op.cit (*La estafa de crédito*). pág. 369. Y también FARALDO CABANA, P.op.cit(*Los delitos societarios. Aspectos dogmáticos y jurisprudenciales*). pág. 148.

penalmente protegido. Esto es, la función real que el sujeto desempeña y en su acceso a la relación típica con el interés protegido, independientemente de que mantenga o no un determinado vínculo formal con la sociedad³⁸².

Por tanto ello sería imposible afirmar la pertenencia del hecho a este sujeto, que aún cumpliendo con los requisitos formalmente establecidos no juega un papel relevante en el ámbito de competencias y responsabilidad que están asignadas a dicho cargo. No obstante ello, el testafarro podrá ser castigado, en función de las circunstancias concretas del caso, con arreglo a cualquiera de las diferentes figuras de la participación punible³⁸³.

Es interesante, la reflexión que aborda NIETO MARTIN, para quien es administrador de hecho quien de “facto” y sin poseer las cualificaciones exigidas por la ley, están en posición de actuar sobre el objeto material de los distintos tipos, realizando conductas tipificadas en los mismos y que sean idóneas para lesionar o poner en peligro el bien jurídico protegido³⁸⁴.

Delimita correctamente los conceptos GOMEZ MARTIN, así con respecto al concepto de administrador de hecho o de derecho en Derecho penal debe recordarse lo siguiente. Por “administrador de derecho” debe entenderse aquel sujeto que realice funciones de administración en una sociedad en virtud de un título jurídicamente válido. Si se trata de una S.A., es preciso que el sujeto haya sido nombrado a tal efecto por la Junta General (art. 123 LSA³⁸⁵).

En general, será administrador de derecho todo sujeto que pertenezca al órgano de administración de una sociedad inscrita en el Registro Mercantil. Puede serlo tanto una persona física como una jurídica. En cuanto a los “administradores de hecho”, la doctrina mercantilista considera que son, en cambio, todos los demás sujetos que hayan ejercido tales funciones en nombre de la sociedad, siempre que esto se acredite, o los que ofrezcan alguna irregularidad en su situación jurídica, por nombramiento defectuoso no aceptado, no inscrito o caducado.

La doctrina penal, entiende por administrador de hecho a toda persona que por sí sola o conjuntamente con otras, adopta e impone las decisiones de la gestión de una sociedad, y concretamente las expresadas en los tipos penales.

³⁸²NUÑEZ CASTAÑO, E. op.cit (*La estafa de crédito*). pág. 369.

³⁸³FERNANDEZ BAUTISTA, S. op.cit (*El administrador de hecho y de derecho*). pág. 300.

³⁸⁴NIETO MARTIN, A.op.cit (El delito de administración fraudulenta. Citado por NUÑEZ CASTAÑO, E., op. cit. (*La estafa de crédito*),pág.368-369. El autor citado incluye en este ámbito delimitador el caso de los “apoderamientos” (Directores Generales, Gerentes, etc.), si bien no son administradores de *iure*, sin embargo, mantienen competencias de administración y representación de la sociedad, y están en posición de actuar sobre la entidad a través de conductas que lesionarían, en nuestro caso, el bien jurídico protegido en el art. 282 bis.

³⁸⁵GOMEZ MARTIN, V. op.cit (Sabotaje informático, top manta, importaciones paralelas y fraude de inversores: ¿algunos exponentes de un nuevo derecho penal económico?) pág. 15.

Esto es, “quien de hecho manda o gobierna desde la sombra” (STS 816/06, 26-7, FJ 2)³⁸⁶.

Y así el administrador de derecho vendría definido por ineludibles requisitos formales que favorecerían la identificación de este sujeto en el tráfico jurídico. El sujeto que puede ser calificado como tal administrador ostentaría, en virtud del ordenamiento jurídico, un especial deber que le obligaría a llevar a cabo sus tareas de gestión y representación con diligencia, fidelidad y lealtad³⁸⁷.

La consecuencia es la apreciación jurisprudencial de que sólo como dice SILVA SANCHEZ pueden considerarse administradores de hecho aquellos sujetos que “de hecho” administran toda la sociedad (el administrador en la sombra, el Director General, etc.) y no sólo un sector o ámbito de ésta³⁸⁸.

En conclusión, lo serían todos los sujetos responsables del folleto, aunque de *iure* no fueran responsables de la sociedad emisora, ya que han colaborado en la falsedad de la información en las sociedades emisoras de valores negociados.

La cuestión no es baladí; puesto que el tipo penal se limita al administrador de hecho o de derecho *de la sociedad emisora de valores*, la definición del alcance del concepto de administrador de hecho o de derecho es de extrema importancia. Si la entidad directora puede recibir un mandato para verificación de la información financiera que debe figurar en el folleto (art. 35 RLMV) y en particular para verificar que “*la información contenida en la nota de los valores relativa a la operación o a los valores no es falsa ni se omiten datos relevantes requeridos por la legislación aplicable*”, está asumiendo facultades de dirección material efectiva de la sociedad emisora, pues asume por mandato de la emisora y con cobertura legal, la responsabilidad de determinar frente a terceros los estados contables y financieros a efectos de la emisión de valores o instrumentos financieros. Se comporta, pues, como lo haría la propia representada, aun cuando sean personas jurídicas diferentes, lo que la configura claramente como administradora de hecho³⁸⁹.

Quedarían fuera del alcance del precepto, en cambio, los meros intermediarios que carecen de atribuciones reales sobre el folleto o el resto de informaciones típicamente descritas. Un ejemplo claro lo constituyen las empresas de servicios y entidades de crédito que ejecutan organizadamente y de

³⁸⁶FERNANDEZ BAUTISTA, S.op.cit(*El administrador de hecho y de derecho. Aproximación a los delitos con restricciones en sede de autoría*).pág. 319 y ss.

³⁸⁷ FERNANDEZ BAUTISTA, S.op.cit pág. 305.

³⁸⁸SILVA SANCHEZ, J. M. /ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit (delito de estafa de inversiones).pág. 395

³⁸⁹MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 239. El artículo 35 del RLMV define a la entidad directora como: “aquella, o aquellas, a las que el emisor o el oferente haya otorgado mandato para dirigir las operaciones relativas al diseño de las condiciones financieras, temporales y comerciales de la oferta o admisión, así como para la coordinación de las relaciones con las autoridades de supervisión, con los operadores de los mercados, con los potenciales inversores y con las restantes entidades colocadoras y aseguradoras”.

forma sistemática órdenes de clientes sobre valores negociados en mercados de valores; son los llamados “internalizadores sistemáticos” cuyas exigencias de transparencia en nada se parecen a las que asumen las de las sociedades emisoras de valores, o los terceros antes descritos puesto que ni siquiera participan en la elaboración del folleto o el resto de información al que se refiere el tipo³⁹⁰.

Delimita muy bien el concepto que abordamos en éste epígrafe PERDICES HUETOS en la que sitúa la administración de hecho, en un doble ámbito: aquellos administradores que llevan a cabo actos societarios (convocatorias de Juntas, aumentos de capital, etc.) con “cargo caducado” y; aquellos, por ejemplo, socios mayoritarios en sociedades familiares que la gestionan, aunque sólo ostenten la condición de apoderados más o menos general³⁹¹.

Tampoco es pacífica esta situación ya que uno de los supuestos más problemáticos que se plantean en la práctica es, sin duda, el de aquellos administradores que continúan actuando en el tráfico después de transcurrido el plazo de duración en el cargo fijado en los estatutos sociales.

En opinión de FERNANDEZ DE ARAOZ, el cómputo del plazo de caducidad no se realiza desde la fecha del nombramiento hasta la fecha de expiración, sino de Junta a Junta. De este modo, aunque haya expirado el plazo para el que fue nombrado el administrador, no cesará automáticamente en el cargo, sino que continuará en sus funciones hasta que se reúna la próxima Junta General, ordinaria o extraordinaria (art. 145.1 RRM). Se pretende con ello garantizar la estabilidad y permanencia del órgano de administración, impidiendo la paralización de la propia sociedad. Así, cuando haya expirado el plazo para el que fueron nombrados los administradores, éstos continuarán en el cargo hasta la celebración de la próxima Junta General, y durante este tiempo serán administradores, pero no de hecho, sino de derecho, ya que tal previsión es normativa³⁹².

Es decir, el administrador de hecho gestiona de facto pero no ostenta título que lo legitime. Es común en la penalística afirmar que el Derecho mercantil ofrece una noción de administrador de hecho, planteándose luego si el Derecho

³⁹⁰MORALES GARCÍA, O.op.citpág. 239.

³⁹¹PERDICES HUETOS, A. “El concepto de administrador de hecho como criterio de imputación de la autoría en Derecho Mercantil”. En *Derecho Penal y de la Empresa*. CORCOY BIDASOLO, M. (dir). y LARA GONZALEZ, R. (Coord.). Univ. Pública de Navarra. Pamplona, 2002. págs. 133- 134.

³⁹²FERNANDEZ DE ARAOZ, A. op.cit (La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores). págs. 90-91. También, por todos, FERNANDEZ DE LA GANDARA, L. “El régimen de responsabilidad de los administradores en la ley de Sociedades Anónimas: supuestos, principios y problemas”. En *Boletín Ilustre Colegio de Abogados de Madrid*. Nº 5, 3ª época. 1997. pág. 47. Y, por todos, QUIJANO GONZALEZ, J. *La responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima*. Edit. Univ. Valladolid. Valladolid, 1985. pág 185

penal debe crear una propia o atenerse a la anterior³⁹³. Curiosamente, dicha noción no es tan pacífica o clara como pudiera parecer, hasta el punto de que en Derecho mercantil español la misma sólo ha tenido acogida legal en el ámbito sancionador del Derecho administrativo económico. En este marco es donde fundamentalmente se ha planteado la ampliación del concepto de administrador a los Directores Generales y, en general, a todos aquellos que ejerzan – indebidamente según los esquemas legales- la función de administración.

Desde luego, un criterio delimitador para entender la figura expresada en el art. 282 bis, será la de quienes actúan sin título formal, puede ser que nunca haya existido y simplemente haya actuado con la posesión de estado de una situación fáctica reiterado en el tiempo o bien porque existiendo título inicialmente este hubiese perdido su eficacia y validez.

Ahora bien, en esta última situación, están los que tienen voluntad de presentarse como tal en el tráfico jurídico, Y los que deseen ocultar este hecho.

Y como dice PERDICES HUETO³⁹⁴ en efecto, la noción “de hecho” se usa para hacer referencia a la protección de la confianza en la regularidad de las relaciones jurídicas derivada de una situación objetiva de apariencia, que no coincide con la realidad y que tiene su origen en un acto o negocio nulo o inexistente.

³⁹³ Entre nosotros la noción de administración de hecho aparece, en lo que nos consta, a propósito del funcionamiento de sociedad con administradores decaídos. Así, en la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 24-VI-1968, se trataba un supuesto de actuación de administradores – concretamente un aumento de capital-, más allá del plazo previsto de cinco años en el entonces vigente art. 72 LSA 1951, donde se llega a la conclusión de que se ha producido una “prorroga de hecho”; con comentario de PEREZ ESCOLAR, R., “Los administradores de hecho y su actuación en el tráfico”. En *Revista de Derecho Mercantil*, nº 108, 1968. pág. 399 y ss. En este mismo sentido, se prolonga su tratamiento en el segundo trabajo más relevante sobre el tema, de OLIVARES JAMES, J.M. “En torno a los administradores de hecho en la sociedad anónima”. En *Academia Matritense de Notariado*, T. XXI, 1978. pág. 267 y ss., donde trata otros dos supuestos de administración de hecho a propósito de cargos caducados, la de 24-V-1974 y la de 30-V-1974. Más allá de estos dos trabajos, no nos consta que la doctrina mercantil haya tratado específicamente el problema de los “administradores de hecho”, y así, por ejemplo, en el ámbito de las acciones de responsabilidad de los arts. 133 y ss. o 262.5º LSA se suele hablar de los problemas de administradores delegados o directores generales, pero no se suele usar la terminología de “administradores de hecho”. Igualmente en la línea del “tramonto” de la noción de administrador de hecho, la RDGRN 15-II-1999 (Art. 734), acogiendo la doctrina de la de 13-V-1998 (Art. 4123) realiza una severa crítica a la concepción del administrador de hecho en relación con el decaído, haciendo un repaso por las sentencias y resoluciones al respecto y marcando los límites de la figura y sus alternativas, fijando, en esencia, que sólo en los casos de “caducidad reciente” cabe admitir la validez de los actos de esa figura. Por otro lado, en este caso de los administradores decaídos, se llega a sostener incluso desde el ámbito penal que no se está ante un supuesto de administrador de hecho sino de derecho, v., por todos, FARALDO CABANA, P.op.cit (*Los delitos societarios. Aspectos dogmáticos y jurisprudenciales*). págs. 88-89.

³⁹⁴ PERDICES HUETOS, A. op.cit (El concepto de administrador de hecho como criterio de imputación de la autoría en Derecho Mercantil). pág. 134.

Así, los actos realizados por un administrador que resulta a la postre no serlo por defectos en su título, se conservan en su validez³⁹⁵.

En este sentido, la actuación fáctica no es otra cosa que la creación o mantenimiento de una situación objetiva de apariencia que generará, supuesta la presencia del resto de requisitos al efecto (tráfico económico, imputabilidad y buena fe), toda su eficacia vinculatoria³⁹⁶.

En otro orden de cosas, un factor determinante que no podemos obviar, sería la tolerancia social de los actos “notorios” del administrador de hecho, que como explica PAZ-ARES que implique un nexo de imputación, sobre todo teniendo en cuenta que la persona que va a sufrir ese efecto es una persona jurídica y que por lo tanto no será tan fácil como en el caso de una persona física³⁹⁷.

Pero al mismo tiempo, el recurso a la apostilla “de hecho”, tiene otro plano relevante y al que se suele hacer referencia: el de pretender hacer coincidir la realidad formal con la realidad sustancial, de modo que quien materialmente realizó o fue responsable de una actuación, asuma igualmente la responsabilidad y las consecuencias de la misma. El modo de llevarlo a cabo es variado, sea sustituyendo a éstos, de facto bajo apariencia de apoderados (caso de directores generales o gerentes o apoderados generales. Un caso paradigmático sería la del socio de control o de dominio, que actúan en una visión conjunta de su actividad como administradores), sea influyendo sobre ellos de forma decisiva, (caso de

³⁹⁵FERNANDEZ TERUELO, J.G. *Los delitos societarios en el Código Penal español*. Edit. Dykinson. Madrid, 1998. pág. 71.

³⁹⁶ En este sentido, el art. 89.3 de la Ley de Sociedades Anónimas en sede de infracciones administrativas en materia de autocarera dispone que: “se considerarán administradores no sólo a los miembros del Consejo de Administración sino a los directivos o personas con poder de representación de la sociedad infractora”, lo que se entiende como equivalente a ocupar un puesto relevante en la organización y disponer de una elevada autonomía de decisión (PAZ-ARES, C./ VELASCO CABALLERO, F., *Infracciones administrativas y autocarera en la sociedad anónima*. Edit. Mc Graw-Hill. Madrid, 1997. pág. 34, con referencia al art. 95 II LMV). Igualmente, el art. 95.I de la Ley del Mercado de Valores hace referencia a quienes ostenten “de hecho o de derecho cargos de administración” en entidades sometidas a la disciplina de los Mercados de Valores, estableciendo en su párrafo segundo que “ostentan cargos de administración o dirección en la entidades a que se refiere el párrafo anterior a los efectos de lo dispuesto en este capítulo, sus administradores o miembros de sus órganos colegiados de administración, así como sus Directores Generales y asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que, de hecho o de derecho, desarrollen en la entidad funciones de alta dirección”. El art. 40 a) de la Ley 30/1995 de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, a efectos de infracciones administrativas, prevé que “tendrán la consideración de cargos de administración los administradores o miembros de los órganos colegiados de administración y cargos de dirección sus directores generales o asimilados, entendiéndose por tales aquellas personas que desarrollen en la entidad funciones de alta dirección bajo la dependencia de su órgano de administración de comisiones ejecutivas o de órganos delegados del mismo”. En los mismos términos que el caso anterior se pronuncia el art. 1 IV de la ley. 26/1988 de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, con una referencia final a los responsables de sucursales “y las personas que dirijan las sucursales de entidades de crédito extranjeras en España”.

³⁹⁷PAZ-ARES, C. “Las excepciones cambiarias”. En *Derecho cambiario. Estudios sobre la ley cambiaria y del cheque*. MENENDEZ, A. (dir.). Edit. Civitas. Madrid, 1986. pág. 286 y ss.

administradores sometidos a instrucciones³⁹⁸, de un suministrador clave o de supuestos de grupos de sociedades)³⁹⁹.

Entendemos que podrán incluirse en su ámbito las personas que tomen decisiones con relevancia económica y jurídica dentro de las empresas pudiendo actuar de forma individual o colegiada, esto es, por medio de Consejos de Administración, incluso por delegación, cuando estos últimos nombren a determinadas personas físicas para actuar en nombre de todos ellos, “los Consejeros Delegados”⁴⁰⁰.

Es decir, que tengan capacidad efectiva y material para llevar a cabo la condición típica en toda su extensión. En definitiva, las posibilidades de actuación del administrador de hecho, irán en función del bien jurídico protegido. Y si el administrador de hecho fuera capaz de acceder a él en el ejercicio de una función esencial propia de su ámbito de responsabilidad o competencia⁴⁰¹.

Si estos responsables figuran inscritos en Registros Públicos, como el Registro Mercantil, coincidimos con PRAT WESTERLINDH que estaríamos en presencia de administradores de Derecho; solo cuando su actuación se efectúe “de facto”, sin constancia registral y/o documental, es cuando estaríamos en presencia de administradores de hecho⁴⁰².

En palabras de QUERALT JIMENEZ se limita a los administradores porque sólo las sociedades de capital (LMV art. 25 y ss.) pueden realizar este tipo de operaciones⁴⁰³.

Se echa en falta que se limite exclusivamente a las sociedades y no incluya como hace el art. 297 otras entidades que como las Cajas de Ahorro que si pueden captar inversores para sus productos en los mercados. Por tanto, como explican RODRIGUEZ PUERTA y MORON LERMA en algunos supuestos la actuación de intermediarios que no pertenecen a la empresa no podrá perseguirse. Esta laguna legal, surgirá en aquellos casos en que el intermediario difunda información falsa para captar inversores sin que ello sea conocido por el emisor

³⁹⁸ PERDICES HUETOS, A.op.cit(El concepto de administrador de hecho como criterio de imputación de la autoría en Derecho Mercantil). pág. 137.

³⁹⁹ QUIJANO GONZALEZ, J. *La responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima*. Salamanca, 1985. pág. 355, que precisamente apunta el relevante dato de la falta de apariencia frente a los terceros en este caso. En ese sentido, el derecho británico, como luego se verá más detenidamente, consagra en sus Section 741 (1) y (2) Companies Act 1985 que, de un lado, será (dir) quien actúe como tal, sea cual sea su título jurídico, reconociendo legalmente a continuación la figura del “administrador en la sombra”, si bien reserva la noción de “de facto zector” para el irregularmente nombrado.

⁴⁰⁰ PRAT WESTERLINDH, C.op.cit (Estafa de inversores).. laleydigital.es. págs. 2/11.

⁴⁰¹ FERNANDEZ BAUTISTA, S. op.cit (*El administrador de hecho y de derecho. Aproximación a los delitos con restricciones en sede de autoría*). Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2007. págs. 324 - 325.

⁴⁰² PRAT WESTERLINDH, C. op.cit (Estafa de inversores). pág. 2/11.

⁴⁰³ QUERALT JIMENEZ, J.op.cit (*Derecho penal Español*). Epigrafe 23

de dicha información, pongamos por caso porque obtienen rendimientos en función del número de inversores captados⁴⁰⁴.

De una forma más expresiva, como hemos visto *supra*, reiteramos nuevamente que, GONZALEZ RUS diferencia por un lado “administradores de hecho” que lo son quienes tienen poder de decisión real sobre los datos contenidos en los folletos o información de publicación y difusión obligatoria, y por otra parte “administradores de derecho” son quienes resultan designados por la Junta General para la gestión y representación de la sociedad. Es decir, las personas que ostentan el poder real de representación en la sociedad y las que tienen capacidad para obligarla⁴⁰⁵.

En relación a los sujetos activos del art. 282 bis; hay una cuestión de interés por el tema que delimitan CORCOY BIDASOLO y MIR PUIG y es que cuando hablamos de valores negociados, el término utilizado en la LMV es el de “valor negociable”, el cuál como propia LMV reconoce es de difícil definición debido al amplio casuismo que comprende el término. Esta reflexión viene a colación porque los administradores de hecho o de derecho son los sujetos activos cuando lo sean de una “sociedad emisora de valores negociados” en los mercados de valores. Sin embargo, como explicamos *supra*. A nuestro parecer, la terminología de valores “negociados”, es porque las sociedades ya tienen valores admitidos a cotización en los mercados financieros⁴⁰⁶.

1.1 Los administradores de las entidades que negocian en los mercados de valores

Hemos visto como en los delitos societarios, se admite como posible sujeto del delito tanto al administrador de hecho como al administrador de derecho. El “administrador de derecho” después de lo que hemos visto lo será, obviamente, la persona formalmente designada para llevar a cabo las tareas de dirección y administración de la sociedad. Por su parte, el concepto de “administrador de hecho”, abarcará todos aquellos supuestos de administración social llevada a cabo por una persona que formalmente, no ha sido nombrada como tal. Específicamente en dos grandes grupos de casos: personas que llevan la dirección de la sociedad “en la sombra”, esto es, que toman decisiones sobre la vida y actividad social, sin estar formalmente designadas como administradores de derecho; y por otro lado, todos aquellos supuestos en que el sujeto en cuestión va a adquirir la condición de administrador de derecho pero aún no se ha concluido formalmente tal designación, (v. gr. casos de nulidad de nombramiento, supuestos de sociedades todavía en formación, etc.).

⁴⁰⁴RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E. op.cit (Comentario al artículo 282 bis). pág 313 y ss.

⁴⁰⁵GONZALEZ RUS, J.J.op.cit(Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones), pág. 605-606.

⁴⁰⁶CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG.op.cit(art 282 bis) pág. 623.

Antes hemos hecho referencia en el punto concerniente a las ESI (Empresas de Servicios de Inversión) a la consideración como administrador de Derecho a las “empresas de servicios”, es decir, como bien define PUENTE ABA, los intermediarios profesionales especializados en la compraventa de valores (sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de cartera y empresas de asesoramiento financiero, según el art. 64 LMV, a las que se pueden asimilar las entidades de crédito para la realización de este tipo de servicios, conforme al art. 65 LMV); destacadamente, entre los servicios que prestan cabe citar la gestión de carteras de inversión y el asesoramiento personalizado a los inversores⁴⁰⁷.

También cabe pensar en las denominadas “entidades directoras” por el artículo 35 del RD 1310/2005, que son “aquellas a las que el emisor o el oferente haya otorgado mandato para dirigir las operaciones relativas al diseño de las condiciones financieras, temporales y comerciales de la oferta o admisión, así como para coordinación de las relaciones con las autoridades de supervisión, con los operadores de los mercados, con los potenciales inversores y con las restantes entidades colocadoras y aseguradoras”; generalmente las entidades que desempeñan tal función son asimismo empresas de servicios de inversión o entidades de crédito.

Efectivamente, añadimos por nuestra parte, en la LMV, la negociación en los mercados secundarios debe hacerse a través de sociedades como las empresas de servicios de inversión (art. 62 LMV). Se entenderá comprendida en este servicio la puesta en contacto de dos o más inversores para que ejecuten operaciones entre sí sobre uno o más instrumentos financieros. Así como otros servicios que van desde la ejecución de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros a la negociación por cuenta propia, la colocación de los citados instrumentos financieros, el asesoramiento (recomendaciones personalizadas al cliente) elaboración de informes de inversiones y análisis financieros, etc. (Vide art. 63 LMV).

Y en este ámbito de actuación intervienen agentes y/o apoderados que actúan en su nombre. Naturalmente, como muy bien explica PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, cuando se habla de asesoramiento personalizado en la inversión a través de las empresas de servicios de inversión (ESI) se ha de entender lo que se facilita a una persona en su calidad de inversor –o posible inversor-. La posibilidad, en este caso, es significativa, pues según el tipo de inversión, de persona a la que se asesora, la información será una u otra⁴⁰⁸.

⁴⁰⁷PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) págs. 69 y 70.

⁴⁰⁸PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L. “Los mercados de valores”. En *Derecho Mercantil. Vol. 6. Contratación en el mercado de valores (decimoquinta Edit)*. GUILLERMO J. JIMENEZ SÁNCHEZ y ALBERTO DÍAZ MORENO (Coords.). Edit. Marcial Pons. Madrid, 2013. pág. 44. Y sobre todo, de obligada lectura, BERNALDO DE QUIROS. CABRERA G. “El nuevo régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. Principales novedades del RD 217/2008 de 15 de febrero”. En *Revista Mercado*

En este tipo de empresas de servicios de inversión podemos citar a las sociedades de valores que pueden actuar por cuenta propia y ajena, las agencias de valores que sólo pueden operar por cuenta ajena. Asimismo, las sociedades gestoras de cartera que pueden realizar la actividad de gestión de cobros y las empresas de asesoramiento financiero.

Sentado lo anterior como muy bien razona PUENTE ABA, la normativa del mercado de valores exige a las propias empresas de servicio de inversión la difusión de determinadas informaciones, destacadamente en relación con su solvencia (arts. 70 bis y 79 bis LMV). Este tipo de entidades tiene el deber de hacer públicos datos referidos a su situación financiera, sus actividades, sus estrategias de inversión, etc., con el fin de que sus potenciales clientes tengan una información completa sobre ellas; estos deberes se fundamentan en el hecho de que este tipo de entidades desempeñan funciones de intermediación y asesoramiento a los potenciales inversores en el ámbito de los mercados de valores. Por consiguiente, sería imaginable que esta clase de empresas difundieran información falsa sobre su situación o actividades, o sobre la naturaleza y riesgos de las inversiones en las que intervienen o sobre las que asesoran, con el fin de obtener un mayor número de clientes⁴⁰⁹.

Los servicios de inversión a desarrollar por estas sociedades tratan de negociar carteras de inversión por los administradores de estas sociedades⁴¹⁰.

No tenemos que olvidar que la nueva redacción del art. 63 LMV vigente desde la modificación de la Ley 47/2007 tipifica como servicio de inversión el “asesoramiento” en materia de inversión al que define en la letra g) del primer apartado.

Y que como bien nos explica TAPIA HERMIDA, ha tenido una repercusión institucional en forma de aparición de una clase de empresa de servicios de inversión que son las: empresas de asesoramiento financiero⁴¹¹.

de Valores (RMV), nº 3, 2008. págs 249-268 y asimismo, LARGO GIL. “La insolvencia en las empresas de servicios”. En *RDBB*, nº 93, 2004. pág. 7 y ss.

⁴⁰⁹PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores).págs. 70 -71 especialmente.

⁴¹⁰ TAPIA HERMIDA, A.J.op.cit (La Responsabilidad administrativa y civil de los administradores y directores generales de las Sociedades y Agencias de valores). pág. 73 Los servicios de inversión a desarrollar por estos sujetos serían:

- a) La recepción y la transmisión de órdenes, por cuenta de los inversores, así como la ejecución de esas órdenes por cuenta de terceros.
- b) La negociación por cuenta propia.
- c) La gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores, siempre que dichas carteras incluyan uno o varios de los instrumentos antes relacionados.
- d) El aseguramiento en relación con las emisiones de todos o parte de los instrumentos antes relacionados y la colocación, en su caso, de tales emisiones

⁴¹¹TAPIA HERMIDA, A.J. “Asesoramiento en materia de inversión: Guía de la CNMV de 23 de diciembre de 2010”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 121, 2011. págs. 245-247.

Entendemos por nuestra parte, que los sujetos activos, administradores de estas sociedades pueden incurrir en la conducta tipificada en el art. 282 bis CP, pudiendo falsear la información en la “comercialización” de los instrumentos financieros, sobre todo cuando la empresa de servicios de inversión o entidad de crédito se hubiera obligado a prestar un “asesoramiento personalizado de la inversión, porque entonces resultan exigibles “deberes de información que resultan decisivos ante pérdidas de valor de los instrumentos financieros”.

En línea con lo expuesto, los sujetos responsables y/o intermediarios en estas empresas de servicios de inversión, pueden generar falsedades en las documentaciones y /o información económica cuando los “valores” se comercialicen, considerando que en el Departamento de Supervisión de la CNMV, debe cumplir el asesoramiento de este intermediario un “registro de recomendaciones personalizadas que deben llevar las empresas que presten servicios de inversión”⁴¹².

En fin la consideración de las ESI como operadores profesionales en el mercado financiero, implica que todo sujeto que se dedica a la prestación de servicios de inversión debe hacerlo, como explica LOPEZ SANTANA bajo alguna de las denominaciones incluidas en dicha categoría (art. 64.6 de la LMV y art. 7 RD 217/2008) y que para la realización de las actividades propias de este sector se debe contar con la preceptiva autorización (art. 64.7 LMV y 8 del RD 217/2008⁴¹³).

Y en este ámbito de reflexión debemos reparar en la figura del “agente” de ESI (Empresas de Servicios de Inversión) por una conexión con la referencia a los administradores de las sociedades emisoras de valores negociables. Así ya en diciembre de 2007, el art. 65 bis de la LMV (La Ley 1562/1988) establecía la posibilidad para las ESI españolas de designar agentes vinculados para el desarrollo de los servicios de inversión objeto de su programa de actividades (10), y ahora el Real Decreto 217/2008 viene a desarrollar la regulación de estos agentes en el Capítulo IV del Título I (art. 24 a 26 LMV). Dichos agentes habrán de actuar en exclusiva para la ESI designante y otras entidades de su grupo. Pero quedan fuera del concepto de administradores de hecho o de derecho, porque los agentes no pueden recibir fondos, valores o instrumentos financieros de sus clientes⁴¹⁴.

En conclusión según el art. 64.2 LMV y art. 6.1 RD 217/2008 las sociedades de valores se caracterizan y definen porque pueden operar profesionalmente tanto por cuenta ajena como por cuenta propia prestando

⁴¹² TAPIA HERMIDA, A.J.op.cit pág. 246 y 247.

⁴¹³ LOPEZ SANTANA, N.op.cit (Los protagonistas del tráfico desarrollado en los mercados de valores) En *Derecho Mercantil*.pág. 92.

⁴¹⁴ BERNALDO DE QUIROS CABRERA, G.” El nuevo régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. Principales novedades del Real Decreto 217/2008 de 25 de febrero”. En *Revista del Derecho del Mercado de Valores*. Nº 3. Edit. La Ley. Julio-Diciembre, 2008. pág. 8/18.

servicios de inversión. Sin embargo, las agencias de valores sólo pueden actuar por cuenta ajena con representación o sin ella –luego con administradores de derecho o de hecho-.

En el ámbito que nos ocupa es difícil la conducta falsaria de un administrador de estas sociedades, ya que tienen un severo control institucional. Se les requiere autorización administrativa e inscribirse en el Registro, y la autorización compete al Ministerio de Economía, salvo para las empresas de asesoramiento financiero, cuya autorización depende de la CNMV.

Efectivamente, esta falsedad en la información, se puede producir, por ejemplo, porque no sea transparente. Así se falsea la información que debe inscribirse en el Registro de actividad, o se falseen los procedimientos contables que se presentan a la CNMV, o por ejemplo, los informes financieros que reflejan una imagen no real del patrimonio y de la situación económica financiera, falsear el plan de auditoría interna o bien falsear la documentación de las actividades que como explica LOPEZ SANTANA hubieran de ser “subcontratadas y/o externalizadas conforme al régimen de delegación de servicios de inversión y funciones esenciales previsto en la sección IV del título III art. 36 a 38 RD 217/2008⁴¹⁵”.

Además de estas empresas de servicios de inversión, la autora (a quien seguimos en su reflexión, referida al caso que nos ocupa) lo extiende acertadamente a otros sujetos como a los auditores de cuentas porque no tenemos que olvidar la información financiera que deben publicar las sociedades. Y estos documentos, pudieran ser falseados. Asimismo, se cita la posible participación de algún miembro de la CNMV, ya que las entidades emisoras deberán presentar el folleto informativo, antes de su publicación a la CNMV para su aprobación y registro.

Puede ocurrir, ciertamente, lo que resalta PUENTE ABA, pero este órgano si bien es autónomo, tiene una intervención gubernamental relevante. Ya que tres consejeros son nombrados por el Ministro de Economía. Y además la Ley Financiera 44/2002 previó la creación de tres figuras que incidieron en el Mercado de Valores, entre otros. El Comisionado para la Defensa del cliente de servicios bancarios, el Comisionado para la Defensa del inversor⁴¹⁶.

⁴¹⁵LOPEZ SANTANA, N. op.cit (Los protagonistas del tráfico desarrollado en los mercados de valores) En *Derecho Mercantil*. págs. 86 - 87.

⁴¹⁶PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores). pág. 71 y 72. Asimismo cabría pensar en la posible participación de personas integrantes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: según el artículo 26 de la LMV, las entidades emisoras deberán presentar el folleto informativo, antes de su publicación, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para que sea objeto de aprobación y registro. Por consiguiente, sería imaginable la posible participación de algún miembro de la Comisión en el caso de que las falsedades estuvieran ya incorporadas al folleto antes de su presentación a este organismo, y fuese posteriormente aprobado con conocimiento de tal irregularidad.

Si bien, como explica PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, estos Comisionados fueron suprimidos por la Ley de Economía Sostenible, Ley 2502/2012 de 16 de Noviembre, y en la actualidad es el Servicio de Reclamaciones de la CNMV quien cumple esa función⁴¹⁷.

Y además, se exige como explica el autor, que toda persona o entidad que actúe en el mercado de valores debe comportarse con diligencia y transparencia, sin que (y esto es importante, en función de la conducta falsaria de la información del art. 282 bis CP) le sea lícito provocar una “evolución artificial de las cotizaciones”... Efectivamente estas publicaciones deben extenderse a los administradores y miembros del consejo de control de cualquier sociedad anónima europea domiciliadas en España.

El RD 629/1993 de 3 de mayo contiene el Código General de Conducta y las Normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios para contribuir a la transparencia de los mercados y a la protección de los inversores.

Volviendo al tema de la información y transparencia en los mercados de valores, donde se emiten y son objeto de comercialización, es importante conocer las exigencias informativas que dicta la LMV. Así el art. 43 LMV, que habla de los requisitos de transparencia en los mercados secundarios y la obligación de difundir información de carácter público de las operaciones sobre acciones admitidas a negociación en ellos en relación con las posiciones de compra y venta existentes en cada momento y en relación con las operaciones ya concluidas en dicho mercado. En concreto el nº 2 dice: *“Los mercados secundarios oficiales harán pública la siguiente información previa a la negociación con respecto a las acciones admitidas a negociación en ellos:*

- a) *Los precios de compra y venta existentes en cada momento, y*
- b) *La profundidad de las posiciones de negociación a esos precios que se difundan a través de sus sistemas.*

*La información referida deberá ponerse a disposición del público en condiciones comerciales razonables y de forma continua en el horario normal de negociación*⁴¹⁸.

⁴¹⁷PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L.op.cit(Los mercados de valores). pág. 43 y 65.

⁴¹⁸La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá eximir a los mercados secundarios oficiales de publicar la información mencionada en este apartado, atendiendo al modelo de mercado o tipo y volumen de las órdenes. Asimismo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá no imponer dicha obligación en el caso de operaciones de gran volumen en comparación con el volumen estándar de mercado para esas acciones o para este tipo de acciones”. Esta excepción para grandes inversores, nos lleva a pensar que la igualdad de oportunidades para los inversores y la transparencia y veracidad de la información existe cuando se trata de volumen de mercado normal para inversores minoristas, y que hay otro mercado de valores con otras reglas diferentes para los grandes inversores, e iniciados en ese mercado que pueden disfrutar de otras ventajas y beneficios no disponible para el común de los inversores.

Es muy importante señalar la obligada revisión al capítulo V sobre transparencia del mercado, del Reglamento 1287/2006 de la Comisión de 10 de Agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un “Registro” la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, al admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva, al que se remite el número 7 del presente artículo.

Como bien nos explica PUENTE ABA, precisamente los destinatarios de estas obligaciones de “transparencia informativa” que hemos aludido *supra*, son sujetos idóneos para llevar a cabo falsedades en el ámbito de la inversión en el mercado de valores. Piénsese que además del folleto informativo, el art. 282 bis habla de cualquier otro documento que una sociedad deba publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros con el propósito de captar inversores. Estos datos de información preceptiva contenidos en el art. 43 LMV, no son “datos” que deben publicar las propias sociedades oferentes de los valores, sino los responsables de los mercados secundarios donde van a ser objeto de negociación⁴¹⁹.

Entendemos, con la autora, (a quien seguimos en su razonamiento) que perfectamente estos sujetos responsables pueden participar con la entidad emisora de los valores y ejecutar la “falsedad documental”. Es más, su participación, como explica PUENTE ABA, puede ser constitutiva de una auténtica autoría cuando ostentan el dominio sobre el hecho delictivo, cuando, por ejemplo, falsifica el folleto u otro de los documentos reflejados en el art. 282 bis⁴²⁰.

La vía para calificar la actuación de todo sujeto como participación o autoría, sería la de considerarlos como administradores de hecho de la “sociedad emisora de valores” no sólo el administrador de “Derecho”, sino también aquellos que sin ostentar este cargo de *iure*, intervengan de facto en la ejecución de la falsedad documental (v. gr., los intermediarios en los mercados de valores)⁴²¹.

⁴¹⁹PUENTE ABA, L.M.op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores). pág. 71 y 72.

⁴²⁰PUENTE ABA, L.M. op.cit pág. 72.

⁴²¹PUENTE ABA, L.M. op.cit pág. 73. Así, explica la autora, podrían recibir la consideración de administrador de hecho los sujetos anteriormente mencionados, desde aquellos que se involucran en la emisión del folleto informativo y tienen responsabilidad por su contenido, hasta los intermediarios en los mercados de valores, los auditores de cuentas y las personas integradas en la CNMV, siempre que sean artífices en algún modo de la falsedad delictiva.

Por último, cabe mencionar que, dado que este delito se comete en el seno de una persona jurídica, habrá que prestar atención al artículo 288, el cual, de conformidad con el nuevo sistema de responsabilidad penal de las personas jurídicas introducido por la LO 5/2010, 22 junio, de reforma del Código Penal, establece unas sanciones específicas para las personas jurídicas.

Además de las empresas de servicios de inversión, el art. 65 LMV, regula otras entidades que pueden ser miembros de un mercado regulado, y cuyos sujetos responsables pueden “participar” activamente de facto o de iure en la ejecución de la falsedad documental. Repárese en las entidades de crédito, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. Estas actividades de “servicios de inversión” podrían ser delegadas en los agentes (como explica PEREZ-SERRABONA GONZALEZ), personas físicas o jurídicas que actuarán bajo un severo control por parte de la CNMV y que actuarían en nombre de una “sola agencia o de varias⁴²²”.

En otro orden de consideraciones, no debemos olvidar otras sociedades como las citadas entidades de crédito, los depositarios de instituciones de inversión colectiva, los fondos de titulización hipotecaria. O bien, otros tipos de institución de inversión colectiva como son los fondos de inversión inmobiliaria (FII) que cuando revisten forma societaria se denominan sociedades de inversión inmobiliaria (SII) los denominados “fondos buitres”. También las sociedades de inversión mobiliaria SICAV, que son sociedades anónimas. Y aquí los ahorradores que invierten en ellas se convierten en accionistas. No se olvida que las acciones de la SICAV suelen negociarse en el mercado bursátil. En fin, suelen considerarse vehículos de inversión de banca privada, orientadas a grandes patrimonios⁴²³.

Además del folleto informativo la configuración del objeto material de este delito está constituido por otros documentos del mercado mobiliario que además de lo explicado en las empresas de servicios de inversión, también se encuadraría en lo dispuesto en el art. 282 bis, y por ende, tendríamos que hablar de sujetos que intervienen en la negociación y comercialización de estos valores en los mercados regulados.

En línea con lo expuesto no debemos olvidar las citadas entidades de crédito, los depositarios de instituciones de inversión colectiva, los fondos de titulización hipotecaria.

Asimismo, otros tipos de instituciones de inversión colectiva que formarían parte del objeto material del art. 282 bis, y cuya intermediación en el mercado de valores, puede derivar en falsedades de información para captar inversión, serían las sociedades de inversión colectiva extranjera, también

⁴²²PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L.op.cit (Los mercados de valores),pág. 45.

⁴²³Los fondos cotizados pueden invertir en estos fondos todo tipo de inversores, incluso con pequeñas cautelas. Los fondos cotizados son “participaciones” que se negocian en los mercados de valores. Otro tipo de sujetos son los fondos de inversión libre también se conocen como fondos de inversión alternativa o “hedge funds”. No están sujetos a las restricciones de inversión establecidas para la mayor parte de los fondos (de ahí su denominación). Pueden invertir en cualquier tipo de activo financiero, seguir la estrategia de inversión que consideren más apropiada y endeudarse hasta cinco veces el valor de su activo. Debido a sus especiales características, se dirigen de manera preferente a inversores cualificados (institucionales o grandes patrimonios). La inversión mínima inicial es de 50.000 euros.

denominadas “amortizadas”. Y aquí los sujetos activos lo serían los intermediarios financieros que pueden vender en España los fondos de inversión colectiva; siempre que tanto la sociedad como la entidad comercializadora estén inscritas en los Registros de la CNMV. Téngase en cuenta que al invertir en estos fondos de “inversión colectiva”, el “comercializador” tiene la obligación de entregar al inversor la información legalmente establecida, por ejemplo, el “folleto informativo”.

Volviendo a la descripción general del ámbito de la administración de “facto” en las sociedades emisoras de valores sólo pueden considerarse “administradores de hecho” aquellos sujetos que de hecho administran toda la sociedad (el administrador en la sombra, por ejemplo el Director General) y no sólo un sector o ámbito de ésta. Lo que, aplicado al caso que nos ocupa, debe conducir a la conclusión de que todos los sujetos responsables administrativamente del folleto y que no son administradores de la sociedad emisora deberán ser caracterizados, en su caso, como partícipes en el hecho delictivo. Es decir, quienes ejercieran funciones de gestor empresarial, vinculando con su actuación el devenir de la Sociedad.

Siguiendo a esta doctrina, que nos parece cualificadamente acertada, que de “facto” podría ser administrador quienes asumiesen “facultades de dirección material efectiva de la sociedad emisora”. Téngase en cuenta que no vale cualquier administrador *lato sensu*, sino que debe tratarse de quienes ejerciten sus funciones en una sociedad emisora de valores.

Efectivamente, en el ordenamiento español, como en otros de nuestro entorno próximo, ya hemos explicado con anterioridad que los valores se caracterizan por ser objeto de una emisión conforme a lo dispuesto en los arts. 25 y 30 LMV y el Real Decreto regulador del mercado primario 1310/2005 y contenedor, como dice IBAÑEZ JIMENEZ de derechos negociables de contenido patrimonial a favor del inversor y ser comercializados de “modo generalizado entre el público, y además de forma impersonal en la medida en que el inversor desconoce *a priori* su contraparte. Naturalmente, esa comercialización y negociación ha de regirse por las normas ordenadoras de la contratación específicas y vigentes en un determinado mercado de valores⁴²⁴.

En otro orden de cosas también incluiríamos los administradores de sociedades que se dediquen a las ofertas públicas de venta de valores (OPV) pues como argumenta MARTINEZ-BUJAN PEREZ la colocación de valores entre el público puede ser llevada a cabo no solo por una sociedad emisora de los valores, a través de las ofertas publicadas de suscripción de valores (OPS); sino también por una sociedad que pese a no ser emisora, es propietaria de un paquete

⁴²⁴IBAÑEZ JIMENEZ, J. “Los objetos del tráfico desarrollado en los mercados de valores”. En *Derecho Mercantil. Vol. 6. Contratación en el mercado de valores (decimoquinta Edit)*. GUILLERMO J. JIMENEZ SÁNCHEZ y ALBERTO DÍAZ MORENO (Coords.). Edit. Marcial Pons. Madrid, 2013. pág. 137 especialmente.

accionarial, que puede poner en venta, por lo que no habría razón para que los administradores de una sociedad vendedora que realizan una OPV queden excluidos del tipo penal⁴²⁵.

En ambos casos se trata de “valores negociados”, en los que intervendrá la “intermediación financiera” y lógicamente deberá incluirse tanto la OPS como las OPV. Y así la oferta pública no es sino comunicación a personas en cualquier forma o modo o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen de modo que permite al inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores (art. 30 bis 1 párrafo 1ª LMV y art. 38.1 párrafo 1 RD 1310/2005).

No cabe duda, como dice HIERRO ANIBARRO, que son valores negociables, y por ende, que son susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera (art. 3 RD 1310/2005⁴²⁶).

Y volvemos a reiterar por su importancia conceptual que como explica MARTINEZ-BUJAN PEREZ la utilización del vocablo “negociados” es un error del legislador penal, y lo que quiso decir fue “negociables” en el sentido de que se trata de “valores susceptibles de negociación en el mercado de valores”. En suma se entiende el vocablo “negociador” como equivalente a “negociables” (y entonces quedan abarcadas por el tipo toda clase de sociedades incluidas las que emiten valores por primera vez) o el tipo penal no se aplicaría nunca⁴²⁷.

Sin embargo, BONILLA PELLA entiende que quedaría reservado para las sociedades que están en Bolsa (o sea, que ya han emitido antes un valor que fue objeto de negociación y que emiten valores por segunda o sucesivas veces⁴²⁸).

Ello lo critica MARTINEZ-BUJAN PEREZ para quien entonces el legislador debiera de haber expresado “la información económica financiera que verse sobre un “nuevo” valor que emite una sociedad que ya había realizado antes (al menos) una emisión que ya fue objeto de negociación, pero no se recoge explícitamente una previsión semejante⁴²⁹”.

Sin embargo, en nuestra modesta opinión, nos acercamos más al criterio sostenido por BONILLA PELLA que al del MARTINEZ-BUJAN PEREZ, porque si bien antes de las reformas recientes en los mercados de valores se

⁴²⁵MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*),.pág. 125. Efectivamente, por nuestra parte, completamos este acertado razonamiento indicando que es posible esta inclusión porque por un lado en las OPS los valores se emiten expresamente para ser adquiridos por el público inversor, mientras que en las OPV los valores ya existían y el emisor se limita a ofrecérselos a los inversores, cambiando la titularidad. A mayor abundamiento, remitimos al art. 3 RD 1310/2005 que fija dentro de los requisitos de idoneidad relativos al emisor y a los valores unos mínimos cuantitativos y cualitativos

⁴²⁶HIERRO ANIBARRO, S. op.cit pág. 312

⁴²⁷MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 127.

⁴²⁸BONILLA PELLA, J. op. cit (*Estafa de inversores*) pág 2554.

⁴²⁹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 127.

hablaba de valores negociables; sin embargo, el art. 282 bis tipifica la expresión “negociados”. Se refiere a sociedades que ya tuvieran algunos valores admitidos a cotización en los mercados. ¿Por qué? Por una razón muy sencilla:⁴³⁰

1.2 Sujeto activo como administrador de hecho aplicado a las sociedades de emisión de valores.

La atribución de la condición de autor al sujeto no cualificado formalmente se fundamenta en que está ocupando la misma posición, en relación con el bien jurídico protegido, que tiene el sujeto designado en el tipo. El castigo de estas conductas de falsedad en el mercado de valores ejecutadas por estos sujetos se justifica por el peligro que suponen para el amplio y difuso colectivo de potenciales inversores. Es evidente que tal fundamentación no sólo concurre cuando la falsedad proviene del administrador de la sociedad emisora del documento, sino también cuando es realizada por aquellos intermediarios que tienen capacidad de gestión que pretenden captar inversores en este mismo mercado.

El concepto de “administrador de hecho” tiene su origen en la doctrina científica, en la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 24 de junio de 1968, en la que se dio por válido un aumento de capital social a pesar de que la Junta General había sido convocada por administradores con cargos caducados. A partir de ahí, dicho concepto tuvo reflejo en diversas resoluciones judiciales (SAP de Valencia de 27 de septiembre de 1999, SAP de Palencia de 18 de noviembre de 1999, STS 2001/7489 de 24 de septiembre de 2001, SAP de Almería 2001/190214 de 4 de mayo de 2001, SAP de Zaragoza de 21 de noviembre de 2002, SAP de Salamanca 2004/ 265242 de 30 de julio de 2004), pese a lo cual, en una lectura de dichos textos no podemos encontrar un concepto doctrinal de la figura; es cierto que se van reconociendo determinadas situaciones que se equiparan a la administración social, llevadas a cabo por quien no ostentan dicha condición, pero atendiendo a cada caso concreto, sin fijar unos parámetros concretos de los que poder obtener un concepto y, consecuentemente, sus características primordiales. Y ello partiendo de la dificultad que representa la acreditación de dicha cualidad, cuando la misma surge con la finalidad de no aparecer formalmente en la administración societaria, eludiendo cualquier eventual responsabilidad que pudiera derivarse de la conducta de quién, de hecho, gestiona los intereses de la misma. (SAP Palma de Mallorca 229/2006, Juzgado de lo Mercantil de 24 de julio de 2006).

⁴³⁰Cuando una sociedad ya tiene valores “negociados” en los mercados, las nuevas emisiones que realice se facilitan, pues en tal caso ya no requieren de autorización administrativa previa. Así, el fraude al inversor es más fácil. El Código Penal ha querido contrarrestar esa facilidad de engañar o falsear que tienen exclusivamente esas sociedades; las que no tuvieran valores negociados, si quieren hacer emisiones, están sujetas a un severo escrutinio o control, que dificulta la posibilidad de engaño y el riesgo para el inversor.

De ahí que recurramos para una correcta definición al ámbito de la doctrina científica (fundamentalmente mercantilista) para poder encontrarlo, consciente de la posibilidad de participación real en la gestión comercial y financiera de una empresa, ostentando, incluso, notas de autoridad e independencia.

Desde una visión negativa, el administrador de hecho es quien no ostenta la condición de derecho, esto es, aquel en quien no concurre una válida investidura de dicho cargo, bien porque nunca ha existido, bien porque habiéndolo hecho ha perdido su eficacia, lo que es aplicable a la gestión y funcionamiento económico financiero de las sociedades de emisión de valores.

Por el contrario desde fundamentación positiva se traduciría en una participación efectiva en la gestión y administración de una sociedad de valores, implicando, en definitiva, la vulneración del deber del extraño de intervenir en la administración, inmiscuyéndose indebidamente en la gestión de la misma. Lo que no impide que, una vez se ha producido dicha injerencia, permita la calificación del sujeto como administrador de hecho y por ende, no responda también como cualquier administrador por falta de diligencia debida legalmente impuesta.

Tal actividad puede ser de dirección, administración o gestión, entendiendo que la misma implica bien tanto los actos de administración de la sociedad en sentido estricto (a modo de ejemplo la convocatoria de una Junta General, la redacción de las cuentas anuales, etc....) como los actos de gestión de los negocios sociales, o lo que es lo mismo, la dirección y desarrollo de la actividad empresarial que constituye el objeto de la sociedad. En todo caso, esa "injerencia" ha de revestir importancia para la sociedad de valores, sin que pueda equipararse a la misma la mera función del control del socio, ni las meras opiniones, recomendaciones, etc., ni la intervención de determinados colaboradores en la gestión a los que no sea aplicable esta figura.

Que la actividad se ejerza con total independencia o autonomía de decisión, implicando que quien no ostenta el cargo de administrador de una sociedad, impone sus propias decisiones en la conducción de los negocios sociales, ya sea de forma directa o a través de terceras personas de las que se vale. En consecuencia, debe tratarse de un auténtico poder autónomo de dirección y administración, sin que se produzcan subordinaciones a instrucciones de terceros, con total independencia, siguiendo la propia política al margen de la fijada por los administradores de derecho, a los que no se les permite definir otra distinta, de manera soberana.

Que su ejercicio sea de manera constante, ya que un acto esporádico de dirección, administración o gestión no permite conceptualizar a quien lo realiza como administrador de hecho⁴³¹.

1.3 Visión jurisprudencial en la comprensión del concepto de administrador de hecho y casuismo interpretativo.

Este breve análisis, lo que pretende es establecer las bases sobre las que poder estudiar los casos concretos, habiendo sido analizados muchos de ellos por la Jurisprudencia distinguiéndose entre aquellos que ejercen las funciones administrativas en ausencia de nombramiento (tales como el socio de control, el socio único de la sociedad unipersonal, los apoderados generales, la gestión indirecta en los grupos sociales, etc.) y supuestos en que el ejercicio de las funciones administrativas se produce en presencia de un nombramiento irregular o caducado (tales como el administrador nombrado en una deliberación inválida o ineficaz, o cuando continúa ejerciendo el cargo una vez cesado en el mismo, o la administración de hecho en una época justo anterior a su nombramiento, el administrador con nombramiento implícito o los casos de falta de cumplimiento de formas en cuanto a la publicidad o la falta de aceptación del cargo). Todos ellos comprenden supuestos estudiados por la Jurisprudencia, en torno a la figura de la administración de hecho, equiparándola (cuando cumplen los requisitos enunciados) a la administración de derecho a los efectos del sistema legal de responsabilidad de aquella (Vide asimismo, SAP Palma de Mallorca 229/2006 de 24 de julio de 2006).

Y así, a nuestro modo de ver el elemento esencial de la figura del administrador de hecho es el de autonomía o falta de subordinación a un órgano de la administración social, de tal modo que pueda razonablemente entenderse que esa persona, al margen de un nombramiento formal o regular, está ejercitando en la práctica cotidiana las funciones del poder efectivo de gestión, administración y gobierno de que se trate, asumiendo la sociedad los actos de esa persona como vinculantes para ella y, por tanto, como expresión de la voluntad social. Debe añadirse la habitualidad en el ejercicio de tales funciones, permanencia o continuidad que excluyen una intervención puntual en la gestión de la sociedad, excluyendo de este concepto a aquellas personas cuya actuación se quede en la esfera previa la decisión, lo que no es sino consecuencia del requisito de la autonomía de decisión.

⁴³¹ “Ante el silencio de la norma sobre qué debe entenderse por administrador de hecho, esta Sala ha declarado que lo son quienes, sin ostentar formalmente el nombramiento de administrador y demás requisitos exigibles, ejercen la función como si estuviesen legitimados prescindiendo de tales formalidades, pero no a quienes actúan regularmente por mandato de los administradores o como gestores de éstos, pues la característica del administrador de hecho no es la realización material de determinadas funciones, sino la actuación en la condición de administrador como inobservancia de las formalidades mínimas que la Ley o los estatutos exigen para adquirir tal condición” (sentencias 261/2007, de 14 de marzo, 55/2008, de 8 de febrero, 79/2009, de 4 de febrero, 240/2009, de 14 de abril, 261/2007, de 14 de marzo).

La STS de 8 de febrero de 2008, al abordar esta materia, aporta una serie de importantes precisiones: la condición de administrador de hecho no abarca, en principio, a los apoderados (STS 7 junio 1999, también STS 30 julio 2001), siempre que actúen regularmente “por mandato de los administradores o como gestores de éstos”, pues la característica del administrador de hecho no es la realización material de determinadas funciones, sino la actuación en la condición de administrador “sin observar las formalidades esenciales que la ley o los estatutos exigen para adquirir tal condición”. Añade que cabe, sin embargo, tal equiparación del apoderado o factor mercantil al administrador de hecho (STS 26 mayo 1998 y STS 7 mayo 2007) en los supuestos en que la prueba acredite tal condición en su actuación. Esto ocurre paradigmáticamente cuando se advierte “un uso fraudulento de la facultad de apoderamiento a favor de quien realmente asume el control y gestión de la sociedad con ánimo de derivar el ejercicio de acciones de responsabilidad hacia personas insolventes”, designadas formalmente como administradores que delegan sus poderes, pero puede ocurrir también en otros supuestos de análoga naturaleza, como cuando frente al que se presenta como administrador formal sin funciones efectivas aparece un apoderado como verdadero, real y efectivo administrador social (STS 23 marzo 2006, y también SAPBarcelona 26 junio 2013).

En resumen serían administradores de hecho:

a) los apoderados, por el simple hecho de serlo, no son administradores de hecho; b) no pueden ser administrador de hecho quien actúa por mandato de otro, en particular de quien ostenta la titularidad del órgano de administración; c) es necesario actuar como verdadero administrador (aunque las sentencias SAP Barcelona de 26 junio 2012 y STS 23 marzo 2006, no definen las notas caracterizadoras de tal actuación, pero pueden adivinarse sobreentendido que viene a admitir el criterio de la autonomía o falta de subordinación); d) un supuesto ejemplar es el que hemos denominado del “administrador oculto”, que no se reduce a los supuestos de finalidad fraudulenta, esto es, cuando se hace figurar como administrador formal a una persona insolvente y así eludir la responsabilidad del administrador.

¿Lo sería el administrador oculto? ¿quién ejerce efectivamente el cargo al margen de un formal y válido nombramiento?. Esto es, la persona que real y efectivamente ejerce las funciones de administrador de la sociedad, coexistiendo con un administrador de derecho (que figura como tal frente a terceros) y en connivencia con él, el cual de facto se somete sin cuestionamiento a las decisiones del primero y, cuando es preciso, las ejecuta formalmente firmando los pertinentes documentos. (SAP de Barcelona de 26 junio 2013). También lo serían el administrador que materialmente administra la sociedad, lo que se ha

venido en denominar “administrador de hecho notorio”. La justificación es confirmar la protección del tráfico jurídico y su apariencia⁴³².

En el supuesto de administrador de hecho oculto que actúa bajo otra apariencia. También lo sería en ese caso no se presenta como tal frente a terceros; sino que se manifiesta al exterior bajo la apariencia de delegado, apoderado de facto de la sociedad. Las razones que pueden llevar a este sujeto a manifestarse de este modo pueden ser de muy diversa índole; por ejemplo, la falta de confianza en el administrador de derecho, querer asegurar su posición de control por medio de la condición de apoderado, situaciones familiares en las que, por diversas razones, se nombra a un miembro como administrador de derecho mientras otro ejerce materialmente las funciones propias de este cargo, etc⁴³³.

Pues bien, en materia de responsabilidad también en estos casos se podría imputar las consecuencias correspondientes al administrador oculto ya que, aunque sea bajo otra apariencia, se manifiesta al exterior y es quien, de hecho, ha gestionado la sociedad⁴³⁴.

Otro grupo de casos son los que con acierto FERNANDEZ BAUTISTA denomina *administrador de hecho “oculto” en la sombra*. Esta nomenclatura hace referencia a los supuestos de quien ejerce una notable influencia sobre los administradores de derecho. Este dominio sobre la gestión de la sociedad puede ser tal que el administrador de derecho se convierta en mero ejecutor de las órdenes de aquél, extremo que situaría al administrador con título válido en mero “testaferro”. Si bien estos supuestos son sumamente complicados, sobre todo en lo referente a la prueba de influencia que ejerce determinado sujeto, ello no impide que efectivamente se pueda demostrar, a través de indicios, que el sujeto que permanece en la sombra es el verdadero artífice de las decisiones de la gestión social⁴³⁵.

En nuestra opinión, tenemos que decantarnos a tenor de la doctrina jurisprudencial examinada y de la doctrina sustantiva por un concepto laxo y amplio de “administrador de hecho”; siempre y cuando tenga facultades y

⁴³²FERNANDEZ BAUTISTA, S. op.cit (*El administrador de hecho y de derecho. Aproximación a los delitos con restricciones en sede de autoría*). pág. 309. En el mismo sentido QUIJANO GONZALEZ, J.op.cit(*La responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima*). pág. 353. Y también PERDICES HUETOS, A. op.cit (El concepto de administrador de hecho como criterio de imputación de la autoría en Derecho Mercantil). pág. 136.

⁴³³PERDICES HUETOS, A.op.cit. pág. 313. También interesante DIAZ ECHEGARAY, J. L. *La responsabilidad penal de los socios y administradores*. Edit. Montecorvo. Madrid, 1997. pág. 103. Y FERNANDEZ BAUTISTA, S.op.cit(*El administrador de hecho y de derecho. Aproximación a los delitos con restricciones en sede de autoría*). pág. 311.

⁴³⁴ PERDICES HUETOS, A. op.cit (El concepto de administrador de hecho como criterio de imputación de la autoría en Derecho Mercantil). pág. 143. Y FERNANDEZ BAUTISTA, S.op.cit(*El administrador de hecho y de derecho. Aproximación a los delitos con restricciones en sede de autoría*). pág. 311.

⁴³⁵FERNANDEZ BAUTISTA, S.op.cit Pág. 314. Y también QUIJANO GONZALEZ, J.op.cit(*La responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima*). págs. 351-353.

funciones *ad extra* para vincular las decisiones de la sociedad (emisora de valores en nuestro caso) con posibilidad de lesionar el bien jurídico (funcionamiento del mercado de valores). De ahí que compartamos con FERNANDEZ BAUTISTA la visión material, que se acomoda mejor a las características propias del Derecho penal⁴³⁶.

Así las cosas, poco importa que dicho sujeto aparezca o no frente a terceros como administrador, o bajo otra apariencia, si puede demostrarse que el artífice de las decisiones acerca de la gestión social son obra suya. Desde esta perspectiva, puramente fáctica, se aceptaría incluido en el término administrador de hecho, no sólo al que hemos denominado administrador de hecho notorio, sino también al administrador de hecho oculto tanto en el caso de actuar bajo otra apariencia como en los casos en los que permanece en la sombra. En todos estos supuestos el sujeto lleva a cabo un ejercicio efectivo de las funciones de gestión y administración de la sociedad decidiendo el devenir económico de la misma, todo ello con independencia de que el ejercicio de dichas funciones se eleve a la esfera del conocimiento público, extremo este que, por otra parte, puede haber sido buscado expresamente por el sujeto que así actúa. Desde esta postura, no existirían grandes diferencias entre la concepción mercantil y la propuesta para el ámbito del Derecho Penal⁴³⁷.

Y así, entendemos sin género de dudas que el elemento esencial de la figura del administrador de hecho es el de autonomía o falta de subordinación a un órgano de la administración social, de tal modo que pueda razonablemente entenderse que esa persona, al margen de un nombramiento formal o regular, está ejercitando en la práctica cotidiana las funciones del poder efectivo de gestión, administración y gobierno de que se trate, asumiendo la sociedad los actos de esa persona como vinculantes para ella y, por tanto, como expresión de la voluntad social. Debe añadirse la “habitualidad” en el ejercicio de tales funciones, permanencia o continuidad que excluyen una intervención puntual en la gestión de la sociedad, excluyendo de este concepto a aquellas personas cuya actuación se quede en la esfera previa a la decisión, lo que no es sino consecuencia del requisito de la autonomía de decisión.

⁴³⁶FERNANDEZ BAUTISTA, S.op.cit(*El administrador de hecho y de derecho. Aproximación a los delitos con restricciones en sede de autoría*). pág. 315. Y QUERALT JIMENEZ, J.op.cit(*Derecho penal Español. Parte especial*). pág. 370, quien afirma con razón que el concepto administrador de hecho alude a algo tan simple como a la persona que, en realidad, manda en la empresa, persona que puede ser un alto directivo, sin necesidad de formar parte del Consejo de Administración. De otro modo –prosigue– se dejaría sin cubrir una importante esfera del mundo real de los negocios y supondría una subordinación del Derecho Penal a conceptos comerciales. Aceptan esta postura calificando al que los trabajadores denominan “jefe”, como administrador de hecho las SAP Barcelona 21.03.05 (Tol 631034) y SAP Madrid 16.09.05 (Tol 783780).

En contra estaría GALLEGO SOLER, J. I. “El concepto de administrador de hecho como criterio de imputación de la autoría en Derecho penal”. En *Derecho penal de la empresa*. CORCOY BIDASOLO, M. ((dir.)). Pamplona, 2002. pág. 160, para quien el concepto de administrador de hecho sólo puede obtenerse a partir de un detallado análisis de la conducta típica de los delitos en los que puede ser sujeto activo, es decir, orientando dicho concepto a la salvaguarda del bien jurídico-penal protegido.

⁴³⁷FERNANDEZ BAUTISTA, S. op.cit pág. 337.

La STS de 8 de febrero de 2008, al abordar esta materia, aporta importantes precisiones: la condición de administrador de hecho no abarca, en principio, a los apoderados (SSTS 7 junio 1999, 30 julio 2001), siempre que actúen regularmente “por mandato de los administradores o como gestores de éstos”, pues “la característica del administrador de hecho no es la realización material de determinadas funciones, sino la actuación en la condición de administrador “sin observar las formalidades esenciales que la Ley o los estatutos exigen para adquirir tal condición”. Añade que cabe, sin embargo, la equiparación del apoderado o factor mercantil al administrador de hecho (SSTS 26 de mayo 1998, 7 mayo 2007) en los supuestos en que la prueba acredite tal condición en su actuación. Esto ocurre paradigmáticamente cuando se advierte “un uso fraudulento de la facultad de apoderamiento a favor de quien realmente asume el control y gestión de la sociedad con ánimo de derivar el ejercicio de acciones de responsabilidad hacia personas insolventes”, designadas formalmente como administradores que delegan sus poderes, pero puede ocurrir también en otros supuestos de análoga naturaleza, como cuando frente al que se presenta como administrador formal sin funciones efectivas aparece un apoderado como verdadero, real y efectivo administrador social (STS 23 marzo 2006, y también la SAP Ávila del Juzgado de primera instancia e instrucción nº 1, y SAP Ávila 3 diciembre 2013).

Efectivamente el TS en la sentencia de 8 de febrero de 2008 (*supra* citada) señala que la característica del administrador de hecho no es la realización material de determinadas funciones, sino la actuación en la condición de administrador sin observar las formalidades esenciales que la ley o los estatutos exigen para adquirir tal.

Y así, es doctrina jurisprudencial y vinculante que lo que caracteriza al administrador de hecho es que ejerza un poder de dirección y gestión similar al que corresponde a los administradores de derecho y, además, que tal poder se ejerza de manera independiente y, en general, de forma constante, sin subordinación al administrador de derecho, en caso de que esté designado. En el supuesto de autos la imputación que se efectúa a la sociedad dominante es la de ser un administrador oculto o en la sombra (“shadow director”, en terminología anglosajona). (En este sentido es reveladora la SAP de Madrid Sección 28, nº 104/2013 de 14 de abril de 2013). “*Se concluye que no existía base para atribuir a la entidad dominante o sus administradores, por el mero hecho de serlo la condición de administrador de hecho de la dominada*”.

1.4 El administrador de derecho en las sociedades emisoras de valores

En lo que respecta a los administradores de derecho, su concepto es común tanto para el derecho mercantil como para el derecho penal, no siendo igual para el caso del concepto de administrador de hecho, como hemos visto más arriba. Así, para el derecho penal si puede ser considerado administrador de

hecho, por ejemplo, el Director Comercial de una sociedad emisora que es quien precisamente, por ejemplo, trabaja en la “empresa” captando inversores. Naturalmente fuera a parte de la responsabilidad que pudiera tener el propio administrador de derecho. De manera que para el derecho penal, el administrador de hecho será precisamente el que ocupe la “posición de garante” en el momento en que se estén realizando este tipo de actos defraudatorios. Y en lo que nos ocupa el gestor material y efectivo en una sociedad emisora de valores, y cuyos actos vinculasen a la citada sociedad.

En definitiva será autor el garante de que la información debe ser veraz – deber de veracidad- con independencia de cómo sea administrador de la sociedad inscrita en el Registro Mercantil, por lo que no todo administrador de derecho será siempre responsable del delito cometido a través de la sociedad, sino únicamente quienes ocuparen una posición de garante. En este punto sobre la imposibilidad de delegar determinadas funciones por parte de los administradores en relación al art. 25 del Código de Comercio, es interesante la reflexión de BACIGALUPO ZAPATER⁴³⁸: *“La persona que ocupa el cargo de administrador de una sociedad asume las obligaciones propias que incumben a dicho cargo. Y fruto de ello se revela el art. 225 y siguientes LSC, al exigir a los administradores de dichas sociedades la necesidad de comportarse como un ordenado comerciante y un representante leal, implicando ello, de forma necesaria e ineludible, el que conozca en cada momento la situación de la empresa (obligación de información), el que guarde fidelidad, lealtad y secreto respecto de los intereses sociales. De ahí que no sea tolerable el escudarse en el desconocimiento de la verdadera situación contable y financiera de la sociedad, de su gestión, amparándose en la existencia de otros administradores que se ocuparían de parcelas concretas de la gestión mercantil, cuando la responsabilidad aparece clara y diáfana frente a los administradores, los cuales (por razón de su cargo, y de los deberes y derecho inherentes a ello) deben mostrar y guardar preocupación por el desarrollo de la vida social”*⁴³⁹.

⁴³⁸ BACIGALUPO ZAPATER, E. “El nuevo derecho mercantil contable y el Derecho penal (art. 290)”. En *Gobierno Corporativo y Derecho Penal*. BAJO FERNANDEZ, M ((dir)), BACIGALUPO SAGESSE, S. y GOMEZ JARA DIEZ, C., (Coordinadores). Madrid, 2007. págs. 164 y 165.

⁴³⁹ Vide STA 4 de diciembre de 2012 y MARTIN MOLINA, P.B. y DEL CARRE DIAZ-GALVEZ, J.M. (Coords.). *Laley concursal y la mediación concursal: Un estudio conjunto realizado por especialistas*. Fe de erratas. Fundie. Edit. Dykinson. Madrid, 2014. págs. 219 y 220. *En todo caso, como ya se ha dicho, la obligación de poner en marcha los mecanismos legales tendentes a paliar la situación de crisis incumben a quien ocupa el cargo de forma efectiva, por las obligaciones que asumen aceptando el cargo; y ello sin perjuicio del resto de acciones legales que incumban en derecho para exigir responsabilidades a quien corresponda. (...) más allá de los pactos internos entre los consejeros, más allá de la forma en que fueron propuestos para su cargo, lo cierto es que todos constan como consejeros, a todos les incumben las obligaciones propias de ello. (...) revisando las actas de las reuniones del consejo de administración en el periodo del 18 de julio de 2011 hasta la solicitud de concurso de acreedores, ninguno de los consejeros hubiese salvado su voto, hubiese manifestado opinión contraria, o simplemente, hubiese votado en contra de la decisión de la mayoría. Todos los acuerdos son adoptados por los consejeros y a todos ellos, por igual, se les atribuye la conducta relevante de la calificación culpable del concurso.*

Finalmente, autores como FARALDO CABANA⁴⁴⁰, PUENTE ABA⁴⁴¹ o MORALES GARCIA⁴⁴² critican que el legislador restrinja el círculo de posibles sujetos activos de este delito ya que no solo puede ser cometido por los administradores de la sociedad sino por otro tipo de sujetos que intervienen en las ofertas realizadas en los mercados de valores. *Se trata de los intermediarios especializados en las compraventas de valores, como agencias de valores, sociedades gestoras de cartera o entidades de crédito.* Se concluye que hubiera sido preferible configurarlo como un delito común al estilo de las figuras italiana y alemana en este ámbito.

Nosotros entendemos que el administrador de hecho o de derecho puede infringir exactamente el mismo deber que el administrador de derecho en lo referente al “tipo” cumpliría, (como explica la doctrina especialista, uno de los elementos típicos necesarios de este delito). Y así estamos de acuerdo con esta doctrina tendente a la comparación jurídico-penal del administrador de hecho con el administrador de derecho. Lo indispensable es, a la postre, que el sujeto en cuestión tenga capacidad efectiva y material para llevar a cabo la conducta típica en toda su extensión⁴⁴³.

Ya que ambos ejercen materialmente funciones que vincularían a la sociedad emisora de valores (art. 282 bis CP) y ambos uno con título válido, otro en la constante posesión de estado de administrador de facto que ejerce la conducta típica descrita en el tipo y que igualmente lesiona el bien jurídico protegido (correcto funcionamiento del mercado de valores) de una forma *ad externum* fiel, diligente y leal.

Pueden entenderse por administradores de derecho aquellos que, habiendo sido designados conforme a las normas legales y estatutarias por el órgano social competente, han aceptado dicha designación y la misma ha sido debidamente inscrita en los oportunos registros públicos. Concretado así de modo genérico el contorno conceptual de la figura del administrador de derecho debe advertirse, en cuanto a la estructura, que el órgano de administración de una sociedad puede ser colectivo o individual pudiendo adoptar, incluso, la forma de persona jurídica.

Habida cuenta de las formalidades requeridas legalmente para poder ser considerado como administrador de derecho, dicha figura, a priori, es perfectamente reconocible e identificable en el tráfico jurídico. En efecto, basta acudir al correspondiente Registro para conocer la identidad concreta de la persona(s) física(s) o jurídica a la que se le encomienda las funciones relacionadas al cargo de administrador. Quizá sea por este motivo por el que la

⁴⁴⁰FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1089.

⁴⁴¹PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) págs 69-70

⁴⁴²MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 896.

⁴⁴³FERNANDEZ BAUTISTA, S.op.cit(*El administrador de hecho y de derecho. Aproximación a los delitos con restricciones en sede de autoría*). pág. 337.

inclusión del administrador de derecho como posible sujeto activo de los delitos societarios parece no suscitar excesivos problemas dogmáticos, pues incluso en sede de prueba se perfila como una figura de fácil reconocimiento. Sin embargo, debe destacarse ya a estas alturas de la investigación que el mero hecho de poder ser identificado como administrador de derecho no es suficiente para calificar la participación de dicho sujeto en tales delitos a título de autoría. Sobre esta cuestión volveré más adelante⁴⁴⁴.

En concepto de sociedad debe entenderse, lógicamente, con el alcance amplio previsto en el CP art. 297, aun cuando éste se refiera al Capítulo que regula los delitos societarios.

En cuanto al concepto de sociedad “emisora de los valores”, el legislador ha optado, de forma coherente con el bien protegido, por restringir el comportamiento sancionable de las sociedades que hayan emitido valores negociados en un mercado de valores, concepto más amplio que el de sociedades cotizadas que, lógicamente, quedan incluidas en el tipo.

Sólo se refiere el art. 282 bis, a administradores de sociedades emisoras de valores negociados en los mercados de valores. En fin, sólo con respecto a aquéllos es punible la conducta de falsear la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros o las informaciones cuya publicación y difusión exige la legislación del mercado de valores. Todo ello, además, debe haberse realizado dolosamente con el propósito de captar inversores o depositantes, de colocar activos financieros o de obtener financiación⁴⁴⁵.

Resulta necesario analizar las funciones que cumple la noción de “valor regresable” dentro del mercado de valores y así precisar qué características deben predicarse de un valor negociable.

Conviene, por tanto, analizar la definición de valor negociable del R.D. 291/1992, una definición que se estructura en tres fases: en primer lugar contiene una enumeración positiva de los “instrumentos financieros” calificados como valores negociables; a continuación una lista de aquéllos que no merecen aquel calificativo y, por último, una cláusula de cierre.

Advierte RECALDE CASTELLS que la lista de valores negociables que el Reglamento sobre ofertas públicas de valores que califica como tales es

⁴⁴⁴FERNANDEZ BAUTISTA, S.op.cit(*El administrador de hecho y de derecho. Aproximación a los delitos con restricciones en sede de autoría*). págs. 278-280.

⁴⁴⁵SILVA SANCHEZ, J. M. /ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit (*Eldelito de estafa de inversiones*)pág. 392.

abierta, dado que, junto a los mencionados en el art. 2.1 R. D. 291/1992, comprende a menudo figuras “similares” o “análogas”⁴⁴⁶.

Entre los valores enunciados en el art. 2.1 se incluyen en primer lugar aquellos clásicos valores mobiliarios que atribuyen a su titular el derecho de participación en una persona jurídica –acciones emitidas por una sociedad anónima (pero también por una comanditaria por acciones, a las que supletoriamente se aplica el régimen de las anónimas *ex art. 152 Ccom*)-, así como las cuotas participativas de Cajas de Ahorro y de la Confederación Española de Cajas de Ahorro. Se trata de valores cuyo régimen jurídico está en otras normas –por ejemplo, para las acciones en la LSA, para las cuotas participativas en el R.D 664/1990-, destacando, al lado de otras consideraciones, su caracterización como “valores mobiliarios”. Estrictamente esto debe entenderse en el sentido del sometimiento al régimen de los títulos-⁴⁴⁷valor o al de las anotaciones en cuenta en lo que al ejercicio y transmisión del derecho representado se refiere (vid., entre otros, art. 51, 56, 58, 158.3 LSA; el art. 1.1 R. D. 664/1990 califica las cuotas participativas de las Cajas como “*valores negociables nominativos*”)⁴⁴⁸.

Por otro lado en la jurisprudencia, nos describe en la sentencia de 4 de diciembre de 2012, la figura del administrador de hecho, en un análisis jurisprudencial destacándose las siguientes notas características⁴⁴⁹:

⁴⁴⁶RECALDE CASTELLS, A. op.cit (Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores). pág. 120.

⁴⁴⁷RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORÓN LERMA, E. op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores) pág. 313.

⁴⁴⁸RECALDE CASTELLS, A.op.cit (Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores). pág. 121.

⁴⁴⁹ Vide STA 4 de diciembre de 2012 y MARTIN MOLINA, P.B. y DEL CARRE DIAZ-GALVEZ, J.M. (Coords.). *Laley concursal y la mediación concursal: Un estudio conjunto realizado por especialistas*. Fe de erratas. Fundie. Edit. Dykinson. Madrid, 2014. págs. 220 - 221. Y a mayor abundamiento remitimos a las interesantes sentencias siguientes:

AJM3 Barcelona, de 18.02.2005: Es administrador de hecho quien, bajo la apariencia de un cargo técnico, oculta un verdadero administrador.

AJMI Oviedo, de 13.04.2007: La constatación de una administración de hecho no libera de responsabilidad al administrador de derecho, que ha consentido la realización de los actos perjudiciales para la concursada, incumpliendo de esta forma los deberes legales propios de todo administrador.

SAP Córdoba, s. 3ª, de 29.06.09: El administrador de hecho no responde por defectos de contabilidad ni presentación tardía del concurso. Son obligaciones legalmente impuestas a los administradores de derecho. Su incumplimiento sólo sería imputable al administrador de facto si se acredita que el mismo ha sido fruto de su decisión.

Analiza los requisitos de la administración de hecho para aplicarlos al apoderado. Ningún obstáculo representa el hecho de que ocasionalmente acudiese el administrador social a firmar determinados documentos.

“El administrador de hecho es quien no ostenta la condición de derecho, esto es, aquel en quien no concurre una válida investidura de dicha cargo, bien porque nunca ha existido, bien porque habiéndolo hecho ha perdido su eficacia. Positivos: dentro de los mismos, a su vez, cabe distinguir:

a) *La realización de una actividad positiva, que se traduce en una participación efectiva en la gestión y administración de una sociedad, implicando en definitiva, la vulneración del deber del extraño de intervenir en la administración, inmiscuyéndose indebidamente en la gestión de la sociedad, lo que no impide que, una vez se ha producido dicha injerencia que permita la calificación del sujeto*

Explican autores muy significativos, como RODRIGUEZ PUERTA/MORON LERMA, el legislador ha configurado el delito de fraude de inversiones como un delito especial⁴⁵⁰.

En el ámbito de las sociedades que operan en los mercados regulados este tipo de conductas serán cometidas en el seno de una empresa, directamente por los responsables de la misma. Sin embargo, también es posible que estas se lleven a cabo a través de intermediarios en el mercado financiero. De la misma opinión es MARTINEZ-BUJAN PEREZ es un delito especial propio en el que el

como administrador de hecho, no responda también como cualquier administrador por falta de diligencia debida legalmente impuesta.

b) Que tal actividad sea de dirección, administración o gestión, entendiendo que la misma implica bien los actos de administración de la sociedad en sentido estricto (a modo de ejemplo la convocatoria de una Junta General, la redacción de las cuentas anuales, etc...) bien los de gestión de los negocios sociales, o lo que es lo mismo, la dirección y desarrollo de la actividad empresarial que constituye el objeto de la sociedad. En todo caso, esa injerencia ha de revestir importancia para la sociedad, sin que pueda equiparse a la misma la mera función del control del socio, ni las meras opiniones, recomendaciones, etc..., ni la intervención de determinados colaboradores en la gestión a los que no sea aplicable esta figura.

c) Que la actividad se ejerza con total independencia o autonomía de decisión, implicando que quien no ostenta el cargo de administrador de una sociedad, impone sus propias decisiones en la conducción de los negocios sociales, ya sea de forma directa o a través de terceras personas de las que se vale; en consecuencia, debe tratarse de un auténtico poder autónomo de dirección y administración, sin que se produzcan subordinaciones a instrucciones de terceros, con total independencia, siguiendo la propia política al margen de la fijada por los administradores de derecho, a los que no se les permite definir otra distinta, de manera soberana.

Que su ejercicio sea de manera constante, ya que un acto esporádico de dirección, administración o gestión no permite conceptualizar a quien lo realiza como administrador de hecho. Este breve análisis, lo que pretende es establecer las bases sobre las que poder estudiar los casos concretos, habiendo sido analizados muchos de ellos por la Jurisprudencia distinguiéndose entre aquellos que ejercen las funciones administrativas en ausencia de nombramiento (tales como socio de control, el socio único de la sociedad unipersonal, los Apoderados Generales, la gestión indirecta en los grupos sociales, etc...) y supuestos en el que el ejercicio de las funciones administrativas se produce en presencia de un nombramiento irregular o caducado (tales como el administrador nombrado en una deliberación inválida o ineficaz, o cuando continúa ejerciendo el cargo una vez cesado en el mismo, o la administración de hecho en un época justo anterior a su nombramiento, el administrador con nombramiento implícito o los casos de falta de cumplimiento de formas en cuanto a la publicidad o la falta de aceptación del cargo). Todos ellos comprenden supuestos estudiados por la Jurisprudencia, en torno a la figura de la administración de hecho, equiparándola (cuando cumplen los requisitos enunciados) a la administración de derecho a los efectos del sistema legal de responsabilidad de aquella. (f.d.11).

⁴⁵⁰RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E.op.cit (artículo 282 bis). pág. 313. Así se concluye que ciertamente, con carácter general, este tipo de conductas serán sometidas en el seno de una empresa, directamente por los responsables de la misma. Sin embargo, también es posible que éstas se lleven a cabo a través de intermediarios en el mercado financiero. Esta última posibilidad se encuentra contemplada específicamente en la normativa extrapenal reguladora del mercado de valores (art. 4 RD 1362/2007, de 19 de octubre), lo que evidencia que se trata de una conducta habitual en este sector. Por tanto, en algunos supuestos, la actuación de intermediarios, que no pertenecen a la empresa, no podrá perseguirse. Esta laguna legal surgirá en aquellos casos en que el intermediario difunda información falsa para captar inversores sin que ello sea conocido por el emisor de dicha información, pongamos por caso, porque obtiene rendimientos en función del número de inversores captados.

Esa insatisfactoria situación hubiera podido evitarse atribuyendo al precepto el carácter de delito común, opción por la que se han decantado otros países de nuestro entorno.

círculo de los sujetos activos se limita a los administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores⁴⁵¹.

A primera vista parece que en este tipo la autoría debe ponerse en relación con las exigencias normativas de la emisión del folleto (arts. 27 y 28 LMV y art. 35 RLMV). En esta línea de interpretación se posiciona también MORALES GARCIA para quien el art. 282 bis es un delito especial solo comisible por quien tiene la consideración de administrador de hecho o de derecho⁴⁵².

En este punto se critica, con razón que el legislador haya limitado el círculo de los posibles autores a los administradores (vid. MUÑOZ CONDE⁴⁵³; VILLACAMPA ESTIARTE⁴⁵⁴) proponiendo la inclusión de intermediarios y de las auditorías.

El nuevo tipo del art. 282 bis atribuye tal condición de posible sujeto activo a los administradores de hecho o de derecho de la sociedad emisora de valores, construyendo así también un delito especial propio. En palabras de MENDOZA BUERGO⁴⁵⁵ con la misma caracterización de la autoría que la prevista en muchos delitos societarios (Vide análisis del CP art. 31) por lo que habrá que tener en cuenta las reglas de la autoría y participación específicas en estos delitos⁴⁵⁶.

Y ello es así porque estos delitos especiales acotan el círculo de posibles sujetos activos en atención, no tanto a la cualidad de la persona, como al hecho de que sólo determinadas personas tienen a su alcance el bien jurídico protegido, hallándose por tanto en una relación potencialmente lesiva con éste desde un punto de vista material⁴⁵⁷.

Se trata de un delito de naturaleza mixta, un delito especial, y de infracción de un deber. Pero es importante destacar que de la propia normativa administrativa se deduce la existencia de un deber extrapenal específico que la LMV impone a determinados “sujetos obligados” que realicen actividades relacionadas con los mercados de valores, singularmente a la hora de facilitar información relevante y, más precisamente aún, a la hora de emitir valores

⁴⁵¹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa). pág. 267.

⁴⁵²MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). págs. 895-896.

⁴⁵³MUÑOZ CONDE, F.op.cit (*Derecho penal, Parte Especial*) pág. 514.

⁴⁵⁴VILLACAMPA ESTIARTE, C. op.cit (Las falsedades contables en el Proyecto de Ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007). pág. 455.

⁴⁵⁵MENDOZA BUERGO, B. “Delitos patrimoniales, delitos contra el mercado –art. 282 bis -“. En *Memento Practico Penal*. Edit. Francis Lefebvre. Madrid, 2015. pág. 1212 nº 12003.

⁴⁵⁶GARCIA SANZ, J. op.cit (La protección penal del mercado financiero). pág. 60.

⁴⁵⁷CARREÑO AGUADO, J. *El tratamiento jurídico penal de la inveracidad en la información social. Un propuesta de revisión del art. 290 CP*. La Ley, 2013. pág. 210; En estos términos, también véase SILVA SANCHEZ, J.M. “Ingeniería financiera y Derecho penal”. En Cuadernos de Derecho Judicial. Nº 9, 1999. pág. 163 y ss; y también FARALDO CABANA, P.op.cit*El delito societario de falsedad en documentos sociales*. pág. 77 y ss.

negociables, en atención a lo cual hay que partir de la base de que el tipo del delito del art. 282 bis se construye sobre la base de la infracción de un deber. Ello no obstante, el delito presenta un contenido de ilicitud que no se agota exclusivamente en ese dato⁴⁵⁸.

Es decir, la “autoría” está relacionada exclusivamente con los sujetos activos: (administradores de hecho y/o derecho) que lo sean de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados regulados. Como nos explican CORCOY BIDASOLO/MIR PUIG, aquellas sociedades que crean emiten y difunden valores negociables. Pese a que el artículo se refiere a valores negociados el término utilizado tanto en la LMV como generalizado en la práctica económica es el de valor negociable, el cual, como la propia LMV reconoce es de difícil definición debido al amplio casuismo que comprende el término. Por ello, el art. 2 LMV se limita a referir con relación a los incluidos en su ámbito de aplicación que son aquéllos que, emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, son agrupados en emisiones, pudiendo representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos, incluyendo el citado artículo una profusa numeración de los que tienen tal consideración. Por su parte la Directiva 2003/6/CE los define como aquellos valores que son negociables en el mercado de capitales a excepción de los medios de pago (art. 4.18)⁴⁵⁹.

Para algunos, el que la falsedad en cuestión tenga que proceder de una sociedad emisora de valores “negociados” determina que el injusto de este delito solo se complete en la medida en que la actividad falsaria que le es propia se efectúe en relación a valores que, aunque no coticen en bolsa, lleguen por lo menos a ser efectivamente comercializados en alguno de los mercados regulados a los que su tipo alude, con lo que dicha negociación pasaría a ser el resultado consumativo del injusto propio de esta figura. Esta propuesta de interpretación no resulta demasiado sostenible una vez se constata que este delito puede castigar tanto falsedades que se dirijan a producir efectos completamente ajenos a dicha negociación, como también aquellas que se realicen sobre informaciones emitidas incluso años después de que los valores de la entidad de la que procediesen se hubiesen colocado y estuviesen siendo negociados en su seno, lo que, evidentemente, imposibilitará que se pueda considerar a su inicial comercialización como resultado derivado de tal actuación⁴⁶⁰.

⁴⁵⁸ MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empres). pág. 331; también FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1087; también sobre el concepto de administrador de hecho o de derecho FERNANDEZ BAUTISTA, S. op.cit (*El administrador de hecho y de derecho. Aproximación a los delitos con restricciones en sede de autoría*). Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2007. pág. ; RIOS CORBACHO, J.M. *El administrador de hecho en los delitos societarios*. Universidad de Cádiz, 2005. pág 319 y ss..

⁴⁵⁹ CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG. op.cit (art 282 bis). pág. 623.

⁴⁶⁰ GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 135. El tipo se circunscribe a maniobras falsarias cometidas en informaciones que acceden a un conjunto indeterminado de personas en entidades que operan en mercados de valores, por lo que puede justificarse su específica previsión penal. En este sentido VILLACAMPA ESTIARTE, C.op.cit (Las falsedades contables en el Proyecto de ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007). pág. 457.

La negociación o comercialización de los valores ni es, ni puede ser, por tanto, el resultado que determine la consumación de este delito.

Mucho más lógico parece, entonces, entender que cuando este tipo delictivo exige que su falsedad proceda y esté referida a la información económica de “una sociedad emisora de valores negociados”, no está tratando de delimitar el momento temporal en que se producirá su consumación formal, ni tampoco intentando restringir su aplicación tan sólo a aquellas falsedades que se realizan respecto a valores que se lleguen efectivamente a negociar en dichos mercados; sino que lo que realmente busca es definir las características que habrán de concurrir en la actuación falsaria realizada para que la misma presente la idoneidad y la amplitud lesiva que define y delimita el injusto típico propio de este delito.

La argumentación de este razonamiento se centra en que al exigir que dichas falsedades tengan que proceder y estar referidas a tales compañías, no solo limita su tipicidad a aquellas que proceden de las empresas que suelen tener un mayor tamaño y capital, sino también a las que tienen un origen y se refieren a las entidades que están obligadas a emitir y difundir públicamente una información más detallada y constante sobre su situación económica por parte de quienes mejor deber conocerla (sus administradores) y a las que están sometidas a un mayor control administrativo cuando lo hacen, hechos, todos ellos, que convierten a dichas falsedades en especialmente idóneas para poner en peligro los patrimonios del amplísimo y difuso colectivo de sujetos que este delito trata de proteger y que, como se deduce de su propio tenor literal, abarca a todos aquellos que podrían llegar a convertirse en inversores, depositantes o financiadores de tales entidades⁴⁶¹.

1.5 Nuestra opinión personal: recapitulación final entorno a los sujetos activos: administradores de hecho y de derecho

Como hemos analizado en capítulos anteriores el art. 282 bis, es un delito autónomo y especial. Y como hemos visto, los sujetos activos, son tanto los de *iure* los administradores de derecho, como de *facto* los administradores de *hecho*, (siempre que con sus decisiones vinculen a la sociedad emisora de valores). De ahí que no participemos del criterio de la profesora PUENTE ABA para quien resulta criticable que el legislador restrinja así el círculo de posibles sujetos activos de este delito, ya que no sólo puede ser cometido por los administradores de la sociedad, sino por otro tipo de sujetos que intervienen también en las ofertas realizadas en los mercados de valores, y que por tanto pueden realizar o participar en la falsedad delictiva⁴⁶².

⁴⁶¹ GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP), pág. 136.

⁴⁶² PUENTE ABA, L.M.op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 68 y 69.

No estamos de acuerdo, porque como hemos analizado en el capítulo correspondiente a los sujetos activos; estos sujetos que intervienen también en las ofertas de emisión, encajarían en un concepto *lato sensu* dentro del ámbito de los administradores de hecho siempre que realmente realice funciones de gestión o administración de la sociedad. La persona que adopta o impone las decisiones de gestión de una sociedad, y concretamente las expresadas en los tipos penales. Esto es, quien de “hecho manda o gobierna desde la sombra” (este ha sido el criterio o doctrina legal mantenido por la jurisprudencia mercantil). Por ejemplo, incluiríamos, a los sujetos “responsables administrativamente del folleto, y que son *ex lege* administradores de la sociedad emisora”.

El principal requisito en la figura del sujeto activo de “administrador de hecho”, será como hemos analizado su independencia y/o autonomía y no subordinación a un órgano dependiente de la sociedad emisora de valores. De ahí que entendamos que, por ejemplo, los auditores, no entrarían en el concepto de administradores de hecho, ya que actuarían por mandato de otro, en concreto de quien ostentase la titularidad del órgano de administración. Es decir, carecerían de autonomía o falta de subordinación. Y para estar comprendido en el ámbito de la administración de “hecho” debe ejercer *motu proprio* un poder de dirección y gestión similar a los administradores de derecho. Además debe añadirse, la “habitualidad” en el ejercicio de tales funciones, permanencia o continuidad, que excluyen una función específica (como la auditoría de cuentas) en la gestión de la sociedad emisora, lo que impediría perseguir la conducta falsaria de un auditor por la vía del art. 282 bis. Pero tampoco por la vía del art. 290 CP, pues como dice CARREÑO AGUADO, debe tratarse en todo caso como cooperador necesario en las falsedades en los documentos sociales cometidos por los sujetos activos que describe el tipo en cuestión. El informe de auditoría es objeto material de un tipo penal del que su autor, auditor no puede en ningún caso ser sujeto activo, sí quizás como *extranei*⁴⁶³.

Los sujetos que actúan como administradores de hecho, equiparan sus funciones al sistema legal de responsabilidad del administrador de derecho. Todos aquellos supuestos, que casuísticamente analizábamos entonces (vrg, nombramiento irregular caducado, apoderados generales, el socio de control, etc.) todos ellos queden englobados en la figura del “administrador de hecho”, siempre que además de asumir la sociedad emisora de valores, los actos de gestión de dicha persona, “vinculándola” como expresión de la voluntad social, debe también unirse la “habitualidad en el ejercicio de tales funciones. De manera que para el Derecho penal el administrador de hecho será precisamente el

⁴⁶³CARREÑO AGUADO, J. *El tratamiento jurídico penal de la inveracidad en la información social. Un propuesta de revisión del art. 290 CP*. La Ley, 2013. pág. 407 y 409; y también GONZALEZ VIZCAYA, E. “Los delitos societarios en el nuevo Código Penal”. En *Actualidad Penal*, n ° 10. 1997. pág. 229 y ss. Asimismo SEQUEROS SAZATORNIL, F./DOLZ LAGO, M.J. *Delitos societarios y conductas afines. La responsabilidad penal y civil de la sociedad, sus socios y administradores, 3ª edición. Adaptado a las últimas reformas: Ley 14/2013 de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores*. La Ley, 2013. pág. 132 y 135.

que ocupe la posición de garante en el momento en el que se están realizando este tipo de actos defraudatorios⁴⁶⁴.

De todas formas PUENTE ABA extiende, el ámbito de la figura del administrador de hecho y por ende, la “autoría” tanto a entidades directoras u otras que se involucran en la emisión del folleto. Además de las ESI (Empresas de Servicios de Inversión). Cupiera pensar también en otras personas que intervienen directamente en la gestión de los valores emitidos como son los “auditores de cuentas” (no debe olvidarse el clarificador art. 35 LMV entre la información financiera que se debe publicar, se encuentran los informes de las auditorías de cuentas), por lo que estos documentos podrían ser falseados por estos sujetos.

Evidentemente, todos los sujetos que hemos enumerado más arriba no son los titulares de los valores que se ofrecen en venta, pero sería imaginable su intervención en la conducta delictiva del art. 282 bis CP. De un lado, cabría imaginar su posible participación junto con la entidad emisora de los valores, colaborando con ella en la realización de la falsedad documental. Pero por otro lado, también sería factible que desarrollaran una actuación constitutiva de una auténtica autoría, cuando ostentan el dominio sobre el hecho delictivo, es decir, sobre la ejecución de la actividad falsaria; ello ocurriría cuando alguno de los sujetos anteriormente mencionados es quien directamente falsifica el folleto u otro de los documentos reflejados en el art. 282 bis CP⁴⁶⁵.

Por todo lo expuesto hasta ahora, hubiera sido preferible configurar el art. 282 bis CP como un delito común, al estilo de las figuras italiana y alemana en este ámbito⁴⁶⁶.

⁴⁶⁴ ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit (*Los delitos bursátiles*). pág. 204. En el orden expuesto, la Ley 26/2003, de 17 de julio, por lo que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobada por Real Decreto Legislativo 1564/1988 de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, incorporó al art. 133 LSA, hoy art. 237 TRLSC 2010, de manera expresa la responsabilidad personal y solidaria en la que civilmente pueden incurrir los administradores de hecho, frente a la sociedad, frente a los accionistas y frente a los acreedores, por el daño causado, como consecuencia de la realización de actos contrarios a la ley o a los estatutos, o por los realizados incumpliendo los deberes que la misma impone a quienes formalmente ostenten con arreglo a ella la condición de administrador.

Así en esta línea explicativa pudiéramos incluir como administradores de hecho a los apoderados generales como a los singulares, en razón a la amplitud de los poderes de gestión y disposición que ostentan. En este sentido remitimos a SEQUEROS SAZATORNIL, F./DOLZ LAGO, M.J.op.cit *Delitos societarios y conductas afines. La responsabilidad penal y civil de la sociedad, sus socios y administradores*, pág. 138.

⁴⁶⁵ PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) págs. 70-73.

⁴⁶⁶ MAZZACUVA/AMATI. *Diritto penale dell'economía. Problemi e casi*. Edit. Cedam. Padova, 2010. págs. 448-449; SGUBBI, F. “Il falso in prospetto”. En *Diritto penale del mercato finanziario*. Edit. Cedam Padova. Padova (Italia), 2008. pág. 223. De hecho también la doctrina italiana reconoce que este tipo de comportamientos no sólo puede ser ejecutado por las sociedades emisoras de los valores, sino también por otros sujetos que participan en la confección del documento falso, v. gr. Asesorías o entidades de intermediación en el mercado de valores; cfr. SGUBBI, F. , *ibidem*.

No obstante, aun con la actual redacción legal, sería posible aplicar el art. 282 bis CP a los casos en que la falsedad delictiva es realizada por alguno de los sujetos anteriormente indicados⁴⁶⁷.

La vía para calificar la actuación de tales sujetos como participación o autoría en este delito, se centra en su consideración como auténticos administradores de hecho de la sociedad emisora de los valores. Efectivamente, estamos ante personas que toman, en un ámbito muy concreto, determinadas decisiones sobre la vida y actuación de la sociedad, sin tratarse formalmente de sus administradores de derecho.

La afectación al bien jurídico protegido en este precepto no sólo concurre cuando la falsedad proviene del administrador de la sociedad emisora del documento, sino también cuando es realizada por otros sujetos que ejercen funciones propias de administración de la entidad sin ostentar este cargo formalmente. Así, cualquier sujeto que realice directamente o intervenga en la ejecución de las falsedades en los documentos que constituyen el objeto material de este delito, y que han de ser emitidos por las sociedades emisoras de valores.

La configuración del administrador de hecho la tiene quien “efectivamente realiza las funciones de administración, del poder disuasorio de la sociedad, la realización material de funciones de dirección. Así participamos del criterio de ZABALA-LOPEZ GOMEZ cuando concluye que el concepto de administrador de hecho no es el mismo que pudiera ser utilizado en el derecho mercantil, sino que se exige que el administrador de hecho tenga una serie de competencias ajenas dentro del entramado societario que no siempre habrán de ser identificadas con las obligaciones que impone el Derecho mercantil⁴⁶⁸.

Ahora bien, a veces el concepto de administrador de hecho, se puede extender a tenor de lo que preceptúa el art. 28 LMV a otras personas que no son *stricto sensu* administradores de hecho de la sociedad emisora de valores, sino intervinientes en la información del folleto; siempre y cuando tengan la capacidad decisoria (analizada *supra*). Nosotros pensamos que puede (si cumple las notas delimitadoras) incluirse en el concepto de administrador de hecho a los responsables de la información del folleto, la persona que solicita la admisión o negociación en un mercado secundario oficial. También la entidad directora respecto a las labores preceptivas de comprobación. Así como las personas responsables de la información que figura en el folleto. Todas ellas como indica el clarificador art. 28 LMV son responsables como consecuencia de las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes del folleto o del documento que en su caso debe elaborar el garante.

⁴⁶⁷ Con excepción del último caso citado, relativo a las obligaciones de información que incumben a los propios mercados secundarios de valores, ya que como se ha visto los documentos informativos no emanan de la sociedad oferente de los valores y por lo tanto no encajan ya en el objeto material de este delito.

⁴⁶⁸ ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit (*Los delitos bursátiles*). pág. 204.

No participa de esta reflexión ZABALA-LOPEZ GOMEZ para quien los sujetos a los que hace referencia el art. 28 LMV no podrán ser autores del delito de estafa de inversiones sino simplemente *extranei* en un delito especial propio, tal y como pudieran serlo los asesores fiscales en relación al delito fiscal, en su caso, no pudiendo cometerse el delito si en el mismo no aparece como autor un administrador de hecho o de derecho⁴⁶⁹.

En conclusión y a nuestro criterio, además de los sujetos activos señalados en el artículo, a los que alcanza el tipo penal del 282 bis, como son los administradores de hecho y/o derecho, podemos entender *lato sensu* (sentido amplio) la referida configuración, y extender su ámbito de aplicación a otros sujetos que intervienen en la emisión del folleto, pero no son *iure proprio*, administradores de derecho, si bien quedarían englobados en la denominación de “administrador de hecho”. Este sería el caso de las entidades directoras que deben verificar que “*la información contenida en la nota de los valores relativa a la operación o a los valores no es falsa ni se omiten datos relevantes requeridos por la legislación aplicable*”, está asumiendo facultades de dirección material efectiva de la sociedad emisora, pues asume por mandato de la emisora y con cobertura legal, la responsabilidad de determinar frente a terceros los estados contables y financieros a efectos de la emisión de valores o instrumentos financieros. Se comporta, pues, como lo haría la propia representada, aún cuando sean personas jurídicas diferentes, lo que la configura claramente como administradora de hecho.

Quedarían fuera del alcance del precepto, en cambio, los meros intermediarios que carecen de atribuciones reales sobre el folleto o el resto de informaciones típicamente descritas. Un ejemplo claro, lo constituyen las empresas de servicios y entidades de crédito que ejecutan organizadamente y de forma sistemática órdenes de clientes sobre valores negociados en mercados de valores; son los llamados internalizadores sistemáticos cuyas exigencias de transparencia en nada se parecen a las que asumen las de las sociedades emisoras de valores o los terceros antes descritos, puesto que ni siquiera participan en la elaboración del folleto o el resto de información al que se refiere el tipo.

Naturalmente y como bien ha argumentado MENDOZA BUERGO, respecto a la configuración de la categoría de administrador, habrá que saber si hay que limitarla a la existencia de un deber institucional específico que se infringe con la conducta falsaria o si se trata de una cuestión fáctica de dominio en la elaboración del documento. De tal configuración depende también que se pueda considerar sujetos activos a los promotores o fundadores de una sociedad. En cuanto a los liquidadores, entiende la autora que no hay obstáculo en considerarlos administradores de la misma durante la fase de liquidación (en nuestra opinión no es principio asimilable, y que las funciones de liquidador se

⁴⁶⁹ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit . pág. 206.

diferencian de las de un administrador de derecho, en su estatuto funcional). Resulta discutible como hemos examinado recientemente la consideración de los “auditores” como posibles integrantes de la categoría de administradores (remitimos a nuestro capítulo en torno a los sujetos activos, en sentido amplio) pero sí como cooperadores necesarios del delito del art. 282 bis⁴⁷⁰.

En nuestra opinión, deberá incluirse (como hemos explicado *supra*) dentro de la categoría de administradores de “hecho” (que es donde surge el problema interpretativo) a aquellos profesionales que “real y eficazmente” ejerzan funciones de administración, porque tienen poder de decisión sobre los datos contenidos en los folletos o información de publicación. Es quien como se ha definido jurisprudencialmente “quien de hecho manda o gobierna desde la sombra”.

Y es por ello que quedarían fuera del alcance del precepto del art. 282 bis, las meros intermediarios que carecen de atribuciones reales sobre el folleto o demás información económico-financiera que debe presentarse en los mercados de valores.

Surgiría la duda a nuestro parecer con los administradores delegados. Precisamente por la dinamicidad del tráfico mercantil se ha multiplicado como dice CRISTOBAL MONTES en la práctica la figura del administrador delegado⁴⁷¹.

La delegación lo tiene que establecer los estatutos sociales. Deberá recaer en algún miembro del Consejo de Administración. Y habrá de reunir la condición de consejero y administrador.

El problema que surge en los administradores de “hecho” es que tratándose de un Derecho sancionador, el respeto a los principios de tipicidad y legalidad, y la prohibición de la interpretación analógica de los tipos sancionadores, nos dificulta la interpretación extensiva⁴⁷².

⁴⁷⁰MENDOZA BUERGO, B. op.cit (Delitos patrimoniales, delitos contra el) pág. 1212. Nº 12003.

⁴⁷¹Sobre la figura del administrador delegado pueden consultarse los trabajos de CRISTOBAL MONTES, A. *La administración delegada de la sociedad anónima*. Edit. Universidad de Navarra, S.A. Pamplona, 1977; IGLESIAS PRADA, J.L. *Administración y delegación de facultades en la sociedad anónima*. Edit. Technos. Madrid, 1971; RODRIGUEZ ARTIGAS, F. *Consejeros Delegados. Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración*. Edit. Montecorvo. Madrid, 1971; también ALONSO UREBA, A. “Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores en una sociedad anónima”. En *Revista de Derecho Mercantil*, nº 198. 1990. pág. 655; FERNANDEZ DE LA GANDARA, L./SANCHEZ ALVAREZ, M.M. “Los delitos societarios. Reflexiones preliminares sobre la imposición de acuerdos sociales abusivos (art. 291 CP)”. En *Actualidad Jurídica Aranzadi*, año VI, nº 238, 21 de marzo de 1996. págs. 60-61; y RODRIGUEZ MONTAÑES, T. *La responsabilidad penal del administrador desleal y los nuevos delitos societarios*. Edit. Mc Graw-Hill. Madrid, 1997. pág. 115.

⁴⁷² Sobre la dualidad conceptual administrador de hecho/administrador de derecho y su “equivalencia normológica”, véase por todos GARCIA CAVERO, P.op.cit (*La responsabilidad penal del administrador de hecho de la empresa: criterios de imputación*) pág 180-230.

En consecuencia, (y como hemos reiterado en el capítulo correspondiente a los sujetos activos) y sin que ello suponga hacer una indebida extensión analógica de una norma en el ámbito sancionador, somos de la opinión de que todas aquellas personas que, aún sin tener relación laboral con la persona jurídica sancionada, ejerciten poderes generales inherentes a la titularidad jurídica de la empresa referidos al conjunto de su actividad, y actúen con autonomía y plena responsabilidad, únicamente limitados por las instrucciones y competencias directas del órgano de administración, podrán ser considerados como incluidos en el ámbito de aplicación de la norma analizada. Así lo entendió la Sentencia de la Audiencia Nacional del 11 de marzo de 1994 (Ponente: A. Roldán Herrero) recaída en el asunto E. Pastor/Eurocapital SVB, quien tomó en cuenta que el expedientado era “Director General de Asesoría Legal y Fiscal”, sin que la Sala diera crédito a las alegaciones de que se trataba de un “simple abogado sin formación financiera específica”⁴⁷³.

En una línea de reflexión coincidente con nuestro criterio y con una explicación técnicamente impecable, MORALES GARCIA explica que tanto la LMV como el reglamento de desarrollo contienen disposiciones específicas sobre los sujetos responsables del folleto. En efecto, el ya reiterado artículo 28 LMV responsabiliza al emisor, al oferente y a la persona que solicita admisión a negociación en los mercados regulados, así como a los administradores de éstos últimos, de la información que contiene el folleto, al tiempo que la extiende al garante de los valores sobre la parte que le corresponde sobre información que debe elaborar. Finalmente, se extiende administrativamente la responsabilidad hasta la entidad directora respecto de las labores de comprobación a las que viene obligada reglamentariamente y, a modo de cierre, sobre todos aquellos que han asumido responsabilidad expresamente por el contenido del folleto siempre que ello se haya hecho constar en él y las que no estando incluidas hayan autorizado el folleto.

La cuestión a dilucidar, entonces, es si dada la especialidad del precepto, las personas antes referidas y que serán las que habitualmente estarán envueltas

⁴⁷³ FERNANDEZ DE ARAOZ, A.op.cit (La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores) págs 88-89. Indica el autor que existen pronunciamientos jurisprudenciales en materia de responsabilidad administrativa de administradores de entidades de crédito en los que se valora de modo especial esta cuestión. Así, la Sentencia del Tribunal Supremo de 23 de noviembre de 1998 (Ponente: O. González), al abordar los argumentos exculpatorios del Vicepresidente de un banco consistentes en afirmar que era completamente ajeno a las funciones ejecutivas y que todas ellas recaían en el Presidente y el Director General, destaca que el expedientado tenía un contrato suscrito con la entidad bancaria de personal de alta dirección del Real Decreto 1382/1985. Por ello, tras analizar el contrato, rechaza que las funciones de Vicepresidente fueran meramente honoríficas, destacando su carácter claramente ejecutivo. También FERNANDEZ TERUELO, J.G.op.cit(*Los delitos societarios en el Código Penal español*). pág. 46; BOQUERA MATARREDONA, J./LATORRE CHINER, N. “Distribución y conflictos de competencias en la Sociedad Anónima no cotizada”. En *Las competencias de los órganos sociales en las sociedades de capital* EMBRID IRUJO, J.M. (Coord.). Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2005. pág. 46. MARIN DE ESPINOSA CEBALLOS, E. *Criminalidad de empresa. La responsabilidad penal en las estructuras jerárquicamente organizadas*. Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2002. pág. 198.

en la suscripción o emisión del folleto, pueden responder personalmente como autoras del delito del art. 282 bis CP.

A su juicio (que compartimos) parece que todos los citados en la LMV y en el reglamento de desarrollo podrán ser considerados administradores de hecho de la sociedad por su relación con el contenido y función del folleto. Todas ellas, directa o indirectamente, participan con plenos poderes en la elaboración su contenido, que será aquél en el cual el inversor basará su juicio de idoneidad de la inversión. En definitiva, se trata de determinar si quienes ejercen facultades ejecutivas sobre la definición del folleto, pero no sobre otros aspectos de la vida de la sociedad emisora, podrán ser considerados administradores de hecho o incluso de derecho, en función del alcance del poder⁴⁷⁴.

2. Sujeto Activo cuando el tipo de sociedad es emisora de valores negociados en los mercados de valores.

Es de destacar que la LMV ya no utiliza el concepto de mercado de valores, sino el de mercados primarios (no definido en la LMV) y secundarios o regulados (definidos profusa y casuísticamente en art. 31 LMV). Los mercados primarios son aquellos en los que se crean activos financieros. En este mercado los activos se transmiten directamente por su emisor mediante oferta pública de suscripción o venta de valores negociables. El mercado secundario es aquel en el que sólo se intercambian activos financieros ya existentes, que fueron emitidos en un momento anterior, permitiendo a los tenedores de activos financieros vender los instrumentos que ya fueron emitidos en el mercado primario (o bien que ya habían sido transmitidos en el mercado secundario) y que están en su poder, o bien comprar otros activos financieros. Quedan fuera del tipo los Sistemas Alternativos de Negociación (SAN) o los Sistemas de Negociación Multilateral (SNM), ya que ambos se desarrollan fuera de los mercados regulados y al amparo de la contratación electrónica.(Ej: Caso Gowex , empresa que cotizaba en el Mercado Alternativo Bursátil, MAB⁴⁷⁵).

Ciertamente, “El concepto de mercado de valores no se entiende si no es integrado en el concepto más amplio de “sistema financiero”, del que forma parte. Si por sistema financiero entiende el conjunto de instituciones, entidades y operaciones a través de los cuales se canaliza el ahorro hacia la inversión,

⁴⁷⁴ MORALES GARCÍA, O.op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis)págs. 238- 239. La cuestión no es baladí puesto que el tipo penal se limita al administrador de hecho o de derecho de la sociedad emisora de valores, la definición del alcance del concepto de administrador de hecho o de derecho es de extrema importancia. Si la entidad directora puede recibir un mandato para la verificación de la información financiera que debe figurar en el folleto (art. 35 RLMV) y en particular para verificar que “la información contenida en la nota de los valores relativa a la operación o a los valores no es falsa ni se omiten datos relevantes requeridos por la legislación aplicable”, está asumiendo facultades de dirección material efectiva de la sociedad emisora, pues asume por mandato de la emisora y con cobertura legal, la responsabilidad de determinar frente a terceros los estados contables y financieros a efectos de la emisión de valores o instrumentos financieros. Se comporta, pues, como lo haría la propia representada, aun cuando sean personas jurídicas diferentes, lo que la configura claramente como administradora de hecho.

⁴⁷⁵CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG.op.cit (Art. 282 bis). págs. 623 - 624.

suministrando (oferta) dinero u otros medios de pago para financiar las actividades de los operadores económicos (demanda), el mercado de valores no es sino un elemento o parte integrante del sistema financiero. En concreto, aquel que comprende las instituciones que efectúan principalmente estas operaciones. Más específicamente aún, el elemento definidor del mercado de valores lo constituyen los valores negociables –representados por medio de anotaciones en cuenta o mediante títulos- emitidos por personas públicas o privadas, y agrupados en emisiones” (sentencia 133/1997, del Tribunal Constitucional, fundamento jurídico 3)⁴⁷⁶.

Debe quedar claro desde el principio que lo que se castiga en el art. 282 bis CP, es la falsedad, que no se ajusta a la realidad los datos económico-jurídicos que legalmente deban figurar en los folletos de lanzamiento de instrumentos financieros (art. 1 y 2 LMV). Estamos como bien explica QUERALT JIMENEZ, ante una ley penal en blanco que obliga a acudir a la normativa del mercado de valores española y europea, para completar elementos integradores del tipo⁴⁷⁷.

Conviene que, aclaremos algunos imprescindibles conceptos para situar la “conducta falsaria” del art. 282 bis del Código Penal, en su imprescindible relación con el del “mercado de valores”.

Efectivamente, para entender la conexión punitiva y financiera/bursátil debemos situarnos (como hemos examinado) en la Ley del Mercado de Valores (LMV) que distingue (Títulos III y IV) el mercado primario de valores, y los mercados secundarios oficiales de valores. En el mercado primario se ponen en circulación los valores, cuya emisión no necesita autorización previa, si bien hay un procedimiento con comunicación a la CNMV, lo que ya de entrada dificulta la intelección correcta de la falsedad de la información financiera, con esos preceptivos controles previos. En este mercado primario, es donde tiene lugar la emisión de los “valores negociables”, que en las Directivas se les denomina valores mobiliarios. En éste mercado primario los emisores de los “valores” citados, son las sociedades, que para ello normalmente elaboran un “folleto”, en el que como dice PEREZ-SERRABONA GONZALEZ se incluye una información exhaustiva y fácilmente comprensible, para que los inversores

⁴⁷⁶ TAPIA HERMIDA, A.J. op.cit (La Responsabilidad administrativa y civil de los administradores y directores generales de las Sociedades y Agencias de valores). pág. 70.

⁴⁷⁷QUERALT JIMENEZ, J.op.cit (*Derecho penal Español. Parte especial*). Epígrafe 23. Delitos contra el mercado y los consumidores: fraude de emisión. Normativa que afirma transponer la LO 5/2010; pero que no obliga a imponer sanciones penales, es más, la penal es privativa de los estados; lo que requiere cierta armonización es la regulación y la sanción administrativa (art. 14 Directiva 2003/06/CE); así la consideración 39: “Al definir las medidas y sanciones administrativas, los Estados miembros deben tener en consideración la necesidad de mantener una cierta uniformidad normativa entre sí”. Igual planteamiento, de hecho es el ordinario, ofrece la Directiva 2004/39 en su art. 51, Directiva, empero, no transpuesta por la LO 5/2010.

tengan un conocimiento completo del negocio que puedan llevar a cabo y de la solvencia del emisor⁴⁷⁸.

Este mercado primario, está regulado en los arts. 25 y siguientes de la LMV, y en el RD 1310/2005 de 4 de noviembre que los desarrolla reglamentariamente. Y también, en este mercado tienen lugar las ofertas públicas de venta (OPV) o suscripción de valores (OPS).

Efectivamente, en este mercado la emisión de los valores no requiere autorización administrativa previa. Si el emisor está obligado a elaborar un folleto, la colocación deberá ajustarse a las condiciones recogidas en él.

Ahora bien, que no requiera la admisión a negociación de valores, autorización administrativa, no les exime de la inscripción en la “Comisión Nacional del Mercado de Valores” (CNMV) de los documentos que acreditan la sujeción del emisor al régimen jurídico aplicable. Asimismo, debe ajustarse y registrarse en la CNMV los estados financieros del emisor ya auditados (art 35 LMV). Y también debe registrarse en la CNMV tanto el folleto informativo así como su “publicación”. Es interesante el contenido del folleto (art. 27 LMV) ya que contendrá “toda la información que según la naturaleza específica del emisor, y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación”, con la suficiente información de los activos y pasivos, presentándose esta información de “forma fácilmente analizable y comprensible”.

La utilización de un criterio que atiende al “objeto” negociado a la hora de precisar el ámbito de aplicación del Derecho del mercado de valores es el que parece recogido en el ordenamiento español con motivo de la aprobación en 1988 de la LMV. En esta ley, sin embargo, el término de referencia era “valor negociable”. En efecto el artículo 2 LMV 1988 señalaba que “quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, agrupados en emisiones”. Las normas de la referida ley, luego, harían constante invocación al término “valor negociable” aunque, en ocasiones, la referencia utilizada era simplemente la de “valor”. También las normas reglamentarias que desarrollaron la LMV a menudo acotaron formalmente la materia regulada en función de la noción de “valor” o de “valor negociable”. De ahí la importancia de precisar el concepto de valor y de valor negociable.

⁴⁷⁸PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L.op.cit (Los mercados de valores). pág. 36. RECALDE CASTELLS, A. op.cit (Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores) .págs. 100 y 101.

Asimismo, para la delimitación objetiva del Derecho del mercado de valores en función del concepto de valor negociable SALINAS ADELANTADO, C.op.cit(*El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*). pág. 817.

Por otro lado, las dificultades para precisar el concepto de “valor negociable” provienen de que la “necesidad de protección” del inversor no surge por igual en todos los ámbitos a los que se extiende el Derecho del mercado de valores. Este sector del ordenamiento y, a partir de él, la atribución a la CNMV de competencias de control y de promoción de información pública, sólo se justifican cuando la naturaleza de la inversión o la forma de proponerse la operación no permiten al inversor medio valorar por sí solo el alcance de los riesgos que asume. Pues bien, las exigencias no son las mismas en el régimen del mercado primario, en la regulación de los mercados secundarios, en el régimen relativo a las adquisiciones de empresas realizadas mediante ofertas públicas, cuando se trata de la regulación de los “insiders”, o cuando se determina el régimen aplicable a las empresas intermediarias que operan en los mercados de valores.

La Ley del Mercado de Valores no da una definición de “valor negociable”, sino que se limita a señalar alguna de sus características. Y así en palabras de SALINAS ADELANTADO serían su carácter negociable y la agrupación en emisiones. Es decir, que los valores negociables deben ser derechos de contenido patrimonial. Aunque sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. Es decir, añadimos por nuestra parte, los mercados secundarios oficiales (Vide art. 31 LMV⁴⁷⁹).

Y cuando hablamos de la agrupación de emisiones, no es sino una característica “extrínseca de su negociabilidad”. Y lo que quiere decir es que es un mismo emisor que oferta valores homogéneos.

Volviendo al concepto de la negociabilidad, sólo este criterio permite perfilar como razona LOPEZ SANTANA un concepto único de valor negociable válido para todo el mercado de valores y que, a su vez, cumpla la función delimitadora del ámbito de aplicación de su normativa reguladora con la que fue introducido –que, recordemos, comparte hoy con el de instrumento financiero-. Cosa distinta será que los concretos derechos o instrumentos que puedan ser incluidos en el referido concepto de valor negociable sean distintos según atendamos a los distintos ámbitos o sectores en los que a su vez se divide el mercado de valores, pudiéndose incluso sostener que desde el punto de vista del mercado secundario, la negociabilidad exige la existencia de un mercado secundario oficial en el que expresamente se admita que el tipo de valor en sí pueda ser negociado, o que desde la perspectiva del mercado primario sea necesario que el valor pueda ser objeto de tráfico impersonal⁴⁸⁰.

⁴⁷⁹SALINAS ADELANTADO, C.op.cit (El concepto de valor negociable). pág. 629.

⁴⁸⁰LOPEZ SANTANA, N. op.cit (El ámbito objetivo del mercado de valores: Delimitación del concepto “valor negociable” tras la introducción del concepto “instrumento financiero” y aproximación a este último). pág. 97.

Pero no tenemos que olvidar, y es importante para entender la dificultad de facto de la falsedad de la información económico-financiera, de la que nos habla el art. 282 bis, que los valores negociables, si bien rigen por el principio de libertad de emisión; sin embargo están sujetos a unos requisitos previos, por ejemplo, que debe presentarse toda la documentación ante la comisión pero su verificación y registro (art. 26 LMV).

Así en particular, la entidad emisora ha de presentar, una vez adopten sus órganos el correspondiente acuerdo de emisión de valores, una comunicación previa, en la que se identifiquen los elementos esenciales de la misma, de modo fundamental el emisor, así como la naturaleza de valores. La finalidad de esta comunicación es para facilitar a los inversores la transparencia informativa pero como explica FUERTES LOPEZ, la entidad queda obligada a presentar ante la Comisión los documentos acreditativos de los elementos esenciales de la emisión, los informes de auditoría de los dos ejercicios anteriores, si no obran ya en poder de la Comisión (caso más frecuente ante la reiteración de las emisiones por sociedades cotizadas, obligadas a presentar información financiera como ya se ha leído), así como un folleto informativo (firmado por persona con poder suficiente para obligar a la entidad⁴⁸¹).

Y además es importante no olvidar que la LMV exige la verificación previa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y el requisito de la verificación tiene el carácter de preliminar y obligatorio tanto para la sociedad emisora como para las sociedades rectoras. La verificación se dirige a controlar la aptitud de los valores a la negociación bursátil, así como “controlar” en cierto modo la situación de la empresa en lo que se refiere a su negociabilidad y garantía de las obligaciones que contraiga frente a los inversores. Estas condiciones y obligaciones, como con facilidad se comprende, son independientes del ámbito mayor o menor de negociación⁴⁸².

En conclusión, como concepto de “valor negociable”, siguiendo el criterio de delimitación fijado en el art. 1 LMV, se ha centrado en los objetos negociados en los mercados de valores. Este concepto encaja peor en las materias recogidas en la Ley que no se relacionan exclusivamente con éstos. Es decir, valor negociable es negociable en términos de mercado, por ello, tiene gran eficacia para delimitar el ámbito objetivo de las normas sobre los mercados primarios o secundarios; pero cuando llegamos a otros temas como, por ejemplo, la regulación de las Sociedades o Agencias de Valores o las normas de conducta, pierde capacidad delimitadora. No es que el concepto de valor negociable que se

⁴⁸¹FUERTES LOPEZ, M. “La supervisión “objetiva” de la Comisión Nacional en el mercado de valores”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Año XIII. Nº 49. 1993. pág. 14 y también CAÑO PALOP, J. R. “La responsabilidad por el folleto informativo de una emisión a cargo de un no suscriptor del mismo (Sentencia del Tribunal de apelación de Milán de 2 de febrero de 1990). En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Nº 42, 1991. pág. 489 y ss. En el folleto un banco intermediario de la colocación resaltaba las ventajas y beneficios de la emisión, que no fue al final íntegramente reembolsada debido a una situación de crisis financiera de la sociedad emisora.

⁴⁸² FUERTES LOPEZ, M. op.cit pág. 29.

utiliza en estas normas sea distinto, sino que simplemente no es tan relevante en estos casos el que estemos ante valores negociables o no⁴⁸³.

En otro orden de cosas los valores no admitidos a negociación en ningún mercado secundario oficial también pueden ser negociables, por cuanto que la propia LMV, en ocasiones, se refiere expresamente a ellos.

Como explica LOPEZ SANTANA no es posible entender sólo que los valores negociables sean sólo los cotizados oficialmente, pues, entonces, en contra de lo establecido en la Ley, los valores representados por títulos nunca merecerían dicha consideración. Por el contrario, admitir que la nota de negociabilidad implica la mera susceptibilidad de los valores para ser admitidos a cotización en un mercado secundario oficial encaja con la afirmación que hace la LMV de que los valores negociables pueden representarse, además de por anotaciones en cuenta, mediante títulos, por cuanto que la representación “cartular” es expresamente calificada como “reversible” (vid. artículo 5.3 de la LMV), siendo por ello los valores representados mediante títulos susceptibles de ser admitidos a cotización oficial, aun cuando de facto no puedan encontrarse cotizados oficialmente⁴⁸⁴.

Es decir, en el mercado primario tiene lugar la emisión y suscripción de los valores. Y por otra parte el “mercado secundario” en el que tiene lugar la negociación de los valores. Esto es, su contratación y/o transmisión – compraventa bursátil-. Como dice PEREZ-SERRABONA GONZALEZ a través de intermediarios (“dealers” –actúan en los mercados por cuenta propia- o de “brokers” –que actúan por cuenta de su comitente-) que cumplan una función mediadora entre los emisores de los valores (sociedades). Y los suscriptores. Y es aquí, donde debemos de situar al consumidor inversor del que nos habla el art. 282 bis Código Penal⁴⁸⁵.

Sentado lo anterior, la primera dificultad que nos encontramos al explicar la conexión del art. 282 bis, como ley penal en blanco con la Ley del Mercado de Valores, sería la dificultad de entender, en el mercado primario en el que “circulan los valores”, ¿cómo es posible hablar de esta falsedad en la información económica, cuando previamente hay que comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) con aportación de los folletos y/o documentos, y además con la preceptiva auditoría de cuentas (semestral y anualmente) –art. 26 a 29 LMV- Y a mayor abundamiento, ¿Cómo podemos contextualizar esta “falsedad de la información económica en los “mercados secundarios”, en los que se produce la contratación de los “valores negociables”? Si como dice PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, los valores están sometidos a unas reglas

⁴⁸³ SALINAS ADELANTADO, C.op.cit (El concepto de valor negociable). pág. 641.

⁴⁸⁴ LOPEZ SANTANA, N.op.cit (El ámbito objetivo del mercado de valores: Delimitación del concepto “valor negociable” tras la introducción del concepto “instrumento financiero” y aproximación a este último). Pág 97.

⁴⁸⁵ PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L.op.cit (Los mercados de valores) pág. 30 y ss.

que garantizan la regularidad de su funcionamiento, sujetándose a las prescripciones de la LMV⁴⁸⁶.

Para entender con más precisión la falsedad de la documentación económico-financiera es importante conceptualizar bien qué son y qué funciones tienen los “mercados de valores”. Los mercados regulados españoles reciben la denominación de mercados secundarios oficiales. A tales efectos se consideran mercados secundarios oficiales de valores los siguientes:

a) **Las Bolsas de Valores.** La Bolsa es el mercado secundario de “valores negociables y otros instrumentos financieros en el que estos pueden convertirse en medios directos de pago. Tienen como objetivo la negociación de valores que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En las bolsas (en la actualidad hay cuatro en España), regidas por las correspondientes Sociedades Rectoras de la Bolsa, se establece un sistema de “interconexión bursátil” integrado a través de una red informática en el que se negocian determinados valores que haya acordado la CNMV⁴⁸⁷.

En fin el Derecho bursátil tiene por objeto la regulación de los requisitos técnico-jurídicos para la admisión a negociación oficial de valores, así como la Bolsa en cuanto lugar de contratación y los diferentes negocios jurídicos que tienen lugar en el mismo, v. gr. Los contratos bursátiles. Sus lagunas eran también evidentes. Apenas se recogían normas de conducta del mercado y para los intermediarios. Asimismo, aunque la normativa sobre información para la admisión a negociación oficial de valores era relativamente completa, las exigencias y seguimiento en materia de información periódica y puntual de las emisoras tenían importantes carencias. Por último, había una ausencia total de normas de responsabilidad por el contenido del folleto informativo y restante información pública⁴⁸⁸.

⁴⁸⁶ PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L. op.cit pág. 30 y ss.

⁴⁸⁷ PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L. op.cit pág. 55. También CANO RICO, J.R. La Bolsa y los mercados de valores. Valencia, 1992. pág 30 También GARCIA LOMBARDIA, J.M. “La reforma del mercado de valores. Aspectos operativos”. En *Perspectivas del sistema financiero*. Nº 25, 1989. pág. 37, especialmente, y 59 y ss.

⁴⁸⁸ FERNANDEZ DE ARAOZ, A. op.cit (La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores). pág. 73; También citado por este autor, VALENZUELA GARACH, quien afirma que (ver FERNANDEZ DE ARAOZ, pág 73-74):

“Estas especiales características otorgan una importancia especial a la calidad, veracidad, oportunidad y suficiencia de la información que, en este caso, debe ser suministrada por quien crea el producto. Además, llevan de una forma natural a la existencia de unos profesionales de la intermediación que en otros ámbitos de la actividad económica acaso no serían tan necesarios. Si la calidad de la información poseída determina en buena medida los precios formados en el mercado, en los que también puede influir la actuación de los intermediarios, y dichos precios son los que dirigen la asignación de los recursos disponibles, se comprende que la eficiencia y la equidad de tal asignación requieran prestar una atención especial, tanto a la forma en que la información llega a sus potenciales destinatarios, como a los criterios y normas aplicados a los intermediarios. Por tratarse de materias de interés general, es necesaria una labor de vigilancia muy estricta que garantice a los inversores que el producto reúne las características declaradas y que los intermediarios cumplan su función de acuerdo con lo que se espera de ellos”. En *Comisión Nacional del Mercado de Valores, Informe Anual 1992*, Madrid, 1993, pág. 201-202.

b) **El mercado de Deuda Pública en Anotaciones.** Son los valores emitidos por el Estado, las Comunidades Autónomas y/u Organismos Públicos. Es decir, hablamos de las Letras del Tesoro, de los bonos y de las Obligaciones del Estado.

c) **El mercado de Renta Fija Privada.** Entre estos y siguiendo a PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, podemos citar los pagarés de empresa, los bonos, las obligaciones subordinadas, las obligaciones convertibles, las cédulas hipotecarias, las participaciones preferentes, que carecen de vencimiento y que conceden a sus titulares una remuneración condicionada a la obtención de beneficios⁴⁸⁹.

d) **Los mercados de Futuros y Opciones.** Aquí deberíamos hablar de instrumentos financieros cuyo valor dependerá de otros activos, llamados subyacentes. Es decir, el comprador se obliga a comprar el activo subyacente y el vendedor a venderlos, como dice PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, a un precio pactado (precio futuro) en una fecha futura (fecha de liquidación). En el contrato de “opción” el objeto de estos contratos, no es un activo (un bono, una acción, etc.) que debe entregarse cuando llega el momento pactado, sino el riesgo que puede suponer para quien aparecerá en el contrato en posición del titular del mismo⁴⁹⁰.

En España se ha defendido desde determinados sectores que los futuros y las opciones y, en general, los derivados no pueden ser calificados como valores negociables. Superando uno de los problemas que durante tiempo han concitado las mayores discrepancias en la dogmática clásica sobre los títulos-valor, como es el de la naturaleza del derecho incorporado a un título-valor (¿negocio, acto o hecho jurídico?), parece haberse encontrado un criterio claro y definitivo a la hora de distinguir los “instrumentos financieros derivados” de lo que constituirían estrictos valores negociables. En efecto, se alega que los futuros y opciones, en tanto son “contratos”, no podrían ya ser considerados “valores”.

En efecto, para rechazar la consideración de los futuros y opciones como valores se alega a veces que la negociación de estos instrumentos se refleja en reglas muy distintas a las previstas para otros valores. Hay, ciertamente, importantes diferencias de régimen: éstas se refieren a las entidades encargadas de la llevanza de las cuentas en las que se refleja la titularidad de los futuros opciones, o al hecho de que la liquidación no se realiza a través del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores sino de las propias Sociedades Receptoras de estos mercados⁴⁹¹.

⁴⁸⁹PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L. op.cit (Los mercados de valores). pág. 35.

⁴⁹⁰PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L. op.cit pág. 50. También ALONSO UREBA, A.op.cit(Mercados oficiales de futuros y opciones). pág. 622 y ss. Y también imprescindible IGLESIAS PRADA, J.L.op.cit(El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico). pág. 273

⁴⁹¹RECALDE CASTELLS, A. op.cit (Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores). págs. 148- 150.

e) **El mercado de Renta Fija AIAF.** Son valores emitidos por empresas privadas y por instituciones públicas que confieren rentabilidad fija. Recibir los intereses pactados y la devolución del capital invertida en una fecha que se ha fijado. El inversor “presta su capital al emisor que se lo devolverá (además de los intereses) pasado un tiempo⁴⁹²”.

f) Cualesquiera otros, de ámbito estatal, que, cumpliendo los requisitos previstos en el apartado 1, se autoricen en el marco de la previsiones de esta ley y de su normativa de desarrollo, así como aquellos, de ámbito autonómico, que autoricen las comunidades autónomas con competencia en la materia.

La función de los mercados secundarios de valores y, en concreto, de las Bolsas es ofrecer a los inversores un “lugar” o, al menos, unos servicios donde puedan liquidar sus inversiones, transmitiéndolas a terceros. La ordenación de los mercados secundarios pretende, por tanto, facilitar al inversor la negociación y liquidación de los “valores” en los que se representan sus inversiones. Así mismo, preocupa que los precios que se fijan en estos mercados se obtengan a partir de criterios impersonales u objetivos, y que tengan carácter público. Ambas razones justifican la previsión de normas sobre concentración de las operaciones relativas a los valores negociados en aquellos mercados y el aseguramiento de liquidez de los valores cotizados. En fin, de alguna manera la cotización en bolsa es también una forma de solicitud de ahorro público. Ello explica que también aquí se deban imponer determinadas obligaciones en materia de publicidad e información sobre los valores negociables y sobre sus emitentes, para que la decisión del inversor pueda ser adoptada con conciencia racional de sus implicaciones⁴⁹³.

Es en función de tales fines como debe determinarse cuál es el concepto de “valor negociable” relevante en este sector. A diferencia del régimen del mercado primario, en la ordenación de los mercados secundarios organizados y reconocidos (oficiales) resulta más sencillo garantizar que los valores que se negocian son efectivamente capaces de satisfacer las funciones que están llamados a cumplir tales mercados. Así ocurre porque la admisión de valores a negociación requiere la verificación previa por parte de la CNMV del cumplimiento de determinados requisitos. La comisión puede oponerse cuando

Asimismo, SANCHEZ ANDRES, A.op.cit (Derecho del mercado de capitales). pág. 2270 y ss, y del mismo autor “Opción financiera”. En *Enciclopedia Jurídica Básica*. Madrid, 1995. pág. 4592. Y también en la misma línea IGLESIAS PRADA, J.L. op.cit(El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico). Madrid, 1995. pág. 235.

⁴⁹²PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L. op.cit (Los mercados de valores) . pág. 34.

⁴⁹³FERRANINI, G. “Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa”. En *Trattato della societa per azioni*. COLOMBO, G. E. y PORTALE, G. E. ((dir). Edit. Utet Giuridica. Turín, 1993. pág. 184 y ss; y en la misma línea RECALDE CASTELLS, A. op.cit (Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores) . pág. 139.

no se satisfagan aquellos requisitos o cuando se incumpla el procedimiento previsto para solicitar la admisión a cotización (art. 32 LMV). La CNMV puede también suspender o excluir determinados valores de cotización (arts. 33 y 34 LMV)⁴⁹⁴.

En fin, podría admitirse, como explica MORALES GARCIA que, dado que los mercados oficiales (secundarios) están altamente regulados, sus exigencias intrínsecas de control legitiman la tutela penal, pero entonces ésta pivotaría no tanto sobre la información como base de la libre formación de la voluntad del inversor, cuanto sobre la robustez de los mercados secundarios; y en ese caso no tendría sentido la referencia al folleto como referente informativo. Si los bonos de ahorro emitidos por una sociedad emisora de valores con publicación de folleto son nominativos y con exclusión de la posibilidad de negociación en mercados secundarios, no hay razón para dejar extra muros del artículo 282 bis CP la eventual falsificación de la información de ese folleto. De hecho, como veremos más adelante, cuando las características de los valores emitidos, o del eventual inversor lo aconsejan, el emisor queda exento de la publicación del folleto. No hay, pues, razón aparente alguna que legitime un tratamiento penal tan severo para el falseamiento del folleto cuando el valor emitido es negociado en el mercado secundario, y en paralelo la “atipicidad” de las conductas falsarias entre el folleto de un valor emitido que no será objeto de negociación en los mercados secundarios⁴⁹⁵.

De hecho para que la falsedad proceda de una sociedad emisora de valores “negociados” determina, como explica GALAN MUÑOZ, que la actividad falsaria se efectúe en relación a valores que aunque no coticen en Bolsa, lleguen a ser comercializados en alguno de los “mercados regulados” (examinados supra)⁴⁹⁶.

La confusión existe en la interpretación e inadecuación del concepto tradicional de valor mobiliario y de la necesidad de ampliarlo para evitar la alusión de las normas de ordenación estos mercados⁴⁹⁷.

Como bien apunta BONILLA PELLA, la diferencia entre negociar y cotizar, revierte en la exigencia que lo que se necesita es que los valores se negocien en “mercados secundarios” no que coticen en los mismos⁴⁹⁸.

⁴⁹⁴RECALDE CASTELLS, A. op.cit (Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores) . pág. 140.

⁴⁹⁵MORALES GARCÍA, O.op.cit, (Art. 282 bis Código penal)págs. 315 - 316. De hecho, entonces quedarían fuera el falseamiento del folleto emitido por sociedades emisoras de valores que los pretendan negociar en mercados secundarios regulados.

⁴⁹⁶GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 135

⁴⁹⁷RECALDE CASTELLS, A. op.cit (Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores). En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 74. Año XVIII. Edit. Lex Nova. Abril-Junio, 1999. págs. 112 - 113. Y también FARRANDO MIGUEL, I. “El concepto de “valor negociable” y la aplicación en España de la cultura de la transparencia”. En *Estudios Jurídicos en Homenaje al profesor Aurelio Menéndez*. Vol. I. IGLESIAS PRADA, J. L. (Coord.). Edit. Civitas. Madrid, 1995. pág. 1198.

Reflexión que no es unánime. Así, una posición más restrictiva, la tiene GARCIA SANZ, para quien es aplicable este delito, sólo respecto a las sociedades que cotizan en bolsa, y no en aquellos casos en que las sociedades no cotizan en un mercado regulado⁴⁹⁹.

Hay razones, sin embargo, para entender que se trata de conceptos diferentes, porque distintas son las funciones que ambos términos desarrollan. La razón de la diferenciación radica, en efecto, en que la función llamada a cumplir por la noción de “valor negociable” es estrictamente normativa: delimitar el ámbito de aplicación de las normas del Derecho del mercado de valores; mientras tanto, el “valor mobiliario” constituye sólo una subcategoría descriptiva y con meros fines clasificatorios dentro de la categoría genérica de los títulos-valor. En realidad, el concepto relevante desde la perspectiva del régimen de Derecho privado aplicable a los derechos es el de “título-valor”. Es a esta idea a la que hace referencia el art. 51 LSA, cuando califica a las acciones como valores mobiliarios, en tanto se representen mediante títulos-valor o a través de anotaciones en cuenta. Las claves de esta noción se sitúan alrededor de la elaboración por el Derecho privado de una técnica (la famosa “incorporación del derecho en el título”), cuyo objeto es sustituir el régimen común aplicable al ejercicio y circulación de derechos, a través del expediente de “corporeizar” o “hacer cosa” el derecho patrimonial. Ello determina un régimen especial, similar al previsto para las cosas muebles, que resulta más ágil y protector del tráfico en materia de prueba de la titularidad (legitimación), así como en lo relativo al reparto de riesgos entre anterior titular y adquirente (legitimación), así como en lo relativo al reparto de riesgos entre anterior titular y adquirente (tutela jurídico-real que permite una adquisición *a non domino*), o a la distribución de excepciones oponibles por el deudor frente al adquirente del documento (tutela jurídico obligacional)⁵⁰⁰.

No lo creen así entre otros GALAN MUÑOZ, una vez que se constata que este delito puede castigar “falsedades” que se dirijan a producir efectos completamente ajenos a dicha negociación⁵⁰¹.

A nosotros, nos parece acertada la reflexión conducente a entender consumado el delito no sólo con las falsedades respecto a los valores que lleguen ciertamente a negociarse, sino que a tenor de lo prescrito en el art. 282 bis, y atendiendo a la *mens legislatoris* a los que estén en negociación.

⁴⁹⁸BONILLA PELLA, J.op.cit(estafa de inversores) pág. 275

⁴⁹⁹GARCIA SANZ, J. op.cit “La protección penal del mercado financiero”. pág. 59.

⁵⁰⁰RECALDE CASTELLS, A. op.cit (Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores). pág. 112.

⁵⁰¹GALAN MUÑOZ, A.op.cit(El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 135.

De ahí que es correcta la reflexión de MARTINEZ-BUJAN PEREZ para quien la utilización de expresión de valores negociados no implica que los valores se tengan que haber ya negociado o estar negociando en los mercados. Más que “valores negociados”, el legislador quería aludir a los valores negociables. De esta forma completaría su injusto aquella falsedad que se realizase con respecto a la emisión de los valores que determinaría la entrada en estos mercados⁵⁰².

En fin, las características de dicha conducta falsaria tienen que proceder de estas sociedades, fundamentalmente, como explica GALAN MUÑOZ de aquellas entidades que están obligadas a emitir, y difundir públicamente una información más detallada y constante sobre su situación económica por parte de quienes deben conocerla (sus administradores) y que consienten dichas falsedades, especialmente idóneas para poner en peligro los patrimonios del “amplísimo y difuso” colectivo de sujetos que este delito trata de proteger⁵⁰³.

Es decir, aquellos entonces que potencialmente pueden convertirse en inversores depositantes o financiadores de tales entidades.

Volviendo al tema del falseamiento de la información, ya hemos visto, que no es una opinión pacífica, pues para un sector de la doctrina parece que esta se produce en el momento en que los valores empezasen a ser negociados en el mercado de valores. Como explica GOMEZ MARTIN en el caso de los valores cotizados una vez han salido a Bolsa. En caso contrario el falseamiento sería atípico⁵⁰⁴.

Es preciso recordar que la ley del mercado de valores exige a las entidades emisoras de valores cotizados la publicación periódica de información económico-financiera, y la de los Hechos Relevantes, entendiéndose por tales aquellos que puedan influir en la cotización del valor⁵⁰⁵.

El legislador ha querido diferenciar entre sociedades emisoras de valores negociados en los mercados de valores organizados, y las que no lo son, pero entre los tipos de folletos u otra información que deban publicar con arreglo a la normativa del mercado de valores.

Sentado lo anterior, y en nuestro criterio, es irrelevante que los folletos se refieran a valores que van a ser negociados o no. Es decir, si el emisor de los valores es una sociedad que ha emitido ya valores admitidos a negociación en un

⁵⁰²MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(Estafa de inversores y de crédito)pág 130 y ss.

⁵⁰³GALAN MUÑOZ, A.op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 136.

⁵⁰⁴GOMEZ MARTIN, V.op.cit (Sabotaje informático, top manta, importaciones paralelas y fraude de inversores: ¿algunos exponentes de un nuevo derecho penal económico?). pág. 15 - 16.

⁵⁰⁵BONILLA PELLA, J. op.cit (estafa de inversores)pág. 2552. Y también BONILLA PELLA, J. op.cit (Fraude de inversores) pág. 6221.

mercado secundario, es indiferente que el folleto se refiera a valores que van a cotizar o no.

Son frecuentes los emisores que tienen unos valores cotizando y otros no, y es indudable que la información que se publica para unos afecta a los otros. Las sociedades que operan en los mercados no se limitan a hacer una emisión aislada, sino que recurren a los mercados de capitales de forma habitual y ese recurso puede hacerse a través de instrumentos financieros muy variados y no siempre cotizados, dependiendo de las necesidades del sujeto emisor y de las situación de los mercados financieros.

No se dice en el CP art. 282 bis redactado en la LO 5/2010 que los inversores a los que va referida la información –no sólo el folleto- falseada que se deba publicar lo sean en valores negociados en un mercado de valores. Mucho menos puede llegarse a esa conclusión respecto de los depósitos o de la financiación.

Por otro lado, si la sociedad que publica un folleto porque va a ofrecer al público unos valores no es una sociedad emisora de valores negociados en un mercado de valores, el falseamiento de la información contenida en el mismo no puede castigarse con arreglo al CP art. 282 bis redactado en la LO 5/2010. Esto tiene sentido, puesto que podrán verse afectados otros bienes jurídicos dignos de protección penal, pero desde luego no, el de la integridad de los mercados de valores a los que es ajena dicha sociedad⁵⁰⁶.

2.1 Algunas notas de interés para entender el sujeto activo analizado a través de los distintos tipos de mercados financieros

Mercados nacionales y extranjeros.

No es ni mucho menos impensable la existencia de una sociedad española con valores cotizados exclusivamente en un mercado de valores extranjero.

Sería el caso de la sociedad española “Telvent”, (Campofrío, Banco Santander) que cotiza en el NASDAQ americano y no en la Bolsa española, así como de emisores, no cotizados, de determinados tipos de deuda especiales como los bonos de alto rendimiento –también conocidos como “high yield”-, o ciertas clases de deuda subordinada o ligada a índices o derivados cuyos mercados naturales se encuentran fuera de España. Aunque la norma no hace distinciones y podría pensarse que la referencia a los mercados de valores abarca a mercados españoles y extranjeros. Nos resulta difícil conciliar el ámbito de protección de la norma con aquellos supuestos en los que exclusivamente se protegerían inversores en mercados extranjeros. De la misma manera puede plantearse el caso inverso de una sociedad extranjera con valores cotizados en mercados de

⁵⁰⁶ BONILLA PELLA, J. op.cit págs. 6217 -6218.

valores españoles. En estos casos, no hay problemas para la aplicación de la norma si se dan los demás elementos del “tipo”⁵⁰⁷.

Asimismo, debemos tener en cuenta el fenómeno de la internacionalización de los flujos de capital y la creación de un mercado único de servicios financieros, que ha llevado a la adopción de Directivas de armonización que afectan a la “emisión de valores”. Así, la Orden EHA/3357/2005 de 10 de noviembre y disposiciones complementarias en cuanto a los contenidos de los folletos, su publicación, su publicidad, etc ⁵⁰⁸.

Además de la internacionalización de los mercados de valores, un fenómeno que no podíamos obviar al tratar de los “sujetos activos” en la universalización de los propios intermediarios. Y así como explica PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, nos recuerda que el reglamento de la Unión Europea 1095/2010 de 24 de Noviembre, regula la autoridad europea de valores y mercados, que tiene a su cargo la supervisión de los mercados de instrumentos financieros⁵⁰⁹.

El mercado de valores es un sector altamente influido por las normas comunitarias en forma de “Directivas” que obligan a constantes modificaciones. Es importante reseñar el reconocimiento de los principios de libre establecimiento y libre prestación de servicios a los “operadores profesionales de los distintos sectores financieros, lo que les permite desarrollar sus actividades en los demás Estados de la Unión, directamente o mediante la apertura de sucursales, sin necesidad de obtener una nueva autorización de las autoridades del Estado al que vayan a extender su actividad⁵¹⁰.

Así, en concreto, destacamos la Directiva DSI (Directiva de Servicios de Inversión) que fue incorporada a nuestro Ordenamiento por la Ley 37/1998 de 16 de noviembre de reforma de la LMV. En la actualidad la DSI ha sido sustituida por la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril, relativa a los mercados e instrumentos financieros conocida como MIFID, acrónimo de Markets in Financial Instrument Directive⁵¹¹.

Emisiones a través de sociedades de vehículo.

Un supuesto frecuente en los mercados de valores lo constituye el caso de las sociedades que utilizan “sociedades vehículo” con propósito único de la emisión de valores que luego cotizan en un mercado de valores. En estos casos, resulta esencial para la colocación de los valores de información económico-

⁵⁰⁷ BONILLA PELLA, J. op.cit (Estafa de inversores) pág 276, N° 2536.

⁵⁰⁸ HIERRO ANIBARRO, S. op.cit (Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizados). pág. 312.

⁵⁰⁹ PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L. op.cit (Los mercados de valores). pág. 38.

⁵¹⁰ LOPEZ SANTANA, N. op.cit (Los protagonistas del tráfico desarrollado en los mercados de valores). págs. 78 - 79.

⁵¹¹ LOPEZ SANTANA, N. op.cit pág. 100.

financiera de la sociedad matriz que, en ocasiones, actúa como garante de la emisión frente a los suscriptores de los valores. Si la sociedad matriz es emisora por sí misma de otros valores negociados en un mercado secundario, la redacción del tipo permitiría sancionar a aquellos administradores que falsearan la información, de forma que se facilitara la colocación de los valores emitidos por la filial, ya que dicho falseamiento tendría como objetivo último la obtención de financiación, aunque fuera a través de un vehículo interpuesto.

En caso contrario, es decir, si la sociedad matriz no hubiese emitido directamente valores cotizados, el principio de legalidad, no permitiría sancionar a los administradores de la matriz, aun cuando se dieran los demás elementos del “tipo”⁵¹².

Ofertas públicas de venta. OPV

La colocación de valores entre el público puede hacerse por la propia sociedad emisora de los valores o por parte de un tercero que sea propietario de un paquete accionarial, dando lugar a las llamadas ofertas públicas de venta de valores (OPV) frente a las ofertas públicas de suscripción de valores (OPS).. Cuando se trata de colocación de valores emitidos por un tercero, el vendedor de los mismos tiene obligación de facilitar al mercado una información equiparable que está obligada a dar que emite los valores en una OPS. Sin embargo, parece difícil que los administradores del vendedor no emisor puedan quedar incluidos en el tipo: incluso en el supuesto que el vendedor fuese a su vez, de valores admitidos a negociación en un mercado secundario, la información que se facilita al mercado relativa a los valores que se pretenden colocar no estaría relacionada con los valores cotizados del vendedor⁵¹³.

De hecho no tendrán la consideración de oferta pública:

- a) Una oferta de valores dirigida exclusivamente a inversores cualificados.
- b) Una oferta de valores dirigida a menos de 150 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin incluir los inversores cualificados.
- c) Una oferta de valores dirigida a inversores que adquieran valores por un importe mínimo de 100.000 euros por inversor, para cada oferta separada.
- d) Una oferta de valores cuyo valor nominal unitario sea al menos 100.000 euros.
- e) Una oferta de valores por un importe total en la Unión Europea inferior a 5.000.000 euros, lo que se calculará en un periodo de 12 meses (art. 30 LMV).

Y asimismo es importante destacar que no se podrá realizar una oferta pública de venta o suscripción de valores sin la previa publicación de un folleto

⁵¹²BONILLA PELLA, J.op.cit (estafa de inversores) pág. 276, nº 2540.

⁵¹³BONILLA PELLA, J.op.cit pág 276, nº 2542.

informativo aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Reglamentariamente, se establecerán las excepciones a la obligación de publicar folleto en las ofertas públicas de venta o suscripción, en función de la naturaleza del emisor o de los valores, de la cuantía de la oferta o de la naturaleza o del número de los inversores a los que van destinados, así como las adaptaciones de los requisitos establecidos en la regulación de las admisiones que sean necesarios para las ofertas públicas (vide art. 30 LMV).

En conclusión, sentado lo anterior y como explicación clara y precisa del epígrafe que estudiamos habrá que distinguir por un lado la oferta pública de suscripción de valores y la de venta de valores. En el primer caso, los valores se emiten expresamente para ser adquiridos por el público inversor, mientras que en el segundo, los valores ya existían y el emisor se limita a ofrecerlos a los inversores, cambiando la titularidad⁵¹⁴.

Los criterios excluyentes para diferenciar cuando es una oferta pública de venta o una colocación privada de valores, es un criterio cuantitativo, como hemos visto supra, (art. 30 bis.1 párrafo 2º b) a, e) LMV y art. 38.1 párrafo 2º b) a, e).

Otro aspecto que debemos destacar en cuanto a la posibilidad de la “falsedad de la información” del art. 282 bis CP y su relación con estos instrumentos financieros, es que la “colocación” privada de valores no precisa de la publicación de un folleto informativo (art. 30 bis 1, párrafo 2º LMV). Si bien, el legislador exige la intervención de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión a efectos de la comercialización de los valores emitidos, si la oferta se dirige al público en general, empleando cualquier forma de comunicación publicitaria (art. 30 bis 1, párrafo 3 LMV)⁵¹⁵.

Sentado lo anterior entendemos que la “falsedad de la información...” en la comunicación al “público inversor” que falsee la información sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen *ad incertam personam*, lo cual pudiera conllevar la adquisición o suscripción de estos valores (art. 30 bis 1 párrafo I LMV y art. 38 párrafo I LMV).

Emisores por primera vez

El art. 282 bis sanciona solamente aquellos supuestos en los que la sociedad que busca captar los recursos del público es “emisora de valores negociados en los mercados de valores”. Lo que plantea, en principio, un problema interpretativo, y deja abierto un importante ámbito de atipicidad.

⁵¹⁴ HIERRO ANIBARRO, S.op.cit(Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizados) . pág. 312.

⁵¹⁵ HIERRO ANIBARRO, S. op.cit pág 314.

En cuanto al primero, que ya hemos anticipado al hablar del sujeto activo, cabría plantearse si las sociedades que acuden a los mercados por primera vez estarían cubiertas por la norma. Efectivamente, si utilizamos el supuesto paradigmático de las “salidas a Bolsa”, en el momento en el que se produce el falseamiento de la información no podría hablarse de una sociedad “emisora de valores negociados los mercados de valores”, ya que por definición, ese falseamiento se produce antes de la salida a Bolsa.

Lo mismo cabría decirse de cualquier forma de captación de recursos cuando la sociedad acuda por primera vez al mercado; emisiones de deuda, certificados de depósito, etc⁵¹⁶.

En conclusión, a nuestro parecer lo que no tenemos que olvidar es que por un lado en la emisión de valores su admisión y/o negociación en un mercado secundario oficial requiere de previa autorización administrativa (art. 25.1) Sin embargo si se requieren unos requisitos de idoneidad en el emisor y en los valores que se emiten (arts. 8 y 9 RD 1310/2005).

A nuestro juicio, lo que hará difícil la falsedad en la información económica (vide art. 282 bis Código Penal) será que para la negociación de los “valores”, debe registrarse en la CNMV, los documentos cumpliendo los requisitos legales, y la exigencia de un folleto informativo, que asimismo deberá publicarse (art. 26 LMV).

Así, se explica que el folleto informativo se convierte en la pieza central de la oferta pública de suscripción o venta de valores, lo que explica HIERRO ANIBARRO que la ley haga mención expresa a que no se podrá realizar una oferta pública, sin la previa publicación de un folleto informativo aprobado por la CNMV (art. 30 bis.2 LMV). Como explica el autor citado, el hecho que la ley contemple distintos momentos de aprobación del folleto no significa que exista un folleto informativo de oferta pública y un folleto informativo de admisión. El folleto es el mismo, sólo que es diferente el momento en que la ley exige su publicación. En un caso, con carácter previo a la oferta pública (art. 30 bis.2 LMV) y en el otro con anterioridad a la admisión a negociación (art. 26.1 e) LMV⁵¹⁷).

Entendemos, que la aprobación por la CNMV del folleto en cuestión, y el cumplimiento de los requisitos legales para su negociación, hará difícil contemplar la falsedad de la información económica contenida en los citados folletos. (Referencia a la descripción de las características, riesgos, condiciones de la oferta, etc.).

⁵¹⁶BONILLA PELLA, J. op.cit (estafa de inversores) pág. 277, nº 2542.

⁵¹⁷HIERRO ANIBARRO, S. op.cit (Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizados). pág. 315.

En relación a las informaciones sobre negocios futuros.

Aquí, la falsedad punible, no sería por tanto la de los negocios futuros que no se han materializado; sino de los hechos presentes. En cualquier caso, como explica BONILLA PELLA un criterio a tener en cuenta es el de la mayor o menor concreción de la información, ya que informaciones muy genéricas, cercanas a eslóganes publicitarios, aquéllas que manifiestamente carecen de respaldo fáctico, difícilmente pueden inducir a invertir a un inversor medio y, por tanto, deben quedar excluidas del ámbito penal. Lo mismo podría decirse de las meras declaraciones de intención o propósitos generales de alcanzar una u otra meta⁵¹⁸.

En todo folleto de emisión hay un apartado que advierte de una serie de riesgos que corre el inversor en los activos emitidos. Probablemente, haya una advertencia relativa a la imposibilidad de predecir los flujos financieros futuros de la compañía, lo que reforzaría la imposibilidad de perseguir penalmente a una compañía o a sus administradores por predicciones poco acertadas.

2.2 Tipología de inversores en Derecho Español

El artículo 39 del RD 1310/2005, recoge una tipología de inversores conforme a la cual pueden distinguirse fundamentalmente en opinión de VALMAÑA OCHAITA⁵¹⁹:

Inversor pequeño o no profesional, también conocido como “público no especializado” o “average investor” en la terminología anglosajona.

Inversor cualificado (“Accredited or sophisticated investor”). Concepto acuñado en la Directiva 2003/71/CE, en el que se integran diferentes tipos de inversores como las anteriores categorías de inversores institucionales, profesionales y también las personas físicas a las que se presupone conocimientos sobre cuestiones financieras.

En concreto, el artículo 39 RD 1310/2005 señala que: “Inversores cualificados y registro de inversores cualificados. 1. A los efectos de lo dispuesto en el artículo 30 bis. 1. A) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, se considerarán inversores cualificados a las siguientes personas o entidades:

Personas jurídicas autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros, incluyendo: entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas, compañías de seguros, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, intermediarios autorizados de derivados de

⁵¹⁸BONILLA PELLA, J. op.cit (Fraude de inversores)pág. 568, 6224.

⁵¹⁹ VALMAÑA OCHAITA, M. op. cit. (Protección penal del inversor). pág. 11. .

materias primas, así como entidades no autorizadas o reguladas cuya única actividad sea invertir en valores.

Gobiernos nacionales y regionales, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otras organizaciones internacionales similares.

Otras personas jurídicas que no sean pequeñas y medianas empresas.

Personas físicas residentes en el Estado español que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversor cualificado y que cumplan al menos dos de las tres condiciones siguientes: 1ª. Que el inversor haya realizado operaciones de volumen significativo en los mercados de valores con una frecuencia media de al menos 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores. 2ª. Que el volumen de la cartera de valores del inversor sea superior a 500.000 euros. 3ª. Que el inversor trabaje o haya trabajado por lo menos durante un año en el sector financiero desempeñando una función que exija conocimientos relativos a la inversión en valores.

Pequeñas y medianas empresas que tengan su domicilio social en el Estado español y que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversor cualificado (...). La importancia de distinguir entre estas modalidades de inversores trasciende al ámbito de lo puramente dogmático ya que existen diferencias de régimen jurídico concretas. Estas diferencias se justifican en el hecho de que la protección que el ordenamiento jurídico ofrece al inversor de las normas del Derecho del Mercado de Valores no tiene que ser homogénea para todas las modalidades de inversor. Así, existen ciertos inversores que gozan de una capacidad informativa notable que puede proceder de su condición de profesional del sector, de su capacidad económica o de cualquier circunstancia (por ejemplo, entidades públicas), que les sitúe en una posición de acceso a la información relevante sobre la inversión que permita su autoprotección. En definitiva, en estos casos no se produciría un desequilibrio contractual entre el emisor/inversor como cuando éste no tiene la condición de inversor cualificado⁵²⁰.

⁵²⁰ VALAMAÑA OCHAITA, M. op. cit. (*Protección penal del inversor*). pág. 11. UCLM, 2008. Uno de los preceptos más importantes en los que se plasma el diferente régimen jurídico aplicable al inversor medio y al cualificado, es el artículo 30 bis LMV cuyos antecedentes se encuentran en los artículos 6 y 7 del anterior RD 291/1992, ya derogado, y en el que se recogen las excepciones a la obligación de publicar un folleto informativo con ocasión de una oferta pública de valores. El artículo 30 bis LMV recoge como excepciones a la obligación de publicar el folleto por no tratarse de ofertas públicas: “a) las dirigidas exclusivamente a inversores cualificados; b) las dirigidas a menos de 100 personas físicas o jurídicas sin incluir a los cualificados; c) las dirigidas a inversores que adquieren valores por un mínimo de 50.000€ por inversor para cada oferta separada; d) una oferta cuyo valor nominal unitario sea al menos de 50.000€; e) ofertas de valores por importe inferior a 2.500.000€, cuyo límite se calculará en un periodo de 12 meses”. En definitiva, pues, el legislador considera que es principalmente el inversor medio el destinatario de la protección vía información sin perjuicio de que indirectamente el inversor cualificado también se beneficie de esa información. Sin embargo, la tutela ofrecida a través de mecanismos como la responsabilidad civil derivada del folleto en los casos en que existan falsedades, inexactitudes u

En otro orden de consideraciones y en relación con el sujeto activo del delito de publicidad engañosa del art. 282; y refiriéndonos al asunto del “sujeto activo” en el artículo 282; podemos añadir también una razón más, para entender que el tipo básico del párrafo 1º del art. 282 bis, incluye en el folleto de emisión, la publicidad “falsa”. Sería el hecho que el sujeto activo del tenor del art. 282 que habla de fabricantes y/o comerciantes resulta de difícil encaje en la estafa de inversión. Pensemos en sociedades cotizadas y/o empresas de servicios de inversión y restantes intermediarios financieros. Que naturalmente, solo en una interpretación extensiva de los aludidos vocablos (fabricantes y/o comerciantes) cupiera entenderse incluida.

Así podríamos forzar la interpretación y decantarnos por una explicación expansiva del concepto referido, y trayendo a colación la Directiva 2006/114 sobre publicidad engañosa y/o publicidad comparativa, y en concreto el art. 2, en relación al término “comerciante” (persona física o jurídica que actúe con un propósito relacionado con su actividad económica...), equipararlo al término empresario. En este caso, pudiéramos incluir en el supuesto de hecho, empresas en el sentido más “extensivo”, sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de Carteras, ya que son “empresas de servicios de inversión” etc.

3. Cuando el sujeto activo del artículo 282 bis es una persona jurídica (artículo 31 bis).

Se trata de un delito especial propio en el que los posibles sujetos activos del delito son los administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores, pero también quienes actúen en su nombre y representación, conforme a lo establecido en el art. 31 CP⁵²¹.

Por tanto, es posible que además del administrador de hecho o de derecho, responda directamente la persona jurídica o empresa (art. 31 bis)⁵²².

omisiones relevantes en el contenido del folleto informativo de ofertas públicas, que es el principal instrumento informativo de estas operaciones, excluiría a los inversores cualificados en la medida que la ley no considera que éstos sean los destinatarios de dicho folleto tal y como se desprende del mencionado artículo 30 bis LMV, (los considera ofertas privadas en el mercado de valores).

⁵²¹FARALDO CABANA, P.op.cit (Art. 282 bis)pág. 1089.

⁵²²El nuevo art. 31 bis del Código Penal que afirma:

“1. En los supuestos previstos en este código, las personas jurídicas serán penalmente responsables de los delitos cometidos en nombre o por cuenta de las mismas, y en su provecho, por sus representantes legales y administradores de hecho o de derecho. En los mismos supuestos, las personas jurídicas serán también penalmente responsables de los delitos cometidos, en el ejercicio de actividades sociales y por cuenta y en provecho de las mismas, por quienes, estando sometidos a la autoridad de las personas físicas mencionadas en el párrafo anterior, han podido realizar los hechos por no haberse ejercido sobre ellos el debido control atendidas las concretas circunstancias del caso.

2. La responsabilidad penal de las personas jurídicas será exigible siempre que se constate la comisión de un delito que haya tenido que cometerse por quien ostente los cargos o funciones aludidas en el apartado anterior, aún cuando la concreta persona física responsable no haya sido individualizada o no haya sido posible dirigir el procedimiento contra ella. Cuando como consecuencia de los mismos hechos se impusiere a ambas la pena de multa, los jueces o tribunales modularán las respectivas cuantías, de modo que la suma resultante no sea desproporcionada en relación con la gravedad de aquéllos.

3. La concurrencia, en las personas que materialmente hayan realizado los hechos o en las que los hubiesen hecho posibles por no haber ejercido el debido control, de circunstancias que afecten a la culpabilidad del acusado o agraven su responsabilidad, o el hecho de que dichas personas hayan fallecido o se hubieren sustraído a la acción de la justicia, no excluirá ni modificará la responsabilidad penal de las personas jurídicas, sin perjuicio de lo que se dispone en el apartado siguiente (...).”

A partir de julio de 2015 ha quedado reformado el artículo correspondiente a la responsabilidad penal de las personas jurídicas: artículos 31bis, ter, quáter y quinquies.

Con la Reforma se modifica el artículo 31 bis, que queda redactado como sigue:

Artículo 31 bis:

- 1) En los supuestos previstos en este código, las personas jurídicas serán penalmente responsables:
 - a) De los delitos cometidos en nombre o por cuenta de las mismas, y en su beneficio directo o indirecto, por sus representantes legales o por aquellos que actuando individualmente o como integrantes de un órgano de la persona jurídica, están autorizados para tomar decisiones en nombre de la persona jurídica u ostentan facultades de organización y control dentro de la misma.
 - b) De los delitos cometidos, en el ejercicio de actividades sociales y por cuenta y en beneficio directo o indirecto de las mismas, por quienes, estando sometidos a la autoridad de las personas físicas mencionadas en el párrafo anterior, han podido realizar los hechos por haberse incumplido gravemente por aquellos los deberes de supervisión, vigilancia y control de su actividad atendidas las concretas circunstancias del caso.
- 2) Si el delito fuere cometido por las personas indicadas en la letra a) del apartado anterior, la persona jurídica quedará exenta de responsabilidad si se cumplen las siguientes condiciones:
 - 1º el órgano de administración ha adoptado y ejecutado con eficacia, antes de la comisión del delito, modelos de organización y gestión que incluyen las medidas de vigilancia y control idóneas para prevenir delitos de la misma naturaleza o para reducir de forma significativa el riesgo de su comisión;
 - 2º la supervisión del funcionamiento y del cumplimiento del modelo de prevención implantado ha sido confiada a un órgano de la persona jurídica con poderes autónomos de iniciativa y de control o que tenga encomendada legalmente la función de supervisar la eficacia de los controles internos de la persona jurídica;
 - 3º los autores individuales han cometido el delito eludiendo fraudulentamente los modelos de organización y de prevención y
 - 4º no se ha producido una omisión o un ejercicio insuficiente de sus funciones de supervisión, vigilancia y control por parte del órgano al que se refiere la condición 2º.En los casos en que las anteriores circunstancias solamente puedan ser objeto de acreditación parcial, esta circunstancia será valorada a los efectos de atenuación de la pena.
 3. En las personas jurídicas de pequeñas dimensiones, las funciones de supervisión a que se refiere la condición 2º del apartado 2 podrán ser asumidas directamente por el órgano de administración. A estos efectos, son personas jurídicas de pequeñas dimensiones aquéllas que, según la legislación aplicable, estén autorizadas a presentar cuenta de pérdidas y ganancias abreviada.
 4. Si el delito fuera cometido por las personas indicadas en la letra b) del apartado 1, la persona jurídica quedará exenta de responsabilidad si, antes de la comisión del delito, ha adoptado y ejecutado eficazmente un modelo de organización y gestión que resulte adecuado para prevenir delitos de naturaleza del que fue cometido o para reducir de forma significativa el riesgo de su comisión.
En este caso resultará igualmente aplicable la atenuación prevista en el párrafo segundo del apartado 2 de este artículo.
 5. Los modelos de organización y gestión a que se refieren la condición 1º del apartado 2 y el apartado anterior deberán cumplir los siguientes requisitos:
 - 1º. Identificarán las actividades en cuyo ámbito puedan ser cometidos los delitos que deben ser prevenidos.
 - 2º Establecerán los protocolos o procedimientos que concreten el proceso de formación de la voluntad de la persona jurídica, de adopción de decisiones y de ejecución de las mismas con relación a aquéllos.
 - 3º Dispondrán de modelos de gestión de recursos financieros adecuados para impedir la comisión de los delitos que deben ser prevenidos.

El autor debe reunir la condición de administrador de hecho o de derecho, siendo posible también que responda directamente la persona jurídica o empresa (art. 31 bis)⁵²³.

Con esta concepción estricta no podríamos incluir a los “intermediarios financieros” que cometiesen estas conductas⁵²⁴.

4º Impondrán la obligación de informar de posibles riesgos e incumplimientos al organismo encargado de vigilar el funcionamiento y observancia del modelo de prevención.

5º Establecerán un sistema disciplinario que sancione adecuadamente el incumplimiento de las medidas que establezca el modelo.

6º Realizarán una verificación periódica del modelo y de su eventual modificación cuando se pongan de manifiesto infracciones relevantes de sus disposiciones, o cuando se produzcan cambios en la organización, en la estructura de control o en la actividad desarrollada que los haga necesarios.

⁵²³ Resulta una lectura interesante en este punto el notable y excelente artículo de MARIN DE ESPINOSA CEBALLOS, E. “La responsabilidad penal de las personas jurídicas: El caso Bankia”. En *La Ley penal*, nº 102. Mayo-Junio, 2013. La ley 3019/2013. págs. 748/19. Explica la autora en la querrela se acusa a la persona jurídica Bankia, pero no por el delito del art. 282 bis resultando llamativa la omisión en la querrela del art. 282 bis, ya que la valoración jurídica, como se afirma en el propio Auto, “no puede hacerse sino en función de los hechos como son alegados en la querrela, y no de los que resulten acreditados, porque, si averiguarlos es el objeto del proceso, su verificación no puede convertirse en presupuesto de la incoación”.

En la querrela, como se ha señalado, se acusa por un presunto delito de estafa del artículo 248 (La Ley 3996/1995) y, sin embargo, en el Auto no acusa por este delito, detectándose la omisión del delito del artículo 282 bis (La Ley 3996/1995) (16). De ello se puede deducir que, a juicio del Magistrado-Juez, los hechos permitirían ser calificados como un delito específico de estafa de inversiones del artículo 282 bis (La Ley 3996/1995) (17) y no por el delito de estafa genérica del artículo 248 (La Ley 3996/1995) como se había acusado en la querrela, aunque ambas figuras admiten la responsabilidad penal de las personas jurídicas.

El artículo 282 bis (La Ley 3996/1995) se ha incorporado en la penúltima reforma del Código Penal español por la LO 5/2010 de 22 de junio (La Ley 13038/2010) (18). Este nuevo precepto contempla un supuesto específico de estafa, aunque se encuentra ubicado fuera del capítulo de la estafa genérica, situándose entre los delitos contra el mercado y los consumidores, y va referido expresamente a “sociedades emisoras de valores negociados en los mercados de valores”. El artículo 282 bis (La Ley 3996/1995) sanciona una nueva modalidad de fraude a los consumidores y pretende dar protección a los inversores en el mercado de valores. De esta manera, el legislador ha regulado expresamente la figura de estafa financiera y de crédito (19), configurándose como un delito especial porque solo pueden ser sujetos activos los administradores de hecho o de derecho de la sociedad. Este delito es una figura híbrida, “a medio camino entre las defraudaciones y las falsedades documentales” (20), cuya acción consiste en falsear la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión de cualquier instrumento financiero o de las informaciones que la sociedad debe publicitar y difundir de acuerdo con la legislación del mercado de valores, lo que puede realizarse ofreciendo datos falsos, ocultando u omitiendo informaciones relevantes (21), es decir, falsificando un documento que refleje la situación jurídica o económica de la sociedad y, todo ello, ya se encuentra previsto y penado en el artículo 290 (La Ley 3996/1995). Además mediante un engaño materializado en la falsificación de la información, que debe figurar en el folleto de emisión de instrumentos financieros, se consigue producir error bastante en el inversor, generando un acto de disposición patrimonial en perjuicio propio o de un tercero, acción ésta que también está prevista como un delito de estafa en los artículos 248 y ss.. Hay un intenso debate doctrinal sobre cuál debe ser la relación concursal que debe existir entre el artículo 248 (La Ley 3996/1995) y el artículo 282 bis (La Ley 3996/1995) (22). El tipo subjetivo requiere el conocimiento de la falsedad de la información y, también, el propósito de captar inversores o depositantes, el de colocar cualquier activo financiero o el de obtener financiación por cualquier medio, aunque no se consiga, ya que se describe como un delito de peligro abstracto porque, si, además, se obtiene el perjuicio se apreciará el tipo agravado del párrafo segundo del art. 282 bis (La Ley 3996/1995) (23).

⁵²⁴ RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E. op.cit (En *Comentario al artículo 282 bis*), pág. 624. Asimismo, GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 134.

Se critica la consideración técnica del administrador de hecho⁵²⁵, y algunos de *lege ferenda* advierten de la necesidad de crear dos delitos comunes que cumpliesen con su función⁵²⁶.

Sin embargo para otro sector doctrinal, esta delimitación del posible autor de este delito, está en sintonía con las exigencias normativas extra penales referidas a la emisión de este tipo de informaciones que sólo puede ser realizado, por quien tiene capacidad legal de obligar a la sociedad a la que están referidas⁵²⁷.

El concepto de administrador de hecho o de derecho para el Derecho Penal ha sido ampliamente debatido por doctrina y jurisprudencia, como hemos analizado desde el punto de vista doctrinal (*supra*, en el epígrafe correspondiente).

Baste aquí decir, en términos generales, y de forma muy sucinta que administrador de derecho es quien administra la sociedad en virtud de un título jurídico válido, mientras que el administrador de hecho es, para el Derecho Penal, quien, no siendo administrador de derecho, actúa como tal, vinculando a la sociedad con sus decisiones material y efectivamente.

En fin, pueden entenderse por administradores de derecho aquellos que, habiendo sido designados conforme a las normas legales y estatutarias por el órgano social competente, han aceptado dicha designación y la misma ha sido debidamente inscrita en los oportunos registros públicos. Concretado así de modo genérico el contorno conceptual de la figura del administrador de derecho debe advertirse, en cuanto a la estructura, que el órgano de administración de una sociedad puede ser colectivo o individual pudiendo adoptar, incluso, la forma de persona jurídica.

Habida cuenta de las formalidades requeridas legalmente para poder ser considerado como administrador de derecho, dicha figura, a priori, es perfectamente reconocible e identificable en el tráfico jurídico. En efecto, basta acudir al correspondiente Registro para conocer la identidad concreta de la persona(s) física(s) o jurídica a la que se le encomienda las funciones relacionadas al cargo de administrador. Quizá sea por este motivo por el que la inclusión del administrador de derecho como posible sujeto activo de los delitos societarios parece no suscitar excesivos problemas dogmáticos, pues incluso en sede de prueba se perfila como una figura de fácil reconocimiento. Sin embargo, debe destacarse ya a estas alturas de la investigación que el mero hecho de poder ser identificado como administrador de derecho no es suficiente para calificar la

⁵²⁵MARTINEZ-BUJAN PEREZ, Cop.cit.(*Estafa de inversores y de crédito* pág). 124

⁵²⁶PUNTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.)pág. 72.

⁵²⁷En este sentido, GALAN MUÑOZ, A.op.cit(El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 134. Y MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis).pág. 896.

participación de dicho sujeto en tales delitos a título de autoría. Sobre esta cuestión volveré más adelante⁵²⁸.

En concepto de sociedad debe entenderse, lógicamente, con el alcance amplio previsto en el CP art. 297, aun cuando éste se refiera al Capítulo que regula los delitos societarios.

En cuanto al concepto de sociedad “emisora de los valores”, el legislador ha optado, de forma coherente con el bien protegido, por restringir el comportamiento sancionable de las sociedades que hayan emitido valores negociados en un mercado de valores, concepto más amplio que el de sociedades cotizadas que, lógicamente, quedan incluidas en el tipo.

Sólo se refiere el art. 282 bis, a administradores de sociedades emisoras de valores negociados en los mercados de valores. En fin, sólo con respecto a aquéllos es punible la conducta de falsear la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros o las informaciones cuya publicación y difusión exige la legislación del mercado de valores. Todo ello, además, debe haberse realizado dolosamente con el propósito de captar inversores o depositantes, de colocar activos financieros o de obtener financiación⁵²⁹.

Resulta necesario analizar las funciones que cumple la noción de “valor regresable” dentro del mercado de valores y así precisar qué características deben predicarse de un valor negociable.

Conviene, por tanto, analizar la definición de valor negociable del R.D. 291/1992, una definición que se estructura en tres fases: en primer lugar contiene una enumeración positiva de los “instrumentos financieros” calificados como valores negociables; a continuación una lista de aquéllos que no merecen aquel calificativo y, por último, una cláusula de cierre.

Advierte RECALDE CASTELLS que la lista de valores negociables que el Reglamento sobre ofertas públicas de valores que califica como tales es abierta, dado que, junto a los mencionados en el art. 2.1 R. D. 291/1992, comprende a menudo figuras “similares” o “análogas⁵³⁰”.

Entre los valores enunciados en el art. 2.1 se incluyen en primer lugar aquellos clásicos valores mobiliarios que atribuyen a su titular el derecho de participación en una persona jurídica –acciones emitidas por una sociedad

⁵²⁸FERNANDEZ BAUTISTA, S.op.cit(*El administrador de hecho y de derecho. Aproximación a los delitos con restricciones en sede de autoría*). págs. 278-280.

⁵²⁹SILVA SANCHEZ, J. M. /ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit (Eldelito de estafa de inversiones)pág. 392.

⁵³⁰RECALDE CASTELLS, A. op.cit (Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores). pág. 120.

anónima (pero también por una comanditaria por acciones, a las que supletoriamente se aplica el régimen de las anónimas *ex art. 152 Ccom*)-, así como las cuotas participativas de Cajas de Ahorro y de la Confederación Española de Cajas de Ahorro. Se trata de valores cuyo régimen jurídico está en otras normas –por ejemplo, para las acciones en la LSA, para las cuotas participativas en el R.D 664/1990-, destacando, al lado de otras consideraciones, su caracterización como “valores mobiliarios”. Estrictamente esto debe entenderse en el sentido del sometimiento al régimen de los títulos-⁵³¹valor o al de las anotaciones en cuenta en lo que al ejercicio y transmisión del derecho representado se refiere (vid., entre otros, art. 51, 56, 58, 158.3 LSA; el art. 1.1 R. D. 664/1990 califica las cuotas participativas de las Cajas como “*valores negociables nominativos*”)⁵³².

Por tanto, es posible que además del administrador de hecho o de derecho, responda directamente la persona jurídica o empresa (art. 31 bis)⁵³³.

⁵³¹RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORÓN LERMA, E. op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores) pág. 313.

⁵³²RECALDE CASTELLS, A.op.cit (Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores). pág. 121.

⁵³³El nuevo art. 31 bis del Código Penal que afirma:

“1. En los supuestos previstos en este código, las personas jurídicas serán penalmente responsables de los delitos cometidos en nombre o por cuenta de las mismas, y en su provecho, por sus representantes legales y administradores de hecho o de derecho. En los mismos supuestos, las personas jurídicas serán también penalmente responsables de los delitos cometidos, en el ejercicio de actividades sociales y por cuenta y en provecho de las mismas, por quienes, estando sometidos a la autoridad de las personas físicas mencionadas en el párrafo anterior, han podido realizar los hechos por no haberse ejercido sobre ellos el debido control atendidas las concretas circunstancias del caso.

2. La responsabilidad penal de las personas jurídicas será exigible siempre que se constate la comisión de un delito que haya tenido que cometerse por quien ostente los cargos o funciones aludidas en el apartado anterior, aún cuando la concreta persona física responsable no haya sido individualizada o no haya sido posible dirigir el procedimiento contra ella. Cuando como consecuencia de los mismos hechos se impusiere a ambas la pena de multa, los jueces o tribunales modularán las respectivas cuantías, de modo que la suma resultante no sea desproporcionada en relación con la gravedad de aquéllos.

3. La concurrencia, en las personas que materialmente hayan realizado los hechos o en las que los hubiesen hecho posibles por no haber ejercido el debido control, de circunstancias que afecten a la culpabilidad del acusado o agraven su responsabilidad, o el hecho de que dichas personas hayan fallecido o se hubieren sustraído a la acción de la justicia, no excluirá ni modificará la responsabilidad penal de las personas jurídicas, sin perjuicio de lo que se dispone en el apartado siguiente (...).”

A partir de julio de 2015 ha quedado reformado el artículo correspondiente a la responsabilidad penal de las personas jurídicas: artículos 31bis, ter, quáter y quinquies.

Con la Reforma se modifica el artículo 31 bis, que queda redactado como sigue:

Artículo 31 bis:

- 3) En los supuestos previstos en este código, las personas jurídicas serán penalmente responsables:
 - c) De los delitos cometidos en nombre o por cuenta de las mismas, y en su beneficio directo o indirecto, por sus representantes legales o por aquellos que actuando individualmente o como integrantes de un órgano de la persona jurídica, están autorizados para tomar decisiones en nombre de la persona jurídica u ostentan facultades de organización y control dentro de la misma.
 - d) De los delitos cometidos, en el ejercicio de actividades sociales y por cuenta y en beneficio directo o indirecto de las mismas, por quienes, estando sometidos a la autoridad de las personas físicas mencionadas en el párrafo anterior, han podido realizar los hechos por haberse incumplido gravemente por aquellos los deberes de supervisión, vigilancia y control de su actividad atendidas las concretas circunstancias del caso.

Efectivamente el art. 288 del Código Penal indica que: “Cuando de acuerdo con lo establecido en el art. 31 bis una persona jurídica sea responsable de los delitos recogidos en este capítulo, se le impondrán las siguientes penas (...)”. Es decir, se admite que las personas jurídicas puedan ser sujetos activos del delito, por lo que resulta de aplicación el nuevo art. 31 bis del Código Penal.

De esta manera, uno de los supuestos contemplados en el Código Penal de responsabilidad penal de las personas jurídicas es el art. 282 bis del Código

-
- 4) Si el delito fuere cometido por las personas indicadas en la letra a) del apartado anterior, la persona jurídica quedará exenta de responsabilidad si se cumplen las siguientes condiciones:
- 1º el órgano de administración ha adoptado y ejecutado con eficacia, antes de la comisión del delito, modelos de organización y gestión que incluyen las medidas de vigilancia y control idóneas para prevenir delitos de la misma naturaleza o para reducir de forma significativa el riesgo de su comisión;
 - 2º la supervisión del funcionamiento y del cumplimiento del modelo de prevención implantado ha sido confiada a un órgano de la persona jurídica con poderes autónomos de iniciativa y de control o que tenga encomendada legalmente la función de supervisar la eficacia de los controles internos de la persona jurídica;
 - 3º los autores individuales han cometido el delito eludiendo fraudulentamente los modelos de organización y de prevención y
 - 4º no se ha producido una omisión o un ejercicio insuficiente de sus funciones de supervisión, vigilancia y control por parte del órgano al que se refiere la condición 2º.
- En los casos en que las anteriores circunstancias solamente puedan ser objeto de acreditación parcial, esta circunstancia será valorada a los efectos de atenuación de la pena.
3. En las personas jurídicas de pequeñas dimensiones, las funciones de supervisión a que se refiere la condición 2º del apartado 2 podrán ser asumidas directamente por el órgano de administración. A estos efectos, son personas jurídicas de pequeñas dimensiones aquellas que, según la legislación aplicable, estén autorizadas a presentar cuenta de pérdidas y ganancias abreviada.
4. Si el delito fuera cometido por las personas indicadas en la letra b) del apartado 1, la persona jurídica quedará exenta de responsabilidad si, antes de la comisión del delito, ha adoptado y ejecutado eficazmente un modelo de organización y gestión que resulte adecuado para prevenir delitos de naturaleza del que fue cometido o para reducir de forma significativa el riesgo de su comisión.
- En este caso resultará igualmente aplicable la atenuación prevista en el párrafo segundo del apartado 2 de este artículo.
5. Los modelos de organización y gestión a que se refieren la condición 1º del apartado 2 y el apartado anterior deberán cumplir los siguientes requisitos:
- 1º. Identificarán las actividades en cuyo ámbito puedan ser cometidos los delitos que deben ser prevenidos.
 - 2º Establecerán los protocolos o procedimientos que concreten el proceso de formación de la voluntad de la persona jurídica, de adopción de decisiones y de ejecución de las mismas con relación a aquéllos.
 - 3º Dispondrán de modelos de gestión de recursos financieros adecuados para impedir la comisión de los delitos que deben ser prevenidos.
 - 4º Impondrán la obligación de informar de posibles riesgos e incumplimientos al organismo encargado de vigilar el funcionamiento y observancia del modelo de prevención.
 - 5º Establecerán un sistema disciplinario que sancione adecuadamente el incumplimiento de las medidas que establezca el modelo.
 - 6º Realizarán una verificación periódica del modelo y de su eventual modificación cuando se pongan de manifiesto infracciones relevantes de sus disposiciones, o cuando se produzcan cambios en la organización, en la estructura de control o en la actividad desarrollada que los haga necesarios.

Penal, por lo que el art. 31 bis resulta aplicable a las sociedades mercantiles que cometan este ilícito penal. ¿Supone esto que la persona física queda excluida de responsabilidad, porque ya se va a imputar y sancionar a la persona jurídica? No creemos que esto sea lo pretendido por el legislador, porque, como dice el art. 31 del Código Penal, el que actúe como administrador de hecho o de derecho de una persona jurídica, o en nombre o representación legal o voluntaria de otro, responderá personalmente (...). Lo que ocurre entonces es que no sólo los administradores de hecho o de derecho de las empresas pueden ser penalmente responsables por el delito cometido; sino también las propias empresas que difunden la información económico-financiera falsa pueden ser sujetos activos del delito, que de cara a la actuación procesal deberá nombrar un representante legal, con poder especial de representación, al margen del abogado y procurador (art. 775 Lecrim , en el procedimiento abreviado, deberá designar dicho representante, entendiéndose la lectura de derechos y la información de los hechos objeto de la denuncia o querrela con el abogado en caso de que no fuere designado representante especial) ⁵³⁴.

En conclusión, que sean responsables asimismo las personas jurídicas, como hemos dicho supra, esta posibilidad la ofrece el art. 31 del CP precepto que permite, en el marco de los delitos especiales, considerar autor de un delito a un sujeto que realiza la acción típica sin reunir las condiciones propias del sujeto activo cualificado. Se recoge aquí la denominada institución del “actuar en lugar de otro”, que debe ser adecuadamente interpretada con base en criterios materiales: la atribución de la condición de autor al sujeto no cualificado se fundamenta en que está ocupando la misma posición, en relación con el bien jurídico protegido, que tiene el sujeto designado en el tipo. Si el castigo de estas conductas de falsedad en el mercado de valores se justifica por el peligro que suponen para el amplio y difuso colectivo de potenciales inversores, es evidente que tal fundamentación no sólo concurre cuando la falsedad proviene del administrador de la sociedad emisora del documento, sino también cuando es realizada por aquellos intermediarios que pretenden captar inversores en este mismo mercado. Por tanto, con base en el citado artículo 31, sería factible considerar autores o partícipes en el delito del artículo 282 bis a esta última categoría de sujetos⁵³⁵.

Quedan por tanto excluidas del tipo penal las sociedades que no hayan emitido valores cotizados de ninguna clase; pero no las que, aun no siendo cotizadas (es decir, aquellas cuyas acciones no coticen en una Bolsa de Valores), hayan emitido otro tipo de valores que estén siendo negociados en un mercado de valores. El caso más frecuente sería el de las Cajas de Ahorros: aunque no son entidades cotizadas, prácticamente todas han emitido valores representativos de

⁵³⁴MORALES GARCIA, O. “La persona jurídica ante el derecho y el proceso penal”. *Homenaje al Profesor Juan Luis Iglesias Prada/Extraordinario2011*. <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3202/documento/art18.pdf?id=3347>. pág 145.

⁵³⁵PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág 69-70

deuda para financiarse (obligaciones, cédulas hipotecarias, participaciones preferentes etc.) que se negocian en el mercado de valores de renta fija, AIAE.

El concepto de administrador de derecho es común para el Derecho mercantil. En cambio, el concepto de administrador de hecho en el ámbito penal tiene rasgos propios, pues será todo aquel que realice de forma efectiva funciones de administración y deba garantizar la veracidad de la información en el momento en que se esté realizando este tipo de operaciones⁵³⁶.

El hecho de circunscribir el ámbito de los sujetos activos a los administradores de hecho y/o derecho configura la estructura como un delito especial propio, en el que los sujetos activos, solo pueden serlo administradores de hecho y/o derecho de una sociedad emisora de valores negociados en el mercado financiero.

No obstante en el supuesto de fraude de inversores es difícilmente imaginable un supuesto en el que quien trate de captar inversores o quien trate de obtener créditos no sea al menos administrador de hecho, tal y como exige el art. 282 bis CP cuando se refiere a administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores, por lo que el autor actuaría al margen de un deber extrapenal propio, convirtiendo al delito en un delito especial o de infracción de deber, cuestión que en otros delitos económicos resulta más complicado determinar⁵³⁷.

El sujeto activo tiene que ser un administrador de hecho y/o derecho de una sociedad emisora de valores negociables en el mercado de valores que falsea una información que la sociedad está obligada a publicar y a difundir a tenor de la legislación del mercado de valores. Tales sociedades lo mismo pueden ser españolas como extranjeras. Deben ser entidades emisoras, explican SILVA SANCHEZ, ROBLES PLANAS y GOMEZ-JARA DIEZ que puede presentarse un problema en relación con la sociedad matriz de aquella que efectúe la emisión. En la medida que desde la matriz se controlen las características falsarias de la emisión realizada por la filial. Se responsabilizará a sus

⁵³⁶ GARCIA SANZ, J. op.cit (La protección penal del mercado financiero). pág. 57; la STS 59/2007, de 26 de enero, en relación al delito del art. 290 CP declara “en la concepción de administrador de hecho no ha de estarse a la formación del nombramiento, de acuerdo a la respectiva modalidad societaria, ni a la jerarquía del entramado social, sino a la realización efectiva de funciones de administrador”.

⁵³⁷ ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit (*Los delitos bursátiles*). pág. 203; Para GONZALEZ GUERRA, C.M. “La protección penal del derecho a la verdad sobre la información empresarial. Espacios de riesgo penalmente irrelevante en el delito de falsedad en documentos sociales”. En *¿Libertad económica o fraudes punibles? Riesgos penalmente relevantes e irrelevantes en la actividad económico-empresarial*. SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit (*El delito de estafa de inversiones*) pág 393. También CASTRO MORENO, A. *El delito societario de administración desleal (art. 295 CP)*, Edit. Marcial Pons. Madrid, 1998. pág. 211 y ss. Sobre la posibilidad de delegar estas funciones o por ejemplo los problemas de imputación de un *controller*, MONTANER FERNANDEZ, R. *Gestión empresarial y atribución de responsabilidad penal. A propósito de la gestión medioambiental*. Edit. Atelier. Barcelona, 2008. pág. 165.

administradores de hecho o de derecho de dicha matriz, que en tanto administradores de ella pueden ser considerados administradores de hecho de la filial. (p.ej: “Caso Bankia”, salió a Bolsa con la ayuda de su matriz BFA⁵³⁸).

Y así como explica MARTINEZ-BUJAN PEREZ, con todo, hay que partir de la base de que en el art. 282 bis las especiales características de autoría concurren personalmente en lo que es ya un representante de la sociedad, esto es, el administrador de hecho o de derecho, por lo que, en principio, no será necesario acudir a la cláusula general del art. 31 del CP para trasladar a la persona física las características de autoría concurrentes en la persona jurídica, dado que el hecho se imputará directamente al administrador que actúa como representante. La cláusula general del art. 31 CP entraría en juego únicamente cuando el administrador fuese una persona jurídica⁵³⁹.

Es decir, el art. 31 bis CP resulta aplicable a las sociedades mercantiles que comentan ese ilícito penal, cuando ellas mismas fuesen administradoras entonces se imputarían a ellas, a través de su representante legal con poder especial.

Y como bien nos explica PRAT WESTERLINDH lo que ocurre entonces es que no solo los administradores de hecho o de derecho de las empresas pueden ser penalmente responsables por el delito cometido, sino también las propias empresas que difunden la información económico-financiera falsa pueden ser sujetos activos del delito. No olvidemos que las sanciones aplicables a las personas jurídicas que cometen hechos delictivos pueden ser la suspensión de actividades, la prohibición de realizar actividades en cuyo ejercicio se haya cometido, favorecido o encubierto el delito (la negociación bursátil, por ejemplo), la inhabilitación para obtener subvenciones y ayudas públicas, o la intervención judicial de la empresa (arts. 129 (La Ley 3996/1995) y 33.7 (La Ley 3996/1995) del Código Penal⁵⁴⁰).

⁵³⁸SILVA SANCHEZ, J. M. op.cit, (El delito de estafa de inversores (art. 282bis)). pág. 395. Sobre el concepto de administrador de sociedades mercantiles, tanto de derecho como de hecho, existe abundante literatura mercantil. Véase MARTINEZ SANZ, F. “Los administradores responsables”. En La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles. ROJO, A. y BELTRAN, E. ((dir)s.). Edit. Tirant lo Blanch, 5ª Edit.. Valencia, 2013. págs. 55 y ss. Y fundamental el trabajo ya examinado en el Capítulo de los Sujetos Activos de GOMEZ BENITEZ, J.M. op.cit (Administradores de hecho y de derecho). pág. 146; y también FERRE OLIVE, J.C. en el análisis del trabajo sobre aquellos que poseen fácticamente el poder societario o el dominio social sin haber cumplido los requisitos para ser administradores. Su trabajo es “Sujetos responsables en los delitos societarios”. VV.AA. en *Revista Penal*. Edit. Praxis. Nº 1 Año 1998. pág. 22.

⁵³⁹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito (El art. 282 bis Código Penal)*). Tirant lo Blanch. Valencia, 2012. págs. 136 y 138; también del mismo autor *Derecho penal económico*. pág. 348 y ss.

⁵⁴⁰PRAT WESTERLINDH, C. op.cit (Estafa de inversores). pág. 2 y 3 de 12. En este sentido, que las personas jurídicas puedan ser penalmente responsables de estos delitos MESTRE DELGADO, E. “Tema 13. Delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico”. En *Derecho penal, parte especial*. (dir) LAMARCA PEREZ, C. Edit. Colex. Madrid, 2001. pág. 390.

La adopción de éstas “consecuencias accesorias” del delito debe ser cuidadosamente analizada y considerada por el órgano judicial que las puede imponer, porque están en juego cuestiones tan importantes como los derechos económicos de los accionistas, la actividad laboral de los trabajadores de la empresa, o el prestigio económico y comercial de la entidad. Pensemos el supuesto de una sociedad mercantil relativamente saneada (por ejemplo, que tenga suficientes activos pero no convertibles fácilmente en dinero) que difunde información económica falsa con el objeto de obtener dicho efectivo para pagar crédito adeudados de próximo vencimiento. No cabe duda que los administradores que difundieron la información falsa deben responder penalmente, así como la empresa. Ahora bien, en este caso ¿sería admisible la imposición de la pena accesoria de suspensión de actividades mercantiles a la empresa infractora? Quizá esta sanción sea excesiva por cuanto los efectos que provoca la suspensión de las actividades comerciales de la empresa ocasionarían unas consecuencias indirectas nada despreciables, tales como la desaparición de puestos de trabajo, la realización de ventas “forzadas” de los bienes de la empresa, etc. Por ello, el régimen sancionatorio que podría adoptar el tribunal debe ser cuidadosamente valorado por éste.

Como explica MARTINEZ-BUJAN PEREZ el art. 31 bis impone un “hecho de conexión” con la actuación de una persona física a través de una doble vía: la primera se contiene en el párrafo 1º del apartado 1 del art. 31 bis conforme a la cual la responsabilidad penal de las personas jurídicas surge cuando sus representantes legales y administradores de hecho o de derecho cometan delitos en nombre o por cuenta de las mismas, y en su provecho. La segunda vía de responsabilidad la explica el autor, como consecuencia de la *culpa in vigilando* (no haber ejercido el debido control⁵⁴¹ ...)

Se critica en cuanto a los criterios de imputación, que el tenor del art. 31 bis no resulta compatible con el principio de responsabilidad por hecho propio. Se explica con razón que la responsabilidad penal de las personas jurídicas no puede basarse en una simple traslación de los de las personas físicas, so pena de incurrir en una responsabilidad por hecho ajeno⁵⁴². MORILLAS CUEVA, analizando el auto de la AP de Jaén 20/2012 de 26 de enero, llega a la misma conclusión, explicando que para ello se requiere atender, además, a exigibles criterios de imputación o atribución de responsabilidad penal. Esto lleva a dos importantes consideraciones: a) ni basta ser administrador para recibir la transferencia de responsabilidad; b) ni siquiera es necesario ser formalmente administrador para poder recibirla. Desde semejante perspectiva, reitera la

⁵⁴¹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa). pág. 589 y 590. También MORALES PRATS, F. “La responsabilidad penal de las personas jurídicas (art. 31 bis)”. En *La reforma penal de 2010: Análisis y Comentarios*. QUINTERO OLIVARES, G. (dir.). Edit. Aranzadi. Thomson Reuters- Cizur Menor, Navarra, 2010. pág. 55.

⁵⁴² MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa). pág. 591. También y por todos CARBONELL MATEU, J.C./MORALES PRATS, F. “Responsabilidad penal de las personas jurídicas”. En *Comentarios a la reforma penal de 2010*. ÁLVAREZ GARCÍA, F.J./GONZÁLEZ CUSSAC, J.L. Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2010. pág. 318 y ss.

posición mayoritaria de la jurisprudencia, que es inaceptable la posibilidad de confundir la extensión del ámbito de sujetos que pueden responder a título de autores, con las reglas de la imputación, objetiva y subjetiva, de responsabilidad penal porque ello provocaría una inaceptable responsabilidad objetiva por el cargo⁵⁴³.

Y el mismo autor sobre la responsabilidad directa, critica la responsabilidad criminal que desarrolla el artículo 31 bis que pretender ser una responsabilidad directa sin subordinación a las personas físicas⁵⁴⁴. Cuando el tipo utiliza frases como “las personas jurídicas serán plenamente responsables de los delitos cometidos(...)”, está abonando esta precisión. Tal consideración lleva como derivación a un planteamiento autónomo e independiente, además de acumulativo, en su aplicación con respecto a la tradicional responsabilidad penal de las personas físicas, con la que no aparece vinculada ni es una alternativa de ésta para dejarla, en determinados casos, sin aplicación.

En dicho sentido, es esclarecedor, continúa el autor, el contenido del número 2 del artículo 31 bis que concreta la responsabilidad penal de aquellas siempre que constate la comisión de un delito cometido por quién ostente los cargos o funciones aludidos en el número 1, aunque la concreta persona física responsable no haya sido individualizada o no haya sido posible dirigir el procedimiento contra ella. Igualmente el número 3 de dicho artículo es otra base sustentadora de semejante opinión. En él se consigna la posibilidad de concurrencia en los sujetos físicos de imputación-personas que materialmente hayan realizado los hechos o en las que hubieran hecho posibles por no haber ejercido el debido control- de circunstancias que afecten a la culpabilidad del acusado o agraven su responsabilidad, o el hecho de que dichas personas hayan fallecido o se hubieren sustraído a la acción de la justicia, que no excluirá o modificará la responsabilidad penal de las personas jurídicas, sin perjuicio de sus propias circunstancias atenuantes señaladas en el número 4⁵⁴⁵.

Por su parte, el párrafo 2º del art. 288 contiene una nueva redacción, que proviene de la reforma llevada a cabo por la LO 5/2010. Se trata de uno de los supuestos de la parte especial en que expresamente se prevé la responsabilidad

⁵⁴³ MORILLAS CUEVA, L. “La cuestión de la responsabilidad penal de las personas jurídicas”. *Revista Anales de Derecho*. Número 29. 2011. pág 23. ISSN:1989-5992

⁵⁴⁴ MORILLAS CUEVA, L. Op cit. (la cuestión de la responsabilidad penal, de las personas jurídicas) pág 27. Citando a DOPICO GÓMEZ-ALLER. “Responsabilidad de las personas jurídicas”. *Memento experto, Reforma penal 2010*”. Edit Francis Lefebvre. Madrid.2010. pág 12-13. ZUGALDIA ESPINAR, J.M ...Fundamentos cit págs. 582-583. Carbonell Mateu, sin embargo, matiza que la reforma parece adoptar un camino intermedio entre la responsabilidad directa de las personas jurídicas por el hecho propio y el de la traslación de responsabilidad derivada del hecho cometido por personas físicas como consecuencia de “defectos de organización”. CARBONELL MATEU, J.C (*Responsabilidad penal de las personas jurídicas*). pág 31.

⁵⁴⁵ MORILLAS CUEVA, L. op.cit (La cuestión de la responsabilidad penal de las personas jurídicas) pág 27-28.

penal de una persona jurídica, cuando, “de acuerdo con lo establecido en el art. 31 bis”, ésta “sea responsable de los delitos recogidos en este Capítulo”⁵⁴⁶.

En fin se prevé la responsabilidad de la sociedad emisora (persona jurídica) si se dan como hemos visto los requisitos del art. 31 bis.

En palabras de BONILLA PELLA cuando el delito se haya cometido por su cuenta y en su nombre y provecho por sus representantes legales o administradores de hecho o de derecho; o bien; cuando exista una organización deficiente que no haya permitido controlar a los empleados sometidos a la autoridad de representantes legales, administradores de hecho o de derecho, siempre que aquellos empleados hayan cometido el delito en ejercicio de las actividades sociales y por cuenta y en provecho de la sociedad emisora⁵⁴⁷.

Siguiendo el razonamiento de este autor, el art. 282 bis, es un delito de naturaleza mixta en el que la mera infracción del deber será insuficiente en todo caso para integrar el tipo delictivo, y en el que a decir de MORALES GARCIA en cambio habrá que admitir la posibilidad de castigar al sujeto no cualificado que asume fácticamente las funciones de dirección material efectiva de la sociedad emisora⁵⁴⁸.

De la misma opinión concluye MORILLAS CUEVA, que dicha comisión ha de realizarse en nombre o por cuenta de las susodichas personas jurídicas y en su beneficio- ello significa que la actuación se ha de producir dentro del marco de las funciones y competencias de los sujetos ejecutantes dentro de la empresa y en provecho de aquella. Y el mismo autor, citando a DOPICO GÓMEZ-ALLER distingue entre provecho en sentido directo, como manera de obtener un beneficio empresarial e indirecto, como un ahorro de costes a sabiendas o siendo consciente que incrementa el riesgo de un resultado delictivo⁵⁴⁹, y respecto a las personas físicas actuantes han de ser representantes legales de la persona jurídica o administradores de hecho o de derecho- la representación se extenderá a todos los actos comprendidos en el objeto social delimitado en los Estatutos (Ley de Sociedades Anónimas)⁵⁵⁰.

⁵⁴⁶ MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa) pág. 399. A tal efecto, este precepto establece dos grupos de delitos, asignando penas distintas a cada uno de ellos, en función de la pena asignada a la persona física. El legislador de la LO 5/2010 se olvidó del delito del art. 284, que no figuraba en ninguno de los dos grupos, olvido que fue corregido por la LO 3/2011, que incluyó la referencia al art. 284 entre las referencias a los arts. 282 bis y 286 bis.

⁵⁴⁷ BONILLA PELLA, J. op.cit (Fraude de inversores) pág. 580; en la misma línea GONZALEZ RUS, J.J.op.cit (Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones). pág. 606, también opina que la persona jurídica puede ser sujeto activo de este delito.

⁵⁴⁸ MORALES GARCÍA, O.op.cit(Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 238; también NIETO MARTIN, A.op.cit(*Nociones fundamentales de Derecho Penal*). pág. 492; y HURTADO ADRIAN, A. op.cit (La estafa de inversores y/o crédito (art. 282 bis))pág. 198.

⁵⁴⁹ DOPICO GÓMEZ-ALLER, J. “Responsabilidad de las personas jurídicas”. *Memento Experto, Reforma penal 2010*. Edit. Francis Lefebvre. Madrid. 2010. pág 18.

⁵⁵⁰ MORILLAS CUEVA, L. op.cit (La cuestión de la responsabilidad penal de las personas jurídicas).pág 29.

En conclusión y como muy bien nos explica MARTINEZ-BUJAN PEREZ, en otras palabras, la infracción del deber extrapenal específico es ciertamente un elemento integrante del tipo objetivo y, por consiguiente, delimita el círculo de sujetos activos, pero no fundamenta exclusivamente el injusto, con lo cual la determinación de la autoría no sólo exige la presencia de tal infracción del deber, sino además la atribución del ulterior (o ulteriores) requisito típico con arreglo al criterio del dominio social sobre la vulnerabilidad del bien jurídico. Asimismo, en este delito no será irrelevante la mayor o menor entidad de la aportación de cada interviniente en el hecho a efectos de caracterizar la autoría⁵⁵¹.

En este delito especial, el sujeto activo, lo es, como hemos visto, el administrador de hecho y/o derecho de una sociedad emisora de valores, y en tal sentido el campo de actuación como nos dice el art. 27.2 LMV en el que el “*folleto deberá ser suscrito por persona con poder para obligar al emisor de los valores*”, tras lo cual es claro que se refiere en el ámbito de la “autoría”, tanto al administrador de derecho como de “hecho”. Es decir, todos aquellos que asumen la gestión y la responsabilidad. Y como explica MORALES GARCIA participan con plenos poderes en la elaboración del contenido de la información, que será aquél en el cual el inversor basará su juicio de idoneidad de la inversión⁵⁵².

Así las cosas tiene razón MENDOZA BUERGO cuando explica que los administradores son sujetos obligados por deberes extrapenales impuestos por la LMV, que se infringen al realizar la conducta tipificada en el art. 282 bis⁵⁵³.

Se admita también que las personas jurídicas pueden ser consideradas sujeto activo de este delito a través de la aplicación del art. 31 bis CP (como hemos visto supra). Y en este sentido tiene razón CARREÑO AGUADO, en segundo lugar, la falta de unanimidad acerca del contenido material de la noción de administrador, en un contexto de progresivo aumento de la complejidad de la morfología societaria, amenaza con permitir la entrada de cada vez más figuras a las que considerar administradores “de hecho” (administradores funcionales⁵⁵⁴).

Estos escollos resultan salvables si la dicotomía *intraneus vs. extraneus* se combate a través de una propuesta de tipificación que *real y expresamente* remita la configuración material del tipo a instancias extra-penales del ámbito de la autorregulación.

⁵⁵¹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito* pág). 138.

⁵⁵²MORALES GARCÍA, O.op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 239.

⁵⁵³MENDOZA BUERGO, B. op.cit (Delitos patrimoniales, delitos contra el mercado –art. 282 bis CP)pág. 1212

⁵⁵⁴CARREÑO AGUADO, J. *El tratamiento jurídico penal de la inveracidad en la información social. Un propuesta de revisión del art. 290 CP*. La Ley, 2013. pág. 479; también véase MANZANARES SAMANIEGO, J.L. “Los administradores y los altos cargos directivos en el Código Penal”. En *Actualidad Penal*, nº 13/24. 30 de marzo de 1.997. pág. 290.

El régimen de autoría se cohonesta con lo dispuesto en el art. 27.2 de la LMV en cuanto a las exigencias en la emisión del folleto. El citado precepto establece que el folleto será suscrito por quien tenga poder bastante para obligar al emisor de los valores. Como dice MORALES GARCIA esa capacidad de obligar al emisor, será normalmente ejercida por el administrador o por, quien no siéndolo, no obstante dispone un poder de tal naturaleza como para comprometer nada menos que la suscripción del folleto, es decir, que se estará comportando como administrador de hecho, tendrá la posición de garante ⁵⁵⁵.

Pero el contenido del concepto administrador de hecho, ampliamente desarrollado en el seno de los delitos societarios, encuentra en este ámbito elementos extrapenales de referencia para concretar su alcance. Tanto la LMV como el reglamento de desarrollo contienen disposiciones específicas sobre los sujetos responsables del folleto. En efecto, el artículo 28 LMV (como hemos examinado) responsabiliza al emisor, al oferente y a la persona que solicita la admisión a negociación en los mercados regulados, así como a los administradores de estos últimos, de la información que contiene el folleto, al tiempo que la extiende al garante de los valores sobre la parte que le corresponde sobre la información que debe elaborar. Finalmente, se extiende administrativamente la responsabilidad hasta la entidad directora (la que recibe el mandato de dirigir las operaciones de la oferta) respecto de las labores de comprobación a las que viene obligada reglamentariamente y, a modo de cierre, sobre todos aquellos que han asumido responsabilidad expresamente por el contenido del folleto, siempre que ello se haya hecho constar en él y las que no estando incluidas hayan autorizado el folleto.

En nuestra opinión, a tenor de lo prescrito en el art. 28 LMV las personas responsables de los que habla el precepto, lo son quienes, efectivamente asumen facultades materiales en la citada sociedad emisora; es decir, con funciones de vinculación por sus actos hacia la entidad societaria. No lo son los intermediarios de la información económico-financiera.

Así el art. 35 LMV llama la atención la omisión de los administradores de sociedades cuyo objeto es la intermediación financiera (sin emitir ellas mismas los valores con los que negocian). Es cierto que, en algún supuesto, con respecto a éstos podrán configurarse estructuras de participación punible en el delito del art. 282 bis; aunque como “*extranei o cooperador necesario*” y, por tanto, en

⁵⁵⁵MORALES GARCÍA, O.op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 318; también MORALES GARCÍA, O.op.cit (Art. 282 bis Código penal)pág. 896 y 897. A su juicio todos los citados en la LMV y en el reglamento de desarrollo podrán ser considerados administradores de hecho de la sociedad por su relación con el contenido y función del folleto. Todas ellas, directa o indirectamente, participan con plenos poderes en la elaboración de su contenido, que será aquel en el cual el inversor basará su juicio de idoneidad de la inversión. En definitiva, se trata de determinar si quienes ejercen facultades ejecutivas sobre la definición del folleto, pero no sobre otros aspectos de la vida de la sociedad emisora, podrán ser considerados administradores de hecho o incluso de derecho, en función del alcance del poder. La cuestión no es baladí; puesto que el tipo penal se limita al administrador de hecho o de derecho de la sociedad emisora de valores.

principio sujetos a la cláusula de atenuación del art. 65.3. Pero, por lo demás, las conductas realizadas por tales intermediarios no tienen otro abordaje que el del delito de estafa común (art. 248 y, en cierta medida, el del art. 290⁵⁵⁶).

La conducta del sujeto activo debe perseguir la captación de inversores y/o colocación de activos para integrar la infracción del art. 282 bis.

Como dicen RODRIGUEZ PUERTA/MORON LERMA la estructura es la de un delito mutilado en dos actos. La primera de las acciones típicas consiste en falsear la información económica-financiera dirigida a ser publicitada o difundida. La segunda de las acciones viene integrada por la presencia de un elemento subjetivo del injusto, a saber, la finalidad de obtener irregularmente inversiones o depósitos, de colocar activos financieros o de conseguir financiación a través, por ejemplo, de subvenciones⁵⁵⁷.

III. SUJETOS PASIVOS

1. Consideración en torno a la determinación del sujeto pasivo

En cuanto al sujeto pasivo, como explica GONZALEZ RUS, “*serían los inversores, depositantes, adquirentes de los activos financieros o acreedores, destinatarios finales de los folletos o información falseada. En definitiva “consumidores” de los mercados de valores*”. El legislador ha querido que la conducta sólo sea punible cuando suponga un peligro real para los intereses económicos de los demás intervinientes en el mercado de valores⁵⁵⁸.

En conclusión, para este delito, solo puede serlo la comunidad social o financiera, es decir el mercado en su conjunto y no ninguna persona o entidad en concreto. Estamos, como dice QUERALT JIMENEZ, ante un interés tan colectivo como difuso fruto de una nueva tendencia incriminatoria, incluso en fase muy embrionaria de peligro⁵⁵⁹.

El sujeto pasivo de la modalidad de conducta prevista en el primer párrafo tiene carácter difuso, pues se trata del colectivo de participantes en el mercado de valores. Por su parte, sujetos pasivos de los tipos agravados son los inversores, depositantes, adquirentes y acreedores. Ahora bien, ha de tenerse presente que dentro de ese colectivo se encuentran muchos sujetos, normalmente personas jurídicas, que tienen conocimientos superiores a los del hombre medio ideal, por

⁵⁵⁶SILVA SANCHEZ, J. M. /ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit (El delito de estafa de inversiones) pág 392. Todos sujetos responsables administrativamente del folleto y que no son administradores de la sociedad emisora deberán ser caracterizados, como partícipes en el hecho delictivo.

⁵⁵⁷RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E. op.cit (Estafa de inversores)pág. 314.

⁵⁵⁸GONZALEZ RUS, J.J. op.cit (Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones). pág. 605.

⁵⁵⁹QUERALT JIMENEZ, J.op.cit(*Derecho penal Español. Parte especial*).. Epígrafe 23

dedicarse profesionalmente a la intermediación en el mercado de valores (inversores profesionales o sophisticated investors). Me refiero a entidades financieras en general, sociedades gestoras de carteras, etc. Ello deberá tenerse en cuenta a la hora de analizar el nivel de peligrosidad que cabe exigir al engaño para que pueda integrar la conducta típica. Por lo demás, en ambas modalidades, la básica y la agravada, se tutela también a la comunidad en su conjunto, también el bien jurídico como la funcionalidad del documento en el tráfico mercantil⁵⁶⁰.

En fin, el sujeto pasivo solo puede serlo la comunidad social o si se quiere la financiera, es decir, el mercado en su conjunto y no ninguna persona o entidad en concreto; estamos ante un interés tan colectivo como difuso, fruto de la nueva tendencia incriminatoria, incluso en fase muy embrionaria de peligro, de ataques aparentes a la comunidad, que son ataques a los patrimonios individuales. Téngase en cuenta, por otro lado, algo que sólo puede ser enunciado aquí, como la *autoprotección* y la *autopuesta en peligro* de la víctima⁵⁶¹.

Sea como fuere lo que es evidente es que el “sujeto pasivo” del art. 282 bis Código Penal, lo serían los inversores, depositantes, adquirentes de los activos financieros o acreedores, destinatarios finales de los folletos o información falseada. En definitiva, “consumidores” de los mercados de valores⁵⁶².

En contra para MARTÍNEZ-BUJAN PEREZ el sujeto pasivo del tipo básico del art.282 bis será la comunidad en general y no el grupo colectivo difuso de los inversores , depositantes, adquirentes o acreedores, mencionados en el párrafo 2º, y termina explicando que en sintonía con la dimensión pluriofensiva del bien jurídico, habrá que admitir entonces también un doble sujeto pasivo en el tipo cualificado del párrafo 2º del art. 282 bis: de un lado, la sociedad en general, como en el tipo básico; de otro lado, y aquí sí, el grupo colectivo difuso de los inversores, depositantes, adquirentes o acreedores que resulten perjudicados⁵⁶³.

2. ¿Son los inversores consumidores de productos financieros?

Por lo que se refiere al primero de los problemas, el de si un inversor puede ser considerado un consumidor que, en este caso, lo sería de productos financieros, no ha sido un problema sencillo de resolver, al menos, hasta la vigencia de la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación. En este sentido, la Ley 26/1984, de 19 de julio, Ley General para

⁵⁶⁰FARALDO CABANA, P.op.cit (Art. 282 bis) pág. 1087.

⁵⁶¹QUERALT JIMENEZ, J.op.cit (*Derecho penal Español. Parte especial*). Epígrafe 23.

⁵⁶²GONZALEZ RUS, J.J. op.cit (Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones) pág. 606.

⁵⁶³MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*)págs. 84-85.

la Defensa de los Consumidores y Usuarios, en su art. 1.2, fórmula una noción concreta de consumidor, definiendo éste como toda persona física o jurídica que adquiere, utiliza o disfruta como destinatario final, de bienes muebles o inmuebles, productos, servicios, actividades o funciones, cualquiera que sea la naturaleza pública o privada, individual o colectiva de quienes los producen, facilitan, suministran o expiden. Conforme a este concepto, hay serias dificultades para que a un inversor se le pueda considerar un consumidor, ya sea porque lo que realmente hace el inversor es colocar su capital, pero no ahorrar o consumir los excedentes de sus economías⁵⁶⁴.

Ya porque teniendo en cuenta que un atributo esencial de los valores negociables es, precisamente, su negociabilidad, la idea de destinatario final del producto o servicio, incluida como característica del concepto consumidor se critica que encaja mal con el concepto de inversor⁵⁶⁵.

Sin embargo, hemos de concluir (como hemos visto con anterioridad) a favor una interpretación expansiva, tanto del concepto consumidor, así como de la noción de “comerciantes o fabricantes”, del art. 282 CP (que no deja de ser una terminología decimonónica, obsoleta, y que a tenor de la realidad social vigente, debe imponerse una exegesis correctora). Así no podrán quedar excluidos sectores de servicios profesionales en el ámbito de la intermediación financiera, en la terminología del “sujeto activo” del citado art. 282 –comerciantes o fabricantes-. Y entender de *lege lata* que también se refiere a empresarios y por lo tanto y salvando las distancias, los inversores como posibles consumidores de “productos” financieros.

Así como explica PORTERO HENARES más preciso técnicamente y actual en la legislación comercial. Coincide con otro sector doctrinal en que podría haberse diseñado con un delito general utilizando la expresión “el que...” o “los que...” como sucede en la regulación penal de la publicidad en Alemania y en Estados Unidos⁵⁶⁶.

Por otra parte el inversor es el destinatario del folleto informativo. Tras la aparición de las Directivas Europeas y de su adaptación al Derecho interno mediante la reforma de la LMV y el RD 1310/2005, puede decirse que superada la terminología tradicional ahora se hable además del inversor tradicional, del “cualificado”, que actuará como concepto genérico contrapuesto al de inversor medio o no profesional⁵⁶⁷.

⁵⁶⁴ SANCHEZ ANDRES, A. op.cit (Las cláusulas de blindaje societario con especial referencia a las sociedades cotizadas).pág. 35

⁵⁶⁵ FERNANDEZ PEREZ-TAPIA HERMIDA, citados por ROSAL BLASCO op.cit. (Agresión penal, publicidad engañosa). pág. 1185.

⁵⁶⁶PORTERO HENARES, M. op.cit (Protección penal del consumidor) <http://www.cienciaspenales.net>

⁵⁶⁷ Véase Directiva 2003/71/CE y VALMAÑA OCHAITA, M. “Distintos aspectos del Régimen sobre el folleto en supuestos de OPV o admisión a cotización” *Directiva 2003/1/CE del Parlamento y del Consejo RDS n° 23/04*. pág. 89. También el Informe FESCO: Implementation of article 11 of the ISD

Permitida que el mismo previamente hubiese realizado, ya que ello supondría admitir una suerte de “*versari in re illicita*” con respecto a la producción de dichos daños completamente incompatible con el principio de culpabilidad.

categorization of the investors for the purpose of conduct of business rules. Marzo, 2002. Y también GARRIDO, J.M. *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*. Zaragoza, 2002. págs. 135 y 136.

CAPITULO IV.

CONDUCTA TÍPICA Y OBJETO MATERIAL

I. CONDUCTA TÍPICA

1. Cuestiones Preliminares

La conducta tiene que ser falsaría en relación a los datos económicos financieros contenidos en los documentos de emisión de instrumentos financieros (folletos de emisión) como en las informaciones sobre los recursos y actividades de la sociedad pública difundidas conforme a la legislación del mercado de valores. Tales informaciones han de estar dirigidas al público en general, posibles inversiones o depositantes, y en función de las cuales los inversores toman decisiones. El término folletos de emisión, aunque puede parecer limitado a los publicados en papel, puede y debe abarcar a los que se difunden en formato digital. También la conducta falsaria puede abarcar supuestos de emisión de información dada en principio la limitación de modalidades falsarías a las del CP art. 392, que excluía la referida a la narración de hechos. Tal misión o el retraso de la misma constituye una infracción conforme a la LMV⁵⁶⁸.

El CP en el art. 290 sanciona el falseamiento de la información económica de la sociedad de forma apta para causar un perjuicio económico a la misma. El art. 282 bis, por su parte, se refiere al falseamiento hecho con el propósito de capturar recursos en cualquiera de las formas previstas en el mismo.

En realidad con independencia de que todas las modalidades de estafa cupieran en el tenor liberal del art. 290 CP; lo que no puede negarse es que tras la inclusión en el CP del art. 282 bis, la punibilidad de las conductas de fraude de inversión queda más clara. El art. 282 bis puede considerarse, como explica SILVA SANCHEZ, una ley especial frente al art. 290⁵⁶⁹.

El tipo introduce un elemento subjetivo en su injusto, lo que supondrá que la falsedad, no tiene nexo causal con el perjuicio económico; sino solo “aparece” cuando la falsedad se lleve a cabo con la intención de captar el inversor y/o depositante. De ahí que, como dice FARALDO CABANA, se convierta así a dichos valores y a su posible afección, en el referente esencial del ataque propio de su injusto, y por tanto en el verdadero interés o bien jurídico que su prohibición y castigo trataría de proteger.

Solo, en nuestra opinión, “se castiga el engaño” (en el art. 282 bis) que comporte una falsedad incluso la meramente “ideológica” y que esta falsedad debe ser objetivamente idónea para causar un perjuicio económico.

⁵⁶⁸MENDOZA BUERGO B. op.cit, (falsedad de información económico financiera para inversiones pág 1086 n° 11999 (2011). También la misma autora op.cit, (falsedad de información económica financiera para inversiones), (2016) pág 1290 n°11999.

⁵⁶⁹SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit (El delito de estafa de inversiones)pág. 391.

Y por ello, como explica GALAN MUÑOZ, el legislador se ha decidido a desvincular el injusto típico del fraude de inversores de cualquier referencia objetiva o subjetiva a la efectiva o potencial producción de la lesión patrimonial ajena. Y así ha centrado toda la carga del ataque patrimonial propio en el hecho de que se lleve a cabo con el fin de obtener la cesión voluntaria de activos patrimoniales por parte de sus posibles víctimas⁵⁷⁰.

El legislador además de tipificar por un lado el delito de estafa junto con otros como la falsedad en documento social del art. 290 CP, o el de alteración en el precio de las cosas 284 CP, ha seguido, como explica GALAN MUÑOZ, el mandato “europeo incriminador”, y ha introducido la nueva figura del art. 282 bis con la finalidad de proteger a dichos sujetos frente a algunos de los engaños a los que podrían enfrentar⁵⁷¹.

Como se puede comprobar, es el primer párrafo de este artículo el que contiene la descripción general de la conducta típica propia de este delito, llamando poderosamente la atención que la misma tan solo venga a castigar aquellas falsedades que se realicen sobre “...la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros o las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros”⁵⁷².

En concreto, nuestro legislador ha buscado dicho objetivo estableciendo que cuando se emitan valores con el fin de negociarlos en un mercado secundario (art. 26 LMV), su emisión se tendrá que acompañar de un folleto informativo, de cuya información al menos responderán “...el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado secundario oficial y los administradores de los anteriores” (art. 28.1 LMV) y que necesariamente contendrá “...toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherente a tales valores” (art. 27 LMV); obligación que, además, se completa por otras, como las contenidas en los art. 35, 35 bis u 82 LMV, que también exigen a dichos sujetos que difundan, posteriormente y con carácter periódico, determinadas informaciones actualizadas referidas a la situación económica de la entidad.

En conclusión, en el art. 282 bis, no se precisa el elemento de la idoneidad propio de la estafa y que también se contempla en el art. 290 CP para la falsificación de cuentas o documentos que deban reflejar la situación económica

⁵⁷⁰GALAN MUÑOZ, A. op.cit, (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 138.

⁵⁷¹GALAN MUÑOZ, A. op.cit, págs. 126 - 127.

⁵⁷²GALAN MUÑOZ, A. op.cit, págs. 127- 128 - 129.

o jurídica de la sociedad. De ahí que explica con razón MORALES GARCÍA, la anterior no se exige en el art. 282 bis que busca el fortalecimiento de las estructuras de los mercados a los que se dirige. De manera tal, y con ello se vuelve al inicio de este argumento, que la obtención de la inversión no es requisito necesario para la consumación, ni tampoco excluirá la tipicidad la circunstancia de que la inversión obtenida llegue a ser neutra o incluso económicamente rentable. Piénsese en la hipótesis, a título de ejemplo, en que como consecuencia de la exageración de la información reflejada en el folleto se obtiene un mayor flujo de inversión, lo que permite, precisamente, obtener una rentabilidad que de otro modo y con menor flujo de inversión nunca habría sido posible⁵⁷³.

La falsedad lo mismo puede ser la alteración que la ocultación u omisión. Al no expresar un elemento que explique el peligro potencial, el art. 282 bis ofrece una parcela no cubierta en otros tipos legales en el contexto de los delitos contra el mercado y los consumidores. Así, es lógico entender que el bien jurídico del art. 282 bis no se circunscribiría al patrimonio de los inversores; sino a las reglas de juego del mercado de valores, su correcto funcionamiento.

Es por ello que como indica MARTINEZ-BUJAN PEREZ la acción de “comunicación”, de datos falsos (posterior a la acción de falsedad) tendría que ir dirigida a un amplio círculo de inversores; como de forma similar se recoge en el art. 264 a StGB y en el art. 35 de la Propuesta de Eurodelitos⁵⁷⁴.

Pero debe reiterarse (como después analizaremos), que el tipo del párrafo primero del art. 282 bis no penaliza la comunicación al público de falsedad de la información económico-financiera. Otra cuestión es, como explica MARTINEZ-BUJAN PEREZ, que la información falseada esté destinada a ser difundida ante un amplio círculo de potenciales inversores⁵⁷⁵.

Es interesante examinar la relación existente entre el art. 282 bis y las sociedades emisoras de productos financieros. Así como analizar también una explicación global para entender los elementos del tipo básico en el artículo 282 bis.

Efectivamente, el art. 282 bis del CP plantea una de las cuestiones más sensibles y difíciles de resolver relativas a la protección del inversor en los mercados de valores, ya que la admisión de un valor a cotización oficial no garantiza “per se” la calidad del producto cotizado (acciones, obligaciones, etcétera). El inversor, en consecuencia, sabe que se expone a un riesgo económico cuando decide operar en el mercado.

⁵⁷³MORALES GARCÍA, O., op.cit, (Art. 282 bis Código penal) pág. 312.

⁵⁷⁴MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (estafa de inversiones y de crédito), pág. 117.

⁵⁷⁵MARTINEZ-BUJAN PEREZ, op.cit pág. 117.

De ahí que en este delito estemos hablando de un delito de consumación anticipada. En donde como hemos explicado supra no es requisito ni la idoneidad, ni tampoco la producción efectiva. Y en donde no hay exigencia de la “comunicación de datos falsos”.

Las sociedades emisoras de productos financieros están obligadas a suministrar a los organismos rectores de los mismos una serie de información de contenido económico y financiero, de una manera continua y ajustada a unos estándares o modelos establecidos por la legislación.

Precisamente los sujetos activos en este delito de la “estafa de inversores”, lo serían los administradores de estas sociedades emisoras de valores negociables. Y en cumplimiento del requisito de la transparencia informativa el art. 82 LMV, obliga a estas sociedades a hacer pública dicha información. Existe una “normativa extrapenal” que exige remitirse en la punibilidad del art. 282 bis C.P a la Ley del Mercado de Valores. Y así esta ley específica, exige o impone un deber a este tipo de sociedades que llevan a cabo actividades relacionadas con los mercados de valores.

Quien adquiere en los mercados de valores acciones lo que está adquiriendo en realidad es una porción infinitesimal de una empresa; es decir, “como empresa”. De ahí la importancia que presenta la obligación de la entidad emisora de suministrar al mercado y a los posibles inversionistas una información económico-financiera que muestre la imagen fiel de la empresa. El falseamiento de esa información presenta una imagen distorsionada del producto financiero, lo que puede producir el engaño del inversor e incitarle a adoptar decisiones que no habría tomado en el caso de contar con una información fiable. La conflictividad y la fenomenología que esta información inexacta ha producido, es de una amplitud extraordinaria, y ha sido extensa y rigurosamente analizada para el mercado de valores en los Estados Unidos, que constituye la referencia y el modelo en este campo. Implica a la responsabilidad de los poderes públicos (aunque contamos con precedentes judiciales en nuestro país que niegan la responsabilidad patrimonial de la Comisión Nacional del Mercado de valores, aducida por el inversionista perjudicado cuando pretendía que dicho organismo rector no ejerció un control suficiente de la calidad y fiabilidad de la información suministrada al mercado por la compañía emisora de los valores cotizados); pero implica también dimensiones éticas en el comportamiento de los mercados y de sus agentes, tan evidentes que no parece en este momento necesario describirlas con pormenor.

En este punto como ha explicado con razón GARCIA SANZ, el fracaso de la autorregulación y autodisciplina de los mercados se evidencia con los grandes escándalos financieros que han hecho patente la necesidad de su regulación y control. Los efectos desestabilizadores de esta criminalidad sobre la economía mundial y su estrecha vinculación con el poder político se ponen de manifiesto en los casos Enron y Madoff. Y en España Caso Banesto, Caso Gescartera, Caso

Forum Filatélico, Caso Afinsa y últimamente Caso Bankia, Caso Gowex, asimismo deberíamos añadir los malos ejemplos en la gestión de diversas Cajas de Ahorros así mismo la intervención Estatal en su rescate para evitar la bancarrota total, las pérdidas de los inversores y la credibilidad y confianza internacional de la economía española⁵⁷⁶.

Además, obliga a hacer alguna reflexión sobre otro aspecto, que presenta trascendencia igualmente moral, como es el de la codicia del inversionista, el de la asunción de riesgos excesivos por él, y el de su tutela, reflexión que ayuda al legislador a adoptar una decisión estratégica para optar entre una defensa a ultranza de “consumidor” en el mercado de valores, o lanzarle, el propio legislador al inversionista- el mensaje de que dicho inversor es un agente autónomo y no puede externalizar completamente su tutela, sino que él mismo ha de velar por la protección de sus intereses, poner su dosis de propio cuidado y no fiarlo todo a la acción tuitiva de los organismos rectores de los mercados. En definitiva, que ha de soportar el riesgo, al menos en alguna medida, de sus decisiones de inversión – desinversión y asumir igualmente, la consecuencia de que no es un menor de edad perpetuo, sino un sujeto responsable.

Naturalmente esto no obsta a que la regulación normativa no olvide, en beneficio del consumidor inversor “el principio de equidad” que debe inspirar la regulación del mercado de valores; ya que el funcionamiento del mercado dependerá de que se parta de unas condiciones en la difusión de la información financiera correcta, que es lo que definirá la “eficiencia del mercado”. Así en esta línea de razonamiento GARCIA SANTOS, explica que la regulación de los mercados de valores en los países desarrollados contemplar criterios sobre comportamientos adecuados, lo que también se extiende a la regulación bancaria y/o de seguros. Y así, explica la autora que el “perfil del profesional” debe ser considerado idóneo “*fit and proper*” criterio que suele abarcar no solo a una capacitación profesional, sino también una “educación ética⁵⁷⁷”.

⁵⁷⁶GARCIA SANZ, J. op. cit. (*La protección penal del mercado financiero*). pág. 45 . El “Caso Enron” supuso un gran golpe a la economía de mercado y evidenció que la avaricia de unos pocos puede suponer un mazazo para la economía mundial y constituye un verdadero paradigma de los efectos de la criminalidad económica. “Enron Corporation”, una empresa perteneciente al grupo de la energía, como aproximadamente 21.000 trabajadores y considerada una de las diez más sólidas en los Estados Unidos, reveló la existencia de mecanismos fraudulentos en el manejo de la información financiera con intervención directa de, hasta ese momento, una de las más prestigiosas empresas auditoras Arthur Andersen. Los daños fueron cuantificados en setenta billones de dólares y supuso una victimización masiva sin precedente, pues produjo una caída de cotizaciones en los mercados financieros estadounidenses, una depresión del dólar y un rebote negativo de bolsas europeas. Ahondan el estudio de este caso con detalle: A. BETANCOR RODRIGUEZ, “El caso Enron: Un análisis desde el Derecho público”, *La Ley*, nº 5, 2002. págs. 1635-1645.

En el caso Madoff podemos observar como la actividad de Bernard Madoff, director de “MadoffInvestmentSecurities”, una empresa sumamente reconocida en el sistema financiero norteamericano, le permitió obtener, mediante el conocido método de fraude piramidal, ganancias cercanas a los cincuenta millones de dólares americanos. Véase, “El caso Madoff”, <http://www.blogahorro.com/2008/12/16/el-caso-madoff/>.

⁵⁷⁷GARCÍA SANTOS, M.N. op. cit. (*Ética, equidad y normas de conducta en los mercados de valores*). pág. 175. 2005.

2. “Faltar a la verdad en la narración de los hechos” y el concepto de falsedad del art. 282 bis

En esta línea el CP en el art. 392 considera que las modalidades de falsedad en documento público, oficial o mercantil son las recogidas en los tres primeros números del art. 390, excluyendo el punto cuatro relativo a la falsedad ideológica (faltar a la verdad en la narración de los hechos), para el caso en el que sean cometidas por un particular, entendiendo que dentro de los particulares entrarían “los administradores de hecho o de derecho”, y siendo quizás la falsedad ideológica la que más encaja en la descripción del tipo.

En este sentido, resulta reseñable como la completa inseguridad que rodea al fraude de inversores, no ha impedido que la práctica totalidad de la doctrina española, haya llegado a la conclusión de que en la misma tienen cabida todas las modalidades comisivas contempladas para las falsedades en el art. 390 CP, incluida la de faltar a la verdad en la narración de los hechos, modalidad prototípica de las falsedades ideológicas y que solo se ha castigado cuando se realiza por particulares de forma excepcional. Así lo entienden, por ejemplo, MARTINEZ-BUJAN PEREZ⁵⁷⁸, quien, de hecho considera que dicha modalidad de falsedad es la que mejor se ajusta al injusto tipificado en este delito; MUÑOZ CONDE⁵⁷⁹; BONILLA PELLA⁵⁸⁰; FARALDO CABANA⁵⁸¹; MORALES GARCIA⁵⁸²; RODRIGUEZ PUERTA/MORON LERMA⁵⁸³.

Del mismo modo, podría plantearse si tanto en el art. 290 como en el 282 bis cabe la misma limitación prevista en el art. 392, o si debería incluirse en el “tipo” la denominada falsedad ideológica del art. 390.1.4, ya que no todas las manifestaciones que no se ajustan a la realidad se encuadran en esta modalidad; sino solo aquellas que inciden en aspectos esenciales o fundamentales del documento y sean relevantes. Consiste en verter o recoger expresiones o hacer manifestaciones que no se corresponden con la realidad. Con carácter general, cabe afirmar que “faltar a la verdad”, es un acto punible cuando existe deber de veracidad, que solo atañe al emisor del documento público, oficial o de comercio, las autoridades o funcionarios públicos, no los particulares. No existe, pues, un deber de jurídico de veracidad exigible a los particulares (art 392 CP), la mentira es atípica, las mentiras del particular no afectan a las funciones del documento, ya que no se refieren a la función probatoria del mismo, se refleja que el particular declaró una cosa, no que sea verdad. Con lo que de acuerdo con el art

⁵⁷⁸MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit, (Estafa de inversores y de crédito) pág. 110.

⁵⁷⁹MUÑOZ CONDE, F. op.cit, (De la llamada estafa de crédito).pág. 515.

⁵⁸⁰BONILLA PELLA, J. op.cit, (estafa de inversiones) pág. 280.

⁵⁸¹FARALDO CABANA, P. op.cit, (Art. 282 bis)pág. 1088.

⁵⁸²MORALES GARCÍA, O., op.cit, (Art. 282 bis Código penal)pág. 891.

⁵⁸³RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORÓN LERMA, E. op.cit, (Comentario al art 282 bis) pág 315

282 bis y la referencia al art 28.2 LMV, en nuestro caso si habría obligación de decir y publicar la verdad por parte del responsable del folleto.

Y es que, en el caso del art 282 bis, ese “particular” es el administrador de hecho o de derecho que según la LMV y RD 1310/2005 es responsable del folleto o de la información que se hace pública. Por lo tanto, en nuestra opinión no se debería excluir del tipo el art 392 en relación con el art 390.1.4 , porque sí existe un deber de veracidad en ese documento esencial que es el folleto o la información económico-financiera, y se está afectando a la función probatoria del documento, así como, al bien jurídico que consiste en la transparencia e integridad y correcto funcionamiento del mercado de valores, en consecuencia no es un mero “particular”, es una persona con responsabilidad sobre esos documentos, con la posición de dominio y la función de garante en ese momento. Y tiene la responsabilidad de publicar la “verdad material” sobre la situación de la sociedad.

Particularmente interesante resulta la Consulta de la Fiscalía General del Estado (FGE 15/1997), que se muestra a favor de considerar todas las modalidades del 390 incluidas en el tipo del 290. Siguiendo la misma argumentación,*mutatis mutandis* deberían considerarse incluidas también en el tipo del artículo nuevo. Es precisamente, la falsedad en la narración de los hechos, la modalidad de falseamiento que más se ajusta al específico tipo del artículo introducido en el Código penal (art. 282 bis).

Si bien no debe olvidarse que el folleto informativo es un documento mercantil, y que el autor del delito es un particular, para algún autor como GOMEZ MARTÍN REVUELTA discutible por parte de la doctrina la tipicidad de los casos más habituales: los de falseamiento para faltar a la verdad en la narración de los hechos⁵⁸⁴.

La opinión mayoritaria (por todos SILVA SANCHEZ, FARALDO CABANA, PUENTE ABA, CORCOY BIDASOLO y MIR PUIG, QUERALT JIMENEZ, etc.) entienden que se incluye el punto 4 “faltar a la verdad en la narración de los hechos” del art. 390.1, en la conducta típica de las falsedades documentales, con lo que deberían quedar incluidos en el tipo aquellos casos en que se informe de manera incorrecta al inversor⁵⁸⁵.

En esta línea argumental concluimos en GARCIA SANZ explica que el art. 290 utiliza también la misma referencia y la doctrina mayoritaria considera

⁵⁸⁴GOMEZ MARTIN, V.op.cit, (Sabotaje informático, top manta, importaciones paralelas y fraude de inversores: ¿algunos exponentes de un nuevo derecho penal económico?). pág. 16. Y también BONILLA PELLA, J.op.cit, (estafa de inversiones). 12/2530.

⁵⁸⁵SILVA SANCHEZ, J. M. op.cit., (*El nuevo Código penal comentarios a la reforma*). Edit. La Ley. Madrid, 2011. Pág. 396-398. FARALDO CABANA, P.op.cit(*El delito societario de falsedad en documentos sociales*). pág. 1087 y ss. PUENTE ABA, L.M. op.cit, (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág 75. CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG. op.cit, art 282 bis Apdo. 23.

que están incluidas en el verbo “falsear” todas las modalidades del art. 390, incluida la falsedad en la narración de los hechos⁵⁸⁶.

En cambio, cuando el documento, que puede ser una factura u otro documento mercantil, - se atribuye a personas jurídicas o físicas, unos datos , unos hechos o declaraciones de voluntad que no se hubieran realizado, se produce “falsedad material por simulación del art 390.1.2, al resultar afectada, la función garantizadora del documento, siempre que tenga transcendencia jurídica⁵⁸⁷.

En realidad, en la expresión “manera incorrecta”, pensamos, por nuestra parte que, caben las inexactitudes u omisiones voluntarias que lleguen a la motivación o propósito de “captar inversores y/o depositantes” pero no las informaciones irrelevantes. En este sentido consideramos que tanto el art. 28 LMV como los art. 32-37 (RD 1310/2005) no resuelven satisfactoriamente la labor informativa.

Las “inexactitudes” tendrían el carácter de falsedades cuando se incluyen datos falsos o erróneos que impiden transmitir en el “folleto” una imagen veraz en cuanto a la inversión. La inexactitud lo sería, por ejemplo, cuando se incluyen sin contrastar o actualizar datos económico-mercantiles alejados de la realidad financiera. De acuerdo con VALMAÑA OCHAITA para determinar los supuestos de inexactitudes u omisiones en el folleto, las normas sobre su contenido y las relativas al balance pueden jugar un papel importante, puesto que especifican el nivel de información mínima que el inversor debe recibir a través del folleto⁵⁸⁸.

Pero a nuestro modo de ver el problema sustancial no estaba tanto en el carácter “incompleto” del documento, sino que este instrumento financiero no reproduzca toda la información que tiene el emisor. No es tanto, que en el folleto no se cumpla “el contenido mínimo” que exige la LMV, no es solo que se haga referencia a las “menciones obligatorias”; sino que se contenga toda la información esencial “que pueda afectar al juicio del inversor”. Es decir, no son sólo, a nuestro juicio, los datos falsos *per se*; como también cuando se manifiestan criterios optimistas en tanto a las provisiones o pronósticos que trasladen una imagen irreal y no veraz al inversor. Lo mismo cuando las explicaciones son “insuficientes” (balances, cuentas de pérdidas y ganancias...).

⁵⁸⁶GARCIA SANZ, J. op.cit, (La protección penal del mercado financiero).pág. 59

⁵⁸⁷ESCRIHUELA CHUMILLA F.JAVIER. *Todo Penal*. Edit. La Ley. Grupo WolterKluwer. Madrid 2011.pág 1432.

⁵⁸⁸VALMAÑA OCHAÍTA, M.,op.cit, (*La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de suscripción y venta de valores*) ,págs. 350-351. RUBIO DE CASAS, M.G., “Suplemento del folleto”, en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, (dir). SANCHEZ CALERO, F. Madrid, 1995. págs. 507 y 508.

En línea con lo expuesto, respecto a la información que debe difundir el emisor, en estos casos deberían presentarse los balances y las cuentas de pérdidas y ganancias de los tres años anteriores al del último ejercicio en los términos exigidos en el art. 11 del RD 1310/2005⁵⁸⁹.

Asimismo en la información para el juicio del inversor, pudiera entenderse también la falta de claridad en la composición y retribución del órgano representativo de la sociedad emisora. Si bien, todas las informaciones declaradas u omitidas deben tener la consideración de “contenido obligatorio” y en ellas por supuesto se incluirían informaciones “no publicadas” con la intención de no perjudicar la imagen saneada de la sociedad emisora (por ejemplo, información financiera y/o contable no incluida, etc.

Recientemente, podemos comprobar en el caso Bankia cuando no se firmaron las cuentas de pérdidas y ganancias por el auditor responsable de “Deloitte” y aún así se presentaron como tales, con la autorización del Consejo de Administración⁵⁹⁰.

Ahora bien, nos surge la duda, de que si lo ceñimos exclusivamente al “contenido obligatorio” del documento, cuando éste falte sería rechazado en los registros internos en la CNMV. Es decir, bastaría con analizar el cumplimiento o no de los arts. 26 y siguientes de la LMV. Es decir, en la comunicación de los datos del emisor, de su procedimiento, de los valores emitidos u ofertados (naturaleza, denominación, características, etc.).

Diríamos que dentro del conjunto de obligaciones de información serían todas las recogidas en el art. 26 LMV con el fin que la documentación sobre el folleto fuera aprobado y registrado posteriormente por la CNMV (art. 26.1 C).

Lo fundamental en estos casos es la discordancia provocada por parte del que documenta las declaraciones (administrador de hecho y/o derecho) en los instrumentos económico-financieros (folletos y restante información económica) frente a la realidad de las que efectivamente fueran vertidas y lo que el documento recoge⁵⁹¹.

⁵⁸⁹VALMAÑA OCHAÍTA, M., op.cit, (*La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de suscripción y venta de valores*), pág. 355; también AGUILAR FERNANDEZ-HONTORIA, J. “Contenido de la comunicación previa (art. 91 y documentos acreditativos art. 10), en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, (dir). SANCHEZ CALERO, F. Madrid, 1995. pág. 237, 240 y 249. ABELLA SANTAMARIA, J. *La ordenación del mercado de valores: Un ordenamiento dinámico*. Edit. Technos, Madrid, 1995. pág. 81.

⁵⁹⁰Peritaje del Banco de España. Sr Busquets. Diciembre de 2014. Madrid.

⁵⁹¹STS 18 noviembre de 1980. Lógicamente en relación al art. 390 nº 4, y antes de la introducción de la nueva figura del art. 282 bis. Y así entendemos que se aplicaría esta “conducta típica” en el nuevo delito referido.

Es interesante como doctrina aplicable al caso del art. 282 bis, el comentario de BENEYTEZ MERINO, L. “Las falsedades documentales”. *Libro Homenaje a Enrique Ruiz Vadillo*. AA.VV. MARTINEZ-PEREDA RODRIGUEZ, LUZON CUESTA, SOTO NIETO, VARGAS CABRERA. Comares, Granada. 1994. pág. 59.

Es interesante esta doctrina para comprender la inteligencia del legislador en cuanto a la expresión utilizada de “falsear” (en el párrafo primero del art. 282 bis). Y así, incluimos aquellos casos en los que quienes emitan las declaraciones o manifestaciones no dicen la verdad en algún aspecto, y el que documenta dicha declaración lo sabe, tras lo cual, altera el contenido de la misma, adecuándolo a la verdad objetiva por él conocida⁵⁹².

NUÑEZ CASTAÑO, en relación con el punto 4 del art. 390.1 considera que si el legislador excluye el ámbito de los particulares debería considerarse atípica la conducta de faltar a la verdad en la narración de los hechos para el caso de la “estafa de crédito⁵⁹³”.

La verdad a la que se alude supone la congruencia entre lo narrado y un cierto modelo que determinarán como explica CORDOBA RODA las normas reguladoras del documento de que se trate⁵⁹⁴.

Esta incongruencia entre lo narrado y lo realmente existente debe recaer sobre partes esenciales de la declaración efectuada, produciéndose de ese modo la transformación del documento verdadero, en “falso”. Esta modalidad falsaria contenida en el nº 4 del art. 390 puede ejecutarse bien, dando constancia de un hecho no verídico, bien omitiendo datos de relevancia jurídica, y cuya manifestación sea de obligado cumplimiento⁵⁹⁵.

Resulta oportuno en este orden de consideraciones hacer alusión a los conceptos de “autenticidad y veracidad” del documento. En este sentido, la tradicional distinción entre falsedad y falsificación se superó a favor de dos características fundamentales del documento: por un lado su “genuidad o autenticidad, y por otro su veracidad”. De modo genérico, un documento es auténtico cuando procede de la persona que figura como su autor. En cambio, un documento es verdadero cuando su contenido coincide con la realidad exterior que está expresando o materializando⁵⁹⁶.

El citado autor afirma (y es interesante la aplicación de esta doctrina a la estafa de inversiones) es preciso que la divergencia sea relevante puesto que una diversidad intrascendente desde el punto de vista de la eficacia jurídica del documento no llenaría las exigencias de este tipo.

⁵⁹²NUÑEZ CASTAÑO, E. op.cit, (*La estafa de crédito*). pág. 256. Y también QUINTERO OLIVARES, G. En MORALES GARCIA art 282 bis, fraude de inversiones de valores negociados en comentarios a la parte especial de Derecho Penal 9 ed, en QUINTERO OLIVARES, G (dir), MORALES PRATS F., CIZUR MENOR, Navarra Aranzadi 2011pág. 1738. Muy interesante el comentario según el cual “De hecho y con relación al párrafo 4 del art. 302 del derogado Código Penal este supuesto resulta el más aplicado por la jurisprudencia convirtiéndose en una especie de cajón de sastre en la medida en que cuando alguna conducta no pueda ser subsumida en alguno de los otros supuestos de alude indistintamente a él.

⁵⁹³NUÑEZ CASTAÑO, E.op.cit, (*La estafa de crédito*). pág. 257.

⁵⁹⁴CORDOBA RODA, J. *Comentarios al Código Penal*. Vol. III. 1ª Edit. Barcelona, 1998. Pág. 889.

⁵⁹⁵NUÑEZ CASTAÑO, E.op.cit, (*La estafa de crédito*). pág. 258

⁵⁹⁶NUÑEZ CASTAÑO, E. op.cit, págs. 234- 235.

2.1 La conducta típica “falsear”

Para SILVA SANCHEZ la conducta típica es una conducta de falsedad, en concreto de falsedad en la información, a través de la cual el texto legal alude a dos objetos en la acción falsaria, por un lado la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión, y por otro las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir⁵⁹⁷.

Es el falseamiento hecho con el propósito de “captar recursos” en cualquiera de las formas previstas en el mismo. Y así, acierta BONILLA PELLA cuando concluye que la diferencia sustancial en cualquier caso, afecta al contenido del falseamiento, pero no a las modalidades del mismo⁵⁹⁸.

La información, como dice BENITEZ ORTUZAR, es directamente el objeto material de la conducta, su contenido directo, sin que puedan comprenderse actuaciones sobre otros elementos, de las que indirectamente puede deducirse por el mercado algún tipo de información o conclusiones sobre la contratación. La información que debe falsearse ha de ser necesariamente aquella que legalmente está obligada a publicar y difundir directamente la propia sociedad. No se comprende, pues, el falseamiento de la información que deban proporcionar otros organismos⁵⁹⁹.

Habría que criticar como explica la mejor doctrina, por todos MARTINEZ-BUJAN PEREZ⁶⁰⁰, VILLACAMPA ESTIARTE⁶⁰¹ y FARALDO CABANA⁶⁰² que el legislador haya utilizado el verbo “falsear” para definir la acción. Por de un lado al incluir el tipo el falseamiento de documentos (folletos y otros documentos que se deben publicar conforme a la legislación del mercado de valores) y por otro al limitarse el círculo de sujetos activos a los “administradores”, siendo así que se produce un solapamiento con el delito societario del art. 290, con lo que, desde esta perspectiva, la acción que se ha tipificado resultaría completamente superflua. De ahí que la conducta que en realidad debería tipificarse “aquí” sería exclusivamente la de “publicar” los datos falsos (como se decía en el Proyecto de CPde 1980), “exponer en las

⁵⁹⁷SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit.(El delito de estafa de inversiones)págs. 396 - 397.

⁵⁹⁸BONILLA PELLA, J. op.cit, (estafa de inversiones) 2558

⁵⁹⁹BENITEZ ORTUZAR, I. *Reforma del Código Penal: Respuestas para una sociedad del siglo XXI*. Edit. Dykinson. Madrid, 2009. (Modificaciones propuestas en los delitos relativos al mercado y a los consumidores).

⁶⁰⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit, (Derecho penal económico y de la empresa” pág. 264.

⁶⁰¹VILLACAMPA ESTIARTE, C. op.cit, (Las falsedades contables en el Proyecto de ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007).pág.456

⁶⁰²FARALDO CABANA, P. op.cit, (Art. 282 bis) pág. 1088.

comunicaciones” (en el delito italiano) o “efectuar alegaciones falsas en las comunicaciones” (delito alemán). Esto es, conductas posteriores a la falsificación documental y que pueden ser realizadas por una persona distinta del falsificador.

Además de la información contenida en los folletos de emisión, el art. 282 bis, se refiere también a la actividad de falsear “las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir”. No sólo el falseamiento del documento *per se*, sino también el “falseamiento en el canal de publicación de la información⁶⁰³”.

Aunque parece que no es ésta la interpretación del art. 282 bis; ya que una exégesis extensiva “perjudicaría al reo”, además se compromete el principio de legalidad; y no parece que haya sido ésta la voluntad del legislador. Ya que entonces no habría limitado el círculo de sujetos activos a los administradores⁶⁰⁴.

En suma, el “tipo” del art. 282 bis castiga la falsedad consistente en que no se ajuste a la realidad los datos económico-jurídicos que legalmente debe figurar en los folletos de lanzamiento de instrumentos financieros (art. 1 y 2 LMV) de cualquier índole y demás documentación legalmente requerida sobre la operación en cuestión, y la situación económico-jurídica actual y futura de la empresa⁶⁰⁵.

Nos encontramos con un problema, y es que empresas dependientes o subsidiarias de otras cotizadas, no tienen necesariamente que ser sociedades cotizadas para tener un deber de publicar y difundir información, al no ser una sociedad emisora de valores han de quedar fuera de la tipicidad y además que la sociedad emisora debe cotizar en un mercado regulado, a no ser que aceptemos una remisión extensiva del concepto “legislación del mercado de valores⁶⁰⁶”.

Es decir, y siguiendo estas mismas reflexiones, la conducta típica será falsear información relevante para el mercado de valores, inversores, depositantes y financiadores. Tanto los folletos de emisión de cualquier instrumento financiero, como las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir constituyen referencias normativas a interpretar conforme a la legislación del Mercado de Valores⁶⁰⁷.

Y es que, pensamos por nuestra parte que, el legislador lo que ha hecho es remitirse a una legislación en blanco (la Ley del Mercado de Valores); para conocer la información que deberá “publicarse” (después) en relación a la admisión de valores negociables a cotización oficial.

⁶⁰³MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit, (Derecho penal económico y de la empresa”. pág. 265.

⁶⁰⁴RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E.op.cit, (*Comentarios a la Reforma penal*) pág. 314.

⁶⁰⁵QUERALT JIMENEZ, J.op.cit, (Delitos contra el mercado y los consumidores). Epígrafe 23.

⁶⁰⁶ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit,(*Los delitos bursátiles*). pág. 187.

⁶⁰⁷GONZALEZ RUS, J.J. op.cit, (Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones) pág. 603

La conducta típica a la que se refiere el art. 282 bis, sería por tanto la falsedad en la información, por ejemplo, de los datos contenidos en el folleto publicado con objeto de la admisión de valores cotizables, y que hayan sido emitidos por el sujeto activo (administrador de hecho y/o derecho de la sociedad emisora de valores).

La Ley del Mercado de Valores ante la importancia y trascendencia social de la materia, asigna a los distintos operadores de dicho mercado responsabilidades de naturaleza personal y autónoma, estableciéndose en la ley responsabilidades para el agente que verifica la colocación de las acciones sin atenerse a las condiciones básicas previamente establecidas por el emisor⁶⁰⁸.

Es evidente, que el art. 282 bis, remite a una ley penal en blanco como es la LMV y a tenor de la misma deberá entenderse el concepto de falsificación de la información económico-financiera.

Así en otro orden de cosas ZABALA LOPEZ-GOMEZ explica que no se distingue entre el contenido auténtico y el contenido verdadero de un documento⁶⁰⁹.

Sea como fuere la falsedad de la información que figura, por ejemplo, en el folleto deberá recaer su responsabilidad sobre el administrador de hecho y/o derecho que han negociado los valores cotizables en el mercado regulado.

Es interesante en este sentido lo dispuesto en el art. 28-2º de la LMV, en la que explica que las personas responsables de la información que se contemplan en el folleto (dígase lo mismo de los otros documentos económico-financieros...) estarán claramente identificadas en el folleto, con su nombre y cargo (por ej: administrador) o en el caso de personas jurídicas, (con su denominación y domicilio social). Asimismo, deberán declarar que a su entender los datos del folleto son conformes con la realidad y que no se omite en él ningún hecho que por su naturaleza pudiera alterar su alcance.

En línea con estas argumentaciones, del mismo modo que sucede en el art. 290, el falseamiento puede consistir tanto en una alteración de los datos como en la ocultación de datos relevantes que deberían figurar en la información⁶¹⁰.

Lo que no se tipifica en el precepto (art 282 bis) es la pura omisión de la información. En una argumentación más restrictiva CORCOY BIDASOLO y MIR PUIG opinan que si bien la conducta típica consiste en “falsear”, sólo es

⁶⁰⁸En este sentido STJCE de Luxemburgo (Sala primera), 05.07.2007; y también SAP de Madrid Sección 20, nº 16/2004 de 23 de diciembre.

⁶⁰⁹ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit, (*Los delitos bursátiles*). pág. 187

⁶¹⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit, (*Derecho penal económico. Parte Especial*).pág. 265

relevante la información económico-financiera que esté contenida en los folletos⁶¹¹.

En nuestra opinión no debe olvidarse que el Registro del folleto constituye el “acto final resolutorio del procedimiento administrativo de verificación. “Una vez registrado el folleto lo que se abre es el periodo de información que debe facilitar las emisiones cuyos valores se admitirán a negociación. La LMV ha querido someter las emisiones de valores a un régimen de verificación de naturaleza administrativa. La decisión de la CNMV de registrar la emisión es susceptible de control jurisdiccional”.

En cumplimiento de la protección de los intereses de los inversores está la obligación de disponer de la información suficiente, cuya “verificación” es previa a su Registro. El régimen de supervisión no se extiende sólo a los aspectos formales (información suministrada por el emisor), sino también aspectos de contenido material.

Como se ha expresado en la jurisprudencia, la decisión de registrar supone tanto como confirmar por parte de la CNMV que la información contenida en el folleto y en los demás documentos exigibles es la establecida por la norma y que los acuerdos de emisión de los valores están exentos de “vicios jurídicos” que pudieran poner en peligro los intereses de los inversores⁶¹².

En opinión de FARALDO CABANA cabe plantear la cuestión de interpretar si se sigue el modelo general de los delitos de falsedad documental, en las cuales se han destipificado las falsedades ideológicas, o bien si puede entenderse que siguen siendo típicas, vía este precepto que se añade a otros previstos en el Código penal cuando son cometidas por los administradores. En opinión de esta autora opina que es lamentable que no se exija expresamente que la falsedad se haga de manera idónea para causar un perjuicio a los sujetos pasivos, de manera similar a lo que sucede en el art. 290, (elemento de aptitud o idoneidad). Así quedarían fuera las conductas de publicación o de comunicación de datos falsos⁶¹³.

Este tipo de falsedad, impune salvo en el ámbito societario (art. 290) debe perseguir la captación de inversores o capitales para integrar la infracción del art. 282 bis, cuya estructura es la de un delito mutilado en dos actos. La primera de las acciones típicas consistiría en falsear la información económico-financiera dirigida a ser publicitada o difundida. La segunda vendría integrada por la

⁶¹¹CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG. op.cit, (art 282 bis). pág. 624

⁶¹²STS nº 2189/2006, sala 3ª, 9 de octubre de 2008 (ponente Campos Sánchez-Bordona). También es interesante la STSJ de Madrid de 4 febrero 1998 que su punto 4 dice: “esta función verificadora de la información suministrada implica una comprobación, en cuanto instrumento de información veraz imprescindible para la decisión inversora y del folleto informativo soporte de la información necesaria para que los inversores puedan formular un juicio fundado sobre la inversión”.

⁶¹³FARALDO CABANA, P. op.cit, (Art. 282 bis) pág. 1088.

presencia de un elemento subjetivo del injusto, la finalidad de obtener irregularmente inversiones o depósitos o colocar activos financieros⁶¹⁴.

Es por ello que el legislador español optó por configurar los tipos de lesión contemplados el delito del artículo 282 bis de nuestro CP, no como simples modalidades específicas de la estafa, como pretendían los autores anteriormente comentados, sino como verdaderos tipos cualificados del delito de peligro que les precede, ya que al hacerlo consiguió que la comentada figura pueda continuar incentivando a los autores de cualquiera de sus conductas típicas, para que, incluso después de haberlas realizado, traten de impedir que se lleguen a materializar en la producción una intensificación de lesiones patrimoniales ajenas que les granjearía su correspondiente cualificación. Evitándose así que la configuración de tipo básico de este delito como delito de peligro abstracto pueda llevar a la indeseable restricción temporal de los efectos motivadores y preventivos que, a juicio de algunos autores afecta con carácter general a esta clase de delitos frente a los tradicionales⁶¹⁵.

Resulta criticable que el legislador haya prescindido de un elemento de peligro hipotético, que aporta una mayor legitimidad a la intervención penal en este ámbito. Lo deseable sería castigar aquellas falsedades documentales que fuesen idóneas para producir un perjuicio económico al colectivo de posibles inversores, lo cual equivaldría a limitar la sanción penal a los casos de falsedades especialmente relevantes, referidas a datos fundamentales sobre la situación financiera de la entidad, sobre el nivel de riesgo de la inversión, etc.

De hecho, conviene recordar (aquí de nuevo) que en otros ordenamientos sí se exige este requisito, por ejemplo en el ya citado artículo 264a StGB del Código Penal alemán en el que se requiere explícitamente que la falsedad recaiga sobre circunstancias relevantes para decidir sobre la adquisición del producto ofertado. A pesar de la ausencia de tal requisito de aptitud, al menos deberían quedar excluidas del tipo las falsedades burdas o evidentes que no pueden considerarse creíbles en absoluto y que no pueden suponer ningún riesgo para los intereses económicos de los potenciales inversores⁶¹⁶. Expresado en otros términos, a la vista del tenor literal queda absolutamente abierta a la doctrina y a los tribunales la determinación del “grado de idoneidad” para engañar al potencial inversor que han de tener las referidas falsedades para convertirse en típicas.

⁶¹⁴RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E.op.cit, (Comentario al artículo 282 bis). págs. 314-315.

⁶¹⁵GALAN MUÑOZ, A.op.cit, (El fraude de inversores del art. 282 bis CP) .pág. 142

⁶¹⁶PUENTE ABA, L.M. op.cit, (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores). pág. 66. (Lo compara con la doctrina alemana y la exigencia de un “inversor medio” adecuado al momento y características concretas de cada oferta. En suma, implicaría analizar si la información falsa es idónea para causar un perjuicio económico a los potenciales inversores). En la misma línea también FARALDO CABANA, P.op.cit, (Art. 282 bis). pág. 1088. También QUERALT JIMENEZ, J.op.cit, (Derecho penal Español).pág. 777.

Un sector de opinión ya ha manifestado que la literalidad del tipo permite la sanción de la falsedad que, pese al propósito del autor, resulta objetivamente inidónea *ex ante* para producir perjuicio. Lo que, referido a una interpretación puramente literal, es rigurosamente cierto. Sin embargo, conviene no olvidar que la interpretación del art. 282 bis debe tener lugar conforme a principios generales, entre los que cabe contar los de proporcionalidad y lesividad. Todo ello debería permitir una reducción del ámbito de lo punible a los casos en los que la falsedad sea *ex ante* apta para producir un error que, a su vez, daría lugar a una inversión que, de otro modo, no se hubiera llevado a cabo.

¿En qué se traduce el delito de peligro abstracto? En una simple infracción administrativa “la de faltar a la verdad en la narración de los hechos que es necesario publicitar y/o comunicar al público y a la CNMV⁶¹⁷.”

Aunque después incidamos con más profundidad (en esta temática), llama la atención que la pena del tipo básico, sea mayor que la de la estafa (art. 248.1) la falsificación de balances (art. 290) o la de la falsedad en documento mercantil por particular (art. 392) “consumados”⁶¹⁸.

Tiene razón “técnicamente” NIETO MARTIN, para quien la actual delimitación de las informaciones realizada por el tipo contenido en el art. 282 bis CP carece de lógica, ya que, a su modo de ver, el mismo debería castigar cualquier falsedad referida a cualquier hecho relevante cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonable para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y, por tanto, pueda afectar de forma sensible a su cotización y no solo a las informaciones económicas a las que actualmente alude⁶¹⁹.

En esta misma línea, BONILLA PELLA, para quien, a su juicio, lo que define a las falsedades típicas de este delito es que las mismas resulten eficaces para captar inversores o financiación; propuesta que, a nuestro entender, no solo ampliaría enormemente el ámbito típico de este delito, acercando su naturaleza a la propia del delito fraude de inversores del Código Penal alemán, sino que olvida que el legislador español parece, precisamente, haberse querido alejar de lo establecido en dicho precepto, como demuestra el hecho de que decidiese eliminar en la versión final de este delito la exigencia de que su falsedad fuese idónea para ocasionar error o para influir en la decisión de dichos sujetos, que, sin embargo, si se exigía en alguna de las versiones que la precedieron. Así sucedía, de hecho, con la versión de este delito que contemplaba el Proyecto de reforma de 2007, donde expresamente, y de forma ciertamente confusa, se exigía que la falsedad se realizase de “*modo apto para ocasionar engaño y de ese modo*”

⁶¹⁷SILVA SANCHEZ, J. M. /ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit (El delito de estafa de inversiones)págs. 393 y 394.

⁶¹⁸QUERALT JIMENEZ, op.cit (.*Derecho penal Español. Parte especial*). Epígrafe 23.

⁶¹⁹NIETO MARTIN, A. op.cit(*Nociones fundamentales de Derecho Penal*). pág. 492.

captar inversores u obtener créditos o préstamos”; requisito que fue finalmente eliminado por el legislador⁶²⁰.

2.2 La conducta omisiva

La falsedad puede consistir tanto en proporcionar información veraz, como en omitir datos que por su naturaleza pudieran alterar el sentido de la misma (art. 28.2 LMV), porque haya obligación de decir verdad o sean relevantes para el público inversor. Publicar y difundir, en opinión de GONZALEZ RUS hace referencia a informaciones dirigidas al público en general sin incluir las que deben proporcionarse a la CMNV u otros organismos administrativos de control⁶²¹.

La información ha de ser objetivamente eficaz para captar inversores o para ocultar la situación patrimonial o financiera de la sociedad. Y así debería, recogerse (cuestión ésta omitida en el art. 282 bis) que la acción de comunicación de los datos falsos (por temor a la acción de la falsedad) tuviera que ir dirigida a un amplio círculo de inversores (así el propio art. 35 Eurodelitos⁶²²).

En esta línea PUENTE ABA también explica que la falsedad puede consistir en una conducta omisiva silenciando determinados datos. Aunque el precepto español no lo acoge literalmente, cabría entenderlo incluido, cuando, el silencio de ciertos datos, generalmente relevantes, juntamente con la expresión de otras manifestaciones, equivalga a ofrecer una falsa imagen de la situación financiera de la entidad. Debe tenerse en cuenta que la propia legislación del mercado de valores (desde la propia LMV hasta las Órdenes ministeriales que pueden dictarse para regular el contenido de diversos folletos informativos) puede establecer la obligación de manifestar determinados datos en este tipo de documentos sociales. En cualquier caso, al margen de la posible responsabilidad extrapenal que generaría el incumplimiento de tal obligación, la clave para integrar tales omisiones en la acción típica de falsear se halla en la interpretación global de la información ofrecida, analizando si el documento compuesto por determinadas afirmaciones y omisiones acaba ofreciendo una imagen falsa de la situación financiera de la sociedad⁶²³.

⁶²⁰BONILLA PELLA, J. op.cit (estafa de inversiones). pág. 280. Asimismo el excelente artículo de obligada lectura (citado previamente) de GALAN MUÑOZ, A.op.cit(El fraude de inversores del art. 282 bis CP. pág. 133.

⁶²¹GONZALEZ RUS, J.J.op.cit (Reformas pretendidas en los delitos relativos al mercado y los consumidores y en los delitos societarios por el Proyecto de Ley LO 121/000119, de modificación del Código Penal. [http://libros-revistas-derecho.vlex.es.](http://libros-revistas-derecho.vlex.es)) pág. 604.

⁶²²MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 117

⁶²³PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.)pág. 63, 64 y 65. Así, habrá que analizar conjuntamente toda la información facilitada para determinar si el silencio de determinadas cuestiones, en relación con la información expresada en el documento, determina la difusión de una imagen de la entidad que no se corresponde con la realidad. En realidad, no estaríamos ante una auténtica omisión, sino ante una acción concluyente positiva: habría una verdadera falsedad cuando el silencio de ciertos datos, generalmente relevantes, juntamente con la expresión de otras manifestaciones, equivalga a ofrecer una falsa imagen de la situación financiera de la entidad. Debe tenerse en cuenta que la propia legislación del mercado de valores

El tipo castiga la falsedad consistente en que no se ajusten a la realidad los datos económicos y/o jurídicos que legalmente deban figurar en los folletos de lanzamientos de instrumentos financieros (arts. 1 y 2 LMV)⁶²⁴. El folleto pues constituye el elemento racional que desencadena la decisión de los inversores.

Ahora bien, la “conducta típica” limita su alcance en el art. 282 bis a la hipótesis de manipulación de la información, bajo formas falsarias.

Muy crítico, con el 282 bis, resulta POLAINO NAVARRETE para quien no era necesario proceder a un tipificación autónoma por razón de ámbito específico alguno. Para este autor, se provoca la indeseable consecuencia de que el tipo básico del art. 282 bis ni siquiera exige la idoneidad del falseamiento para provocar un perjuicio (solo la finalidad de captar inversión, colocar activos) lo que sí hace el art. 290 CP⁶²⁵.

En parecidos términos se manifiesta FARALDO CABANA para quien los problemas que plantea la estafa de inversores se resuelven en sede de delitos societarios⁶²⁶.

Por el contrario MARTINEZ-BUJAN PEREZ, en la línea crítica analizada más arriba (FARALDO CABANA, POLAINO NAVARRETE, etc) concluye igualmente que el art. 282 bis no exige la idoneidad para causar un perjuicio a los sujetos pasivos, debiendo ser ésta la técnica correcta de tipificación de los delitos de esta naturaleza⁶²⁷.

Y es por ello que tiene toda la razón MARTINEZ-BUJAN PEREZ cuando concluye que el legislador de 2010 optó por la técnica del elemento subjetivo del injusto, en lugar del elemento objetivo de la idoneidad o elemento de aptitud⁶²⁸.

En lo que llevamos analizado, se puede explicar que el falseamiento de la información económico-financiera debe ser relevante, no insignificante para

(desde la propia LMV hasta las Órdenes ministeriales que pueden dictarse para regular el contenido de diversos folletos informativos) puede establecer la obligación de manifestar determinados datos en este tipo de documentos sociales. En cualquier caso, al margen de la posible responsabilidad extrapenal que generaría el incumplimiento de tal obligación, la clave para integrar tales omisiones en la acción típica de falsear se halla en la interpretación global de la información ofrecida, analizando si el documento compuesto por determinadas afirmaciones y omisiones acaba ofreciendo una imagen falsa de la situación financiera de la sociedad. También FARALDO CABANA, P.op.cit (Art. 282 bis)pág. 1088; QUINTERO OLIVARES, G. op.cit(*La reforma penal*) de 2010.pág. 238, MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*)págs. 110-120

⁶²⁴QUERALT JIMENEZ, J.op.cit (*Derecho penal Español. Parte especial*). Apartado 23 sección 1.

⁶²⁵POLAINO NAVARRETE, M.op.cit (*Lecciones de Derecho penal*) pág. 173.

⁶²⁶FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1088

⁶²⁷MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*) pág.116.

⁶²⁸MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.citPág. 115.

captar inversores. El criterio principal, será “acreditar la propia idoneidad objetiva de la falsedad para conseguir dicha captación⁶²⁹”.

Es por tanto evidente que la falsedad se puede cometer tanto a través de conductas positivas como por la propia ocultación u omisión de datos cuya presencia es imprescindible para reflejar, veraz e íntegramente los recursos, actividades, y negocios presentes y futuros de la sociedad emisora⁶³⁰.

En este último caso partimos de que el sujeto activo está sometido a una obligación que le impele al cumplimiento correcto de la labor que lleva a cabo, de modo que el silencio es equivalente a una afirmación implícita de que no existe nada que comunicar. Para otros autores, sin embargo es cuestionable la posibilidad de cometer el falseamiento por “omisión de datos”. En este sentido tendría que traer causa de un “falseamiento anterior”, ya que en otro caso habría posibilidades de aplicar “el error”, favorecido por la indefinición en diversos aspectos de la normativa que regula⁶³¹.

El falseamiento lo mismo como hemos indicado con anterioridad, puede ser por el hecho “positivo” de la alteración de la información económico-financiera, como por hecho omisivo de la no declaración y/o ocultación de información que debe contener el instrumento económico-financiero (vide folleto). Y ello es así pues se deduce del propio contenido del art. 28 LMV, que impone el deber de comunicar la verdad al garante de la información⁶³².

Pero por el contrario, lo que no se tipifica en el precepto es la pura omisión de la información, esto es, el incumplimiento absoluto del deber de facilitar la información⁶³³.

Así, en esta línea explicativa, literalmente interpretado, en el art. 282 bis se incluirían como dice MORALES GARCIA las falsedades inocuas en relación con el propósito del autor de tal manera que aunque el precepto “agrava la pena si se obtiene la inversión en perjuicio de tercero” (en el párrafo segundo) mantiene tácita la punición de la obtención de la inversión sin perjuicio del inversor, lo que no sucede en el ámbito del art. 290 CP, en el que se agrava la pena si produce un perjuicio económico⁶³⁴.

Esta es la razón, por lo que el art. 282 bis al remitirse a una ley penal en blanco, como es la Ley del Mercado de Valores (según hemos reiterado con anterioridad), le daría especificidad propia diferente del contenido de la falsedad documental del art. 290. Y que acorde con esta inteligencia interpretativa se

⁶²⁹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit págs. 115-116

⁶³⁰FARALDO CABANA, P. op.cit(Art. 282 bis) pág. 1088.

⁶³¹CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG. op.cit(art 282 bis). Pág. 624.

⁶³²MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 111.

⁶³³VILLACAMPA ESTIARTE, C. op.cit(Las falsedades contables en el Proyecto de ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007). pág. 454.

⁶³⁴MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 232.

aplicaría el art. 282 bis a casos que no podrían ser subsanados en el delito de estafa común del art. 248; o sea, cuando la falsedad no fuera idónea para generar error en los destinatarios⁶³⁵.

La “falsedad” no puede ser burda, evidente, irrisoria, o “grosera” como denomina QUERALT JIMENEZ. Téngase en cuenta, que es “parte integrante” del folleto, y es obvio que un sistema tan garantista como el diseñado en la CNMV, no pasaría el control del Registro⁶³⁶.

Si bien, como “tal verificación, en nada prejuzga el contenido, buen fin o acierto de lo que se le presente para poder lanzarse un emisor de mercado “Superar esta barrera no es en absoluto difícil para alguien experto en la autopresentación a los mercados financieros”.

Para otros autores, sin embargo es cuestionable la posibilidad de cometer el falseamiento por omisión de datos. En este sentido CORCOY BIDASOLO y MIR PUIG, nos hablan que en este caso tendría que traer causa de un “falseamiento anterior”, ya que en otro caso habría posibilidades de aplicar “el error”, favorecido por la indefinición en diversos aspectos de la normativa que regula. Así las cosas opinan estos autores que sólo cabe la “comisión dolosa” siendo un delito mutilado en dos actos, (como hemos visto en páginas anteriores) en cuanto que la acción del sujeto activo trasciende la acción típica actual dirigiéndose ésta a realizar otra actividad posterior del mismo sujeto, lo que se pone de manifiesto en la persecución de estos tres fines: a) propósito de captar inversores o depositante, b) colocar cualquier tipo de activo financiero, c) obtener financiación por cualquier medio⁶³⁷.

Naturalmente debe tratarse de una falsedad documental, y como dice RODRIGUEZ PUERTA este falseamiento de los datos económicos de la empresa puede realizarse haciendo constar informes favorables falsos o incorrectos o silenciando hechos desfavorables en folletos, resúmenes, informes o en las propias páginas webs de la entidad emisora de la información⁶³⁸.

La omisión se produciría cuando estando la sociedad obligada a publicar cualquier hecho que pudiera afectar a la cotización del valor a través de los hechos relevantes notificados a la CNMV su “falta de comunicación”, equivaldría a la acción, ya que, provocaría un error en el inversor que creería que invierte en un producto seguro, como dicen BONILLA PELLA y GOMEZ MARTIN constituiría un falseamiento de la información que la sociedad debe publicar y difundir⁶³⁹.

⁶³⁵MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 113.

⁶³⁶QUERALT JIMENEZ J. op.cit(*Derecho penal Español. Parte especial*). Epígrafe 23.

⁶³⁷CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG.op.cit(*art 282 bis*). pág. 624

⁶³⁸RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E. op.cit(Comentario al artículo 282 bis)pág. 314.

⁶³⁹BONILLA PELLA, J.op.cit (estafa de inversiones) pág. 2566. GOMEZ MARTIN, V. op.cit(Sabotaje informático, top manta, importaciones paralelas y fraude de inversores: ¿algunos exponentes de un nuevo

Es lamentable que no se exija expresamente que la falsedad se haga de forma “idónea” para causar un perjuicio a los sujetos pasivos, de forma similar a lo que sucede en el art. 290, indica FARALDO CABANA. En cualquier caso, es exigible que la falsedad no sea superficial o inconsistente, sino que tenga capacidad para engañar a los destinatarios, pues integra la peligrosidad ex ante de la conducta⁶⁴⁰.

Cabe plantear también si es necesario que la falsedad hubiera impedido en efecto a los sujetos pasivos conocer la verdadera situación de los recursos, actividades y negocios de la sociedad emisora. Nos decantamos por la conclusión negativa. La reforma de 2010 ha optado por configurar este tipo delictivo como una estafa intentada, probablemente para evitar problemas de prueba. Lo que lleva concluir que no es necesario acreditar que la falsedad (el engaño) ha producido un error efectivo en los destinatarios, siendo suficiente la prueba del elemento subjetivo.

2.3 El falseamiento de la información que la sociedad de valores debe publicar

La doctrina mayoritaria del Tribunal Supremo, en opinión ESCRIBUELA CHUMILLA estima que el art. 390.1.2 no acoge el restrictivo concepto de autenticidad en sentido estrictamente subjetivo defendido ampliamente por la doctrina, y que identifica el documento auténtico exclusivamente con el documento genuino. En términos generales un documento es verdadero cuando su contenido concuerda con la realidad que materializa. Y que es genuino cuando procede íntegramente de la persona que figura como su autor. Pero no debe confundirse el documento “genuino” con el documento auténtico. Pues el término autenticidad tiene en nuestro lenguaje un significado más amplio y profundo que el mero dato de la procedencia o autoría material. Un documento simulado no es considerado en el lenguaje ordinario ni en el ámbito jurídico como “auténtico” por el mero hecho de que la persona que aparece suscribiéndolo coincida con su autor material. Auténtico, según el Diccionario de la Lengua Española en su primera acepción, significa “acreditado de cierto y positivo por los caracteres, requisitos o circunstancias que en ello concurren”, por lo que constituye un término que se vincula también con la veracidad (cierto), mientras que “genuino” significa “puro, propio, natural, legítimo”, sin especial vinculación con la veracidad y sí con la procedencia (“propio”, de quien lo emite). En este sentido constituye el entendimiento natural del término estimar que “es inauténtico lo que carece absolutamente de verdad⁶⁴¹”.

derecho penal económico?). pág. 16 No olvidemos que el tipo exige que la falsedad recaiga sobre información que la “sociedad tiene que publicar y difundir”.

⁶⁴⁰FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1088

⁶⁴¹ESCRIBUELA CHUMILLA F.Jop.cit (Todo Penal).pág 1431

En definitiva, estadoctrina del TS acoge un criterio lato de autenticidad, por estimar que es el que refleja más claramente el sentido y finalidad de la norma, así como el entendimiento usual del término en nuestro idioma. También se toma en consideración el bien jurídico protegido, ya que estos delitos tutelan la propia funcionalidad social del documento, que va más allá de su consideración procesal como medio de prueba, resultando relevante para el cumplimiento de esta función, la fiabilidad de su objeto y no solamente la de su autoría. Por todo ello, la doctrina mayoritaria ha optado por una interpretación lata del concepto de autenticidad, incluyendo tres supuestos, para la aplicación del art. 390.1.2.⁶⁴²

En cuanto al tipo de falsedad referida al primer párrafo del art. 282 bis donde no hay elemento de aptitud, explican RODRIGUEZ PUERTA y MORON LERMA (a diferencia que en el ámbito societario art. 290 CP) se debe perseguir la captación de inversores o capitales para integrar la infracción del art. 282 bis⁶⁴³.

Es cierto que como quiera que (además de la información contenida en los folletos de emisión) el “tipo” alude también a la actividad de falsear “las informaciones” que la sociedad debe publicar y difundir, cabría interpretar que el tipo no solo abarca el falseamiento del documento en si mismo considerado que contiene la información, sino que comprende además (como dicen estos autores) el falseamiento en el propio canal de publicación de la información⁶⁴⁴.

Debe repararse en que el precepto no puntualiza que la conducta delictiva consista en “publicar los datos falsos”, sino en “falsear” los documentos que han de ser objeto de difusión. En este punto se aleja del artículo 282, que castiga expresamente la realización de falsedades en la “actividad publicitaria”, lo cual implica la configuración de la conducta típica como publicación de datos falsos.

⁶⁴²ESCRIHUELA CHUMILLA F.Jop.cit (Todo Penal).pág 1431.

⁶⁴³RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E. op.cit (Comentario al artículo 282 bis). pág. 314. En conclusión dentro de los documentos mencionados en el art. 282 bis CP se consideraran en todo caso “valores negociables”, pero también a fortiori los siguientes documentos: -Las acciones de sociedades y los valores negociables equivalentes a las acciones, así como cualquier otro tipo de valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes a las acciones, por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren. -Las cuotas participativas de las Cajas de Ahorros y de asociación de la confederación española de Cajas de Ahorro. -Los bonos, obligaciones y otros valores análogos representativos de parte de un empréstito, incluidos los convertibles o canjeables. -Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias. -Los bonos de titulización. -Las participaciones y acciones de instituciones de participación colectiva. -Los instrumentos del mercado monetario, entendiéndose como tales las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario, tales como letras del tesoro, certificados de depósito y pagarés. -Las participaciones preferentes. -Las cédulas territoriales. -Los “warrant” y demás valores negociables derivados que confieran el derecho a adquirir o vender cualquier otro valor negociable, o que den derecho a una liquidación en efectivo determinada por referencia (entre otros, valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas, u otros índices o medidas). -Los demás a los que las disposiciones legales o reglamentarias atribuyan la condición de valor negociable.

⁶⁴⁴MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Derecho penal económico*) pág. 264.

Lo lógico, señala PUENTE ABA hubiera sido que el tipo penal se centrara en la “publicación de las informaciones falsas”. Así ocurre con preceptos semejantes en otros ordenamientos europeos, como por ejemplo el alemán (artículo 264a StGB del Código Penal) o el italiano (artículo 173 bis TUF del Texto Único de Intermediación en materia financiera, Decreto legislativo 28.02.1998, nº 58), que se centran en castigar la “publicación o comunicación” de informaciones falsas en el ámbito de las ofertas dirigidas a posibles inversores. No lo ha considerado así el legislador español. El tipo penal del art. 282 bis se centra no en la publicación sino en la realización de la falsedad de la información económico-financiera⁶⁴⁵.

Si el sujeto activo (administrador) publica los datos falsos pero no ha realizado la falsedad documental quedaría fuera del ámbito punitivo del art. 282 bis.

De ahí que la conducta que en realidad debería tipificarse sería la de “publicar” los datos falsos, como se decía a la sazón en el Proyecto de CPde 1980. O bien, “consignar en sus noticias o comunicaciones al público hechos contrarios a la verdad”, como se decía en el art. 734 CP de 1928⁶⁴⁶.

Esto es, conductas posteriores a la falsificación documental y que podían ser realizadas por una persona distinta del falsificador (lo que no se ha tipificado –indicamos por nuestra parte- en el tenor literal del delito objeto de estudio⁶⁴⁷).

Interpretando el art. 282 bis que alude a la actividad de falsear las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir, cabría interpretar “laxamente” que la falsedad no solo alude al documento en sí mismo, sino que comprendería además “el falseamiento en el canal de publicación de la información” (como hemos indicado *supra*⁶⁴⁸).

No obstante, nos parece más adecuada, la interpretación restrictiva más acorde con el principio de legalidad que lleva a cabo MARTINEZ-BUJAN PEREZ; según el cual, el legislador no habría empleado ni el verbo falsear, ni delimitado el círculo de los sujetos activos (administradores) y no habría castigado con mayor pena el delito del art. 282 bis que el del art. 290⁶⁴⁹.

En opinión de PUENTE ABA si la finalidad del precepto es la de tutelar al inversor, el sustrato de la “conducta típica” debería estar en la publicidad de los datos falsos, de tal modo que se pueda inducir a error a un considerable número

⁶⁴⁵PUENTE ABA, L.M. op.cit (*Delitos económicos contra los consumidores y delito publicitario*). Pág. 229. También la autora PUENTE ABA, L.M.op.cit (El art. 282 bis del Código Penal): págs. 61 - 62.

⁶⁴⁶MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 118.

⁶⁴⁷PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores). pág. 62.

⁶⁴⁸VILLACAMPA ESTIARTE, C.op.cit (Las falsedades contables en el Proyecto de ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007). pág. 119.

⁶⁴⁹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 119.

de personas, con el consecuente riesgo de generar múltiples perjuicios económicos⁶⁵⁰.

Lo que provoca el legislador es un solapamiento con el artículo 290 del CP, que castiga la falsedad en aquellos documentos que deben reflejar la situación jurídica o económica de una entidad⁶⁵¹.

Es evidente que en esta genérica descripción típica de este último delito pudiera entenderse que tiene cabida la falsedad en folletos informativos u otros documentos que hayan de publicarse en relación con las ofertas efectuadas en el mercado de valores (autores en esta línea FARALDO CABANA, CORCOY BIDAULO y MIR PUIG, ZABALA LOPEZ-GOMEZ)⁶⁵².

En fin, con una exégesis amplia (que choca con la literalidad del art. 282 bis), cupiera entender que el delito acogiese el “falseamiento de informaciones comunicadas oralmente”, siempre que se tratase de una información que la sociedad debe difundir conforme a la legislación del mercado de valores⁶⁵³.

La conducta ha de ser objetivamente adecuada y subjetivamente orientada a la captación de inversores o depositantes. Como indica SILVA SANCHEZ, la conducta falsaria debe haber constituido un riesgo “*ex ante*” jurídicamente desaprobado, en términos tanto cuantitativos como cualitativos. Sea como fuere, para la adecuada comprensión de las conductas típicas conforme al art. 282 bis, resulta imposible sin el recurso a la legislación del mercado de valores. Falsedad debe haberse producido en la información económico-financiera contenida en el folleto de emisión de cualquier instrumento financiero⁶⁵⁴.

La doctrina entiende que se exige una “falsedad objetiva”. Es decir, una discordancia real y objetiva entre lo manifestado en el documento, y lo que existe en realidad. Así quedarían fuera del tipo todas aquellas manifestaciones que son calificadas por la doctrina (por todos PUENTE ABA), como simplemente “engañosas”. Es decir, los casos en que el documento es veraz pero su forma de presentación o de expresión puede inducir a error a los receptores del mensaje.

En este sentido, se plantea la doctrina el contenido de los “juicios de valor”, ya que esta es una cuestión que puede suscitarse en los folletos

⁶⁵⁰PUENTE ABA, L.M.op.cit (*Delitos económicos contra los consumidores y delito publicitario*).pág. 229. También PUENTE ABA, L.M.op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 62.

⁶⁵¹PUENTE ABA, L.M. op.cit. Pág. 229. También PUENTE ABA, L.M.op.citpág. 62.

⁶⁵²FARALDO CABANA, P.op.cit(Art. 282 bis) en *Comentarios al Código Penal*. pág. 1088. CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG. (art 282 bis)pág. 624. ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit(*Los delitos bursátiles*). págs. 186-188.

⁶⁵³VILLACAMPA ESTIARTE, C. op.cit (Las falsedades contables en el Proyecto de ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007). pág. 119.

⁶⁵⁴SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit (*El delito de estafa de inversiones*)pág. 397.

informativos; dado que además de datos objetivos de la sociedad emisora de valores, se incluyen también factores de riesgo que puede comportar la inversión⁶⁵⁵.

Y así, explica PUENTE ABA, que aquellos pueden prevenir de la situación de endeudamiento de la sociedad o la actividad de la propia sociedad emisora en relación con factores de diversa índole, como los países en los que opera o las posibilidades de que pueda cesar drásticamente su actividad⁶⁵⁶.

La conducta se consuma con el falseamiento de la información, y no requiere el elemento de la idoneidad. Es precisamente la falta de la “idoneidad” de la falsedad para causar un perjuicio económico a los sujetos pasivos, lo que le diferencia de los delitos de los arts. 282 y el art. 290⁶⁵⁷.

Explica PUENTE ABA el asunto de los “juicios de valor” y transcribe el ejemplo de la incorporación al documento de factores “subjetivos” como el “riesgo inherente” a una operación financiera (su coste, endeudamiento y otros elementos significativos). Si las apreciaciones de riesgo descansan sobre hechos “objetivamente computables”, y estos de base son “falsos”. Estamos con la autora citada, en que nos situamos ante una auténtica “falsedad objetiva⁶⁵⁸”.

Entendemos, por nuestra parte, que una valoración subjetiva desde la diligencia del buen profesional, en torno a los “riesgos” de una operación, nunca puede entenderse falsedad; pero al contrario se calificarían como falsas las alegaciones objetivas que sean susceptibles de recibir un juicio de veracidad. Si bien, desde nuestro punto de vista, se partiría de la “objetividad inconfusa” del juicio de veracidad, que también, puede estar sometido a elementos y variables subjetivamente inexactos y no por ello falsarios. En fin, tendría que ser una falsedad eficaz, determinante para captar inversores y basada en una información falsa por parte de quien realice ese juicio de valor.

Además, el hecho que no se exija la idoneidad para causar el perjuicio, encaja mal con la regulación de la LMV. Su carácter objetivo, como apto *ex ante* para provocar el acto dispositivo, no permite desvincularlo totalmente del

⁶⁵⁵MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 112.

⁶⁵⁶PUENTE ABA, L.M.op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores). págs. 62-64Y asimismo, MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 112.

⁶⁵⁷MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit pág. 113.

⁶⁵⁸PUENTE ABA, L.M.op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 64 y ss. Interesante la opinión de SGUBBI, F. (citado por la autora). “Il falso in prospetto”. En *Dirittopenale del mercatofinanziario*. SGUBBI, F.; FONDAROLI, D. y TRIPODI, A.F. Edit. CedamPadova. Padova, 2008. pág. 228, quien explica que más allá de los datos objetivamente comprobables sobre los que descansan las valoraciones de riesgo, nos encontramos ante pronósticos de peligrosidad futura, ante juicios de valor subjetivos que no pueden ser sometidos a una comprobación estrictamente objetiva

inversor que es engañado, y este puede ser de la más variada naturaleza, desde el pequeño inversor a la más sofisticada de las entidades financieras⁶⁵⁹.

3. La falsedad de los documentos y su difusión

El art. 282 bis castiga con pena de prisión de uno a cuatro años la conducta de falsear la información económico-financiera contenida en los documentos analizados anteriormente, que han de ser objeto de publicación por parte de la sociedad.

De *legeferenda* en una posible modificación del art. 282 bis sería conveniente “exigir la idoneidad” para la obtención del crédito o la inversión. Y, de haberlo hecho de *lege lata* se habría construido un tipo penal más atento a las exigencias del principio de ofensividad⁶⁶⁰. En la misma línea interpretativa se manifiestan MARTINEZ-BUJAN PEREZ⁶⁶¹, FARALDO CABANA⁶⁶² y PUENTE ABA⁶⁶³, exigiendo de futuro la posibilidad de exigir la “idoneidad objetiva” para causar un perjuicio económico a los sujetos pasivos, de igual modo que ocurre con los arts. 282 y 290.

En realidad como el tipo penal exige que se trate de objetos negociables, estamos de acuerdo con QUERALT JIMENEZ en que sólo será de aplicación la normativa extrapenal que contemple éstos y no otro cualquiera de instrumentos financieros. Todo lo anterior sumergiría al operador jurídico penal en un mar de inseguridades incompatibles con la certeza que impone el Derecho fundamental a la legalidad sancionadora y el principio de legalidad⁶⁶⁴.

De todas formas no parece necesario, desde nuestra reflexión, llevar a cabo una serie de puntualizaciones en cuanto al concepto de notificación, registro y publicación de la información económico-financiera, contenido en el documento que va a ser supervisado por la CNMV. Por un lado, a tenor de la reglamentación de la propia CNMV, este organismo regulador no está obligado a notificar individualmente el registro del folleto informativo a cada uno de los inversores.

A nuestro modo de entender el conocimiento, que no “publicación” del acto administrativo que supone su incorporación al Registro de la CNMV se produce desde la difusión del “documento inscrito” en la página web de la CNMV.

⁶⁵⁹BONILLA PELLA, J. op.cit(estafa de inversiones) pág. 2563

⁶⁶⁰MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 233.

⁶⁶¹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 116.

⁶⁶²FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) Pág. 1088.

⁶⁶³PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal)Epígrafe III.

⁶⁶⁴QUERALT JIMENEZ, J. op.cit(*Derecho penal Español*). 2010, epígrafe 23

Se ha criticado esta forma de proceder considerando necesaria la publicación del acto en un Boletín Oficial para que tenga efectos frente a terceros. Una cuestión, es la notificación, y otra bien distinta la publicación. Y que la publicidad a través de la página web de la CNMV no sustituye a la publicación del acto en un Boletín Oficial. En todo caso sería necesario publicar en el “hecho relevante” publicado en la web el contenido completo del acuerdo administrativo para que los inversores pudieran conocer el acto en toda su “integridad sustancial”.

Sea como fuere, debemos aclarar por nuestra parte que el legislador, en nuestro caso, se ha quedado a “medio camino”, pues solo penaliza la conducta de “falsear” y no exige lamentablemente ninguna publicación *ex post*, lo que perjudica al inversor potencial, y genera un alto grado de inseguridad en la dispar interpretación de la conducta típica reseñada en el tipo básico, el “falseamiento”, sin más documental y el perjuicio económico, pero sin exigir ningún “nexo causal”.

La falsedad debe haberse producido por un lado en la información económico financiera contenida en el folleto de emisión de cualquier instrumento financiero. Es decir, cuando hablamos de “información económico-financiera, nos referimos a su patrimonio, liquidez, beneficios., no a toda ella, sino a la contenida en los folletos, no estando incluida la información jurídica⁶⁶⁵.

Si bien, a nuestro juicio, la remisión que hace el precepto a “las informaciones que la sociedad (emisora de valores) debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros” aporta una interpretación más extensiva en cuanto que lo será cualquier falsedad en la utilización de “documentación relevante”, necesaria conforme a lo reglamentado en la LMV. Sino fuera así no tiene sentido esa cláusula genérica y la remisión “en bloque” a la LMV a la CNMV y/o Derechos aplicables.

Compartimos la reflexión de PUENTE ABA, que en el art. 282 bis, frente al tradicional delito de estafa, “se exige sin más que se verifique, por un lado, la falsedad documental, y por otro lado, el daño económico, pero sin exigir la prueba de una auténtica conexión entre ellos”, en opinión de la autora la “aplicación única del tipo agravado del párrafo segundo del artículo 282 bis, quedaría únicamente reservada para aquellos casos en que, junto con la falsedad de los documentos sociales, se constatan perjuicios para los inversores pero sin que pueda demostrarse claramente, ni la inducción a error derivada del documento, ni la conexión directa entre la información falsa y el perjuicio patrimonial”, dado que, si éstos concurren, la estafa resultaría de preferente

⁶⁶⁵CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG.op.cit(art 282 bis)pág 623

aplicación con respecto al tipo cualificado del art. 282 bis, al ser este último precepto, (a su juicio), subsidiario respecto de aquél⁶⁶⁶.

No es de la misma opinión GALAN MUÑOZ para quien, no parece que se pueda atribuir responsabilidad a un sujeto por la generación de un perjuicio patrimonial que no sea, cuando menos, objetivamente imputable a la acción penalmente no permitida que el mismo previamente hubiese realizado, ya que ello supondría admitir una suerte de “*versari in re illicita*” con respecto a la producción de dichos daños completamente incompatible con el principio de culpabilidad⁶⁶⁷.

Procede a continuación analizar la falsedad de la información en los folletos informativos, acudiendo a la LMV para que se entienda en su caso la aplicación del artículo 282 bis. Es así que, en la falsedad de la información, como el tipo penal exige que se trate de objetos negociables, sólo será de aplicación la normativa extrapenal que contemple éstos y no otros cualesquiera de instrumentos financieros⁶⁶⁸.

En consecuencia, en primer término el folleto del lanzamiento de cualquier instrumento es esencial en la regulación del mercado secundario (art. 27 LMV); puesto que allí deben figurar todos y cada uno de los elementos de la emisión, sus perspectivas reales y la situación igualmente real de la emisora. De ahí la importancia en la descripción de la conducta típica consistente en falsear la información económico-financiera. El folleto constituye el elemento racional por antonomasia que desencadena la decisión de los inversores. La aprobación del folleto por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no es más que una confirmación de los requisitos formales por parte del emisor, que constata que se ha cumplido adecuadamente la información básica⁶⁶⁹.

⁶⁶⁶PUENTE ABA, L.M. op.cit(El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores).. págs. 76-77. Y en la misma línea ARMAZA ARMAZA, E.J.op.cit en (Aspectos problemáticos del delito de falsedad en la inversión en los mercados de valores). pág. 96

⁶⁶⁷GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). págs. 143-144, y así concluye que en realidad, para que la producción de un perjuicio patrimonial pueda dar lugar a cualquiera de las cualificaciones del delito de fraude de inversores, éste tendrá que ser consecuencia de que el autor de su falsedad típica consiga con la misma que algún tercero entregue y arriesgue su patrimonio y que sea, precisamente, dicha actuación de la víctima y no otra, la que llegue a generar la merma patrimonial finalmente producida. Se delimita así el proceso causal que tendría que unir la acción típica de este delito con la concreta lesión patrimonial que fundamenta su cualificación y con ello, se restringe de forma significativa el número de las que podrán dar lugar a su apreciación, ya que, entre otras cosas, se excluirá de entre las mismas a todas aquellas que, por más que pudiesen responder a las exigencias de la reseñada teoría, se hubiesen producido como consecuencia de hechos diferentes de la obtención de los actos de disposición patrimonial perseguidos con la falsedad realizada, como podrían ser, por ejemplo, todas aquellas que se hubiesen derivado del hecho de que los antiguos inversores de la sociedad hubiesen visto bajar el precio de sus acciones o valores, precisamente, como consecuencia del descubrimiento de la realización de conductas falsarias posteriores a su inversión, efectuadas, eso sí, para captar a nuevos inversores u otra financiación.

⁶⁶⁸QUERALT JIMENEZ, J. op.cit(*Derecho penal Español. Parte especial*). 6ª Epígrafe nº23

⁶⁶⁹QUERALT JIMENEZ, J.op.cit (*Derecho penal Español. Parte especial*). Epígrafe 23.

Para entender la falsedad es necesario, acudir a las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir sobre sus recursos, actividades y negocios que incluyen, la que los emisores tienen obligación de publicar periódicamente (art. 35 LMV) y las llamadas “otras obligaciones de información” (art. 36 LMV). Así como la que se debe aportar y registrar en la Comisión Nacional del Mercado de Valores en relación con la emisión a negociación en un mercado secundario oficial (art. 26 LMV). Más dudoso es que quepa incluir también la dirigida exclusivamente a la CNMV y que no sea accesible al público, al no estar destinada a los inversores, ni tener capacidad, por tanto, de afectar a sus decisiones de inversión. Y desde luego, lo que no es posible incluir aquí es la falsa información que se presenta ante una entidad financiera, sin llegar a ser hecha pública, para captar financiación⁶⁷⁰.

Es preciso recordar, a tal efecto que la LMV exige a las entidades emisores de valores cotizados la publicación periódica de información económico-financiera y la de los “Hechos Relevantes”, entendiéndose por tales aquellos que pueden influir en la cotización del valor. En este sentido, los datos que deben ser comunicados se hallan exclusivamente detallados en el RD 1362/2007 de 19 de octubre por el que se desarrolla la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores⁶⁷¹.

Es decir, creemos en nuestra opinión que, además de la información sobre la liquidez, solvencia (relación de endeudamiento de las entidades respecto a su patrimonio neto y capitalización) también deben referirse datos de la rentabilidad, los resultados sobre las inversiones, la indicación de los principales indicadores financieros, y las condiciones que han de reunir el emisor y los valores. Todo ello porque, los requisitos de transparencia establecen las informaciones que los emisores que solicitan la admisión a negociación de sus valores deben proporcionar a los potenciales inversores con carácter previo a la admisión.

En resumen, en el concepto genérico de “información financiera” no solo se debe indicar el tipo de información que deber ser incluida; sino también el periodo que debe cubrir. En concreto, se requiere estados financieros auditados consolidados o, en su defecto, individuales, que comprendan un balance, una cuenta de resultados, un estado de variación en el patrimonio neto, un estado de flujos de efectivo y unas notas explicativas. Se debe incluir información comparativa que cubra al menos los tres últimos ejercicios.

Así, entre la información complementaria estaría la normativa fiscal que afecte a los inversores. Los propios informes de los expertos, dividendos de la sociedad, etc.

⁶⁷⁰FARALDO CABANA, P. op.cit(Art. 282 bis) en pág. 1088.

⁶⁷¹RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E.op.cit(Comentario al artículo 282 bis). pág. 314. Todo ello en aras a cumplir el “requisito” de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores están admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la UE.

En conclusión, existirá la obligación de publicar, como “Hecho Relevante” a nuestro juicio, cualquier circunstancia que pudiera afectar a las decisiones de inversión, referida a la situación que garantiza una información veraz en el potencial inversor.

Un extremo de singular relieve en la información económico-financiera son las normas de conducta de las sociedades de emisión de valores y para ello indica el art. 78 LMV “*Las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, las instituciones de inversión colectiva, los emisores y, en general, cuantas personas o entidades ejerzan de forma directa o indirecta actividades relacionadas con los mercados de valores, deberán respetar las siguientes normas de conducta (...)* a) *Las normas de conducta contenidas en el presente título;* b) *Los códigos de conducta (...);* c) *Los contenidos en sus propios reglamentos internos de conducta y el artículo 79 de la LMV que “Las empresas de servicios de inversión (...) deberán atenerse a los siguientes principios y requisitos: a) Comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado; b) Organizarse de forma que se reduzca al mínimo los riesgos de conflictos de interés (...); c) Desarrollar una gestión ordenada (...); d) Disponer de los medios adecuados (...); e) Asegurarse de que dispongan de toda la información necesaria (...).*”

Por ello, como indica TAPIA HERMIDA, “*es claro, pues, que el mercado de valores es una pieza fundamental del sistema financiero y, por tanto, un elemento de capital influencia en la economía del país*”. Máxime si se consideran las tendencias actuales de los mercados de valores, ya en parte antes destacadas, de institucionalización, desregulación, internacionalización, así como el impacto de las nuevas tecnologías⁶⁷².

4. Otros supuestos falsarios discutibles en la integración del tipo

Desde nuestro parecer, considerando la redacción del precepto, suscita dudas razonables, la inclusión en el tipo de otros supuestos, como: la mera falsedad de los citados documentos, pero que no llega a ser difundida al público (ya sea porque aún no ha llegado el momento de publicarla, o incluso porque finalmente se corrige tal falsedad y se difunde información veraz); y la publicación de falsedades en tales documentos por parte de quienes no han intervenido en la confección de la falsedad. Entendemos que *a priori* quedarían excluidos, pues, el sujeto que se limita a publicar o a comunicar los datos falsos

⁶⁷²TAPIA HERMIDA, A.J. op.cit(La Responsabilidad administrativa y civil de los administradores y directores generales de las Sociedades y Agencias de valores). pág. 70. También TAPIA HERMIDA, A.J. “las normas de actuación en los mercados de valores”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 50, 1993. Pág. 316. Asimismo, URETA DOMINGO, J.C. “Las instituciones del mercado: Brokers y dealers, las sociedades y agencias de valores y bolsa”. En *Curso de Bolsa y mercados financieros*. Barcelona, 1996. págs. 273 - 274.

únicamente podría ser castigado por el art. 282 bis, si él ha llevado a cabo la falsedad de los documentos⁶⁷³.

Es decir, entendemos que con el art. 282 bis, no requiere que la información económico-financiera sea efectivamente “difundida” entre el público. La razón estriba en que no es un delito de comunicación de la información falsa; sino un delito de falsedad documental⁶⁷⁴.

Efectivamente solo el tipo del art. 282 bis, se refiere a la falsedad de la información, pero no a la difusión y/o publicación de la información. Ni tampoco exige que sea “idóneo para causar un perjuicio”.

Con mayor precisión, explica por el contrario PUENTE ABA que el primero de los casos citados encajaría de entrada en el artículo 282 bis, teniendo en cuenta que se castiga únicamente la conducta de “falsear”. Como se ha dicho, hubiera sido deseable que el tipo exigiera expresamente la publicación de tal información falsa (como hemos examinado por nuestra parte más arriba). Por una parte, porque la simple falsedad sin posterior publicación ni posible afectación a los inversores implica el castigo de una conducta demasiado alejada del peligro o lesión del bien jurídico protegido. Y por otra parte, porque para ello ya bastaría con el artículo 290, que castiga la simple falsedad en determinados documentos sociales, y que además exige que tal falsedad sea idónea para causar un perjuicio, con lo cual resulta un precepto que exige una mayor ofensividad a la conducta falsaria. En suma, atendiendo al texto del artículo 282 bis, habría que integrar en este precepto las conductas de mera falsedad de los documentos citados, aún en el caso de que no llegasen a ser publicadas; la aplicación de este precepto desplazaría al artículo 290, en virtud del principio de especialidad, puesto que el artículo 292 contempla expresamente la falsedad en unos específicos documentos sociales⁶⁷⁵.

El segundo de los casos citados también resulta problemático a pesar de que lo deseable sería precisamente castigar “la publicación de los documentos falsos”, pues de tal difusión al público deriva el peligro para los intereses patrimoniales. El legislador inadecuadamente ha incriminado el comportamiento de “falsear”. Por tanto, ateniéndonos al texto legal, no cabría incluir en “el tipo” la conducta de quien publica los documentos falsos, si previamente él mismo no ha cometido la falsedad, o no ha dado la orden de cometerla. Pensemos, por ejemplo, que uno de los administradores de una entidad confecciona la información falsa, y posteriormente otro administrador, que no ha participado en la realización de la falsedad, interviene en la publicación de tales documentos inveraces. Naturalmente, apostillamos por nuestra parte que dependería este caso

⁶⁷³MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*) págs. 87-100.

⁶⁷⁴MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit., págs. 87-100.

⁶⁷⁵PUENTE ABA, L.M. op.cit(*Delitos económicos contra los consumidores y delito publicitario*). pág. 229. También PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 63.

de la responsabilidad mancomunada o solidaria de la administración societaria. Dado que el tipo penal no se centra en la publicación de los datos falsos, sino en la realización de la falsedad, no quedaría más remedio que exigir, para la aplicación del precepto que la publicación de los datos falsos provenga de quien ha elaborado la falsedad⁶⁷⁶.

En conclusión podemos establecer después de éste análisis que la “falsedad” en la documentación económico-financiera por parte del administrador de hecho o de derecho causa un peligro potencial en los inversores y/o depositantes. Pero no se exige nexo causal entre la falsedad y el perjuicio patrimonial.

Llega más lejos GALAN MUÑOZ para quien el tipo del art. 282 bis, pone en peligro de forma no permitida “patrimonios de terceros” con lo que en principio quienes las efectúan podrán ser penalmente responsables de los daños en que tales riesgos se lleguen a materializar. Sin embargo, también parece razonable pensar que si los sujetos a los que dichas actuaciones podrían afectar, asumiesen consciente y voluntariamente los riesgos que su realización generó, sería a su propia decisión, y no a la conducta del falsificador, a la que habría que imputar normativamente los perjuicios en que tales peligros se llegasen a concretar⁶⁷⁷.

No parece que fuera responsable el falsificador de la información económico-financiera si el “inversor” conociera la falsedad, y aún así realizase la inversión y/o depósito por considerarlo interesantemente rentable. Nos encontraríamos, ante verdaderos casos de asunción consciente y voluntaria por su parte del riesgo inherente a dichas operaciones, con lo que sería a su decisión y actuación, y no a la inicialmente realizada por el falsificador, a la que se tendrían que imputar los perjuicios en que tales operaciones se viniesen finalmente a materializar; sin que ello, sin embargo, impida que se pueda y se deba tener a este último sujeto, al falsificador, como responsable principal del delito que contempla el tipo básico del referido precepto penal.

Algo parecido sucederá, a nuestro modo de ver, con los casos en los que los perjuicios producidos fuesen consecuencia directa de una crisis sobrevenida

⁶⁷⁶PUENTE ABA, L.M. op.citpág. 63.

⁶⁷⁷GALAN MUÑOZ, A. op.cit(El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 146. ¿Quid? ¿Si se ha realizado la falsedad y los inversores sufrieran perjuicios como consecuencia de la situación económica que oculta el administrador? En estos casos, opina el autor (y compartimos su reflexión), el inversor, el financiador o el depositante habrían cedido su patrimonio sin tener una correcta y completa representación del riesgo que ello realmente le suponía. No sabrían la verdadera situación de la empresa o del entorno económico en que ésta iba a actuar, ni tampoco, por tanto, como la entidad en la que habían decidido invertir podría evolucionar o como podría afrontar la situación de crisis que se le podría plantear, con lo que no habrían asumido ni podido asumir consciente y voluntariamente ninguno de dichos riesgos al realizar su inversión, ni, por tanto, se les podría considerar como normativamente responsables de las concretas pérdidas de lo invertido o disminuciones o desapariciones de los rendimientos o beneficios comprometidos, en que éstas se llegasen finalmente a concretar.

que nada tuviese que ver con la situación económica que el autor del tipo básico de este delito ocultó con su falsedad.

Resulta evidente, en este sentido, que la situación de las empresas puede oscilar como consecuencia de la situación económica general y no sólo en razón del concreto discurrir de su propia actividad o evolución, hecho que es generalmente conocido y aceptado por todos quienes invierten, prestan o depositan su patrimonio a dichas entidades y que, por tanto, obliga a entender si finalmente dichos sujetos terminan sufriendo una merma patrimonial como consecuencia del cambio sobrevenido de dichas condiciones generales y no en razón de la situación empresarial que le ocultó el falsificador, de nuevo nos encontraremos ante perjuicios que se tendrán que imputar a la propia decisión de quien los sufrió y no a la actuación del falsificador, por más que éste hubiese conseguido captar sus fondos mediante la falsedad castigada por el tipo básico del delito del art. 282 bis CP⁶⁷⁸.

Por último, al no exigir perjuicio patrimonial alguno para la consumación de este delito en su tipo básico, nos encontramos con que no puede decirse que se proteja ni el patrimonio de los inversores ni el patrimonio de la persona que decide realizar negocios jurídicos con la sociedad cotizada; sino que se protege un conjunto de bienes jurídicos que hemos venido a denominar “*el correcto funcionamiento del mercado*”, pues no puede decirse que se proteja la puesta en peligro del patrimonio que debe protegerse a través de la tentativa de estafa del art. 248, y como delito consumado de estafa, si es que llega a producirse el repetido perjuicio patrimonial junto con los restantes elementos típicos del delito de estafa. Lo que resulta extraño, y *a priori* un poco desconcertante en que no tiene sentido, tras el primer párrafo del art. 282 bis y, por tanto, es discutible que fuera necesario haber incluido ese párrafo, ya que como expondremos al tratar la problemática concursal de este delito, nos encontramos ante un claro concurso de leyes⁶⁷⁹.

5. La conducta del falseamiento y los valores negociables: La conexión del art. 282 bis con la Ley del Mercado de Valores

La conducta típica, esto es, el falseamiento de la información, debe producirse una vez los valores han empezado a ser negociados en el mercado de valores (por ejemplo, en el caso de los valores cotizados una vez han salido a Bolsa). En caso contrario, el falseamiento sería atípico. El “falseamiento” tendrá por objeto, esencialmente, el folleto de emisión del instrumento financiero. Es preciso recordar, , que a tal efecto, la LMV exige a las entidades emisoras de valores cotizados la publicación periódica de información económico-financiera

⁶⁷⁸GALAN MUÑOZ, A. op.cit pág 146-148

⁶⁷⁹GALAN MUÑOZ, A. op.cit pág 147

y la de los “Hechos Relevantes⁶⁸⁰”, entendiéndose por tales aquellos que pueden influir en la cotización del valor⁶⁸¹.

Tanto los folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros como las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir, constituye como muy bien sintetiza GONZALEZ RUS referencias normativas a interpretar conforme a la legislación del mercado de valores. Así la expresión legal “cualquiera” instrumentos financieros, pudiera hacer pensar que el tipo queda abierto a la admisión de cualquier operación de emisión de valores⁶⁸².

La delimitación concreta de los comportamientos prohibidos queda directamente condicionada por la regulación financiera. Así en la información sobre los recursos, actividades y negocios presentes y futuros, solo sería típico el falseamiento de aquello que “*debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores*”.

Para algunos el que la falsedad en cuestión tenga que proceder de una sociedad emisora de valores “negociados” determina que el injusto de este delito solo se complete en la medida en que la actividad falsaria que le es propia se efectúe en relación a valores que, aunque no coticen en bolsa⁶⁸³, lleguen por lo menos a ser efectivamente comercializados en alguno de los mercados regulados a los que su tipo alude, con lo que dicha negociación pasaría a ser el resultado consumativo del injusto propio de esta figura⁶⁸⁴. propuesta de interpretación que no creemos resulte demasiado sostenible una vez se constata que este delito puede castigar tanto falsedades que se dirijan a producir efectos completamente ajenos a dicha negociación, como también aquellas que se realicen sobre informaciones emitidas incluso años después de que los valores de la entidad de la que procediesen se hubiesen colocado y estuviesen siendo negociados en su seno, lo que, evidentemente, imposibilitará que se pueda considerar a su inicial comercialización como resultado derivado de tal actuación⁶⁸⁵.

⁶⁸⁰GOMEZ MARTIN, V. op.cit (Sabotaje informático, top manta, importaciones paralelas y fraude de inversores: ¿algunos exponentes de un nuevo derecho penal económico?). pág. 16.

⁶⁸¹BONILLA PELLA, J. op.cit “(estafa de inversores). 12/2552; también, BONILLA PELLA, J.op.cit (fraude de inversores) pág 17/6221.

⁶⁸²GONZALEZ RUS, J.J. op.cit(Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones). págs. 603 y 604.

⁶⁸³MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 88; y GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 136.

⁶⁸⁴MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 889, para quien el art. 282 bis CP cubriría una parcela no cubierta por otros tipos penales, la referida la inocuidad del falseamiento en relación con el propósito del autor, lo que no resulta del todo correcto, a nuestro modo de ver, ya que más que hablar de completa inocuidad, habría que incluir en este precepto solo a las falsedades que sean objetivamente idóneas para generar un error en un hombre medio, criterio delimitador propio de la relevancia penal general de las falsedades, como la que estamos analizando y que difiere del sostenido con respecto a la estafa, lo que llevará a que algunas de las conductas que se puedan sancionar por este nuevo delito no lo puedan ser, sin embargo, por el de estafa, por no resultar adecuadas, desde un punto de vista *ex ante*, para generar un error en aquél a quien concretamente las dirigiese su autor.

⁶⁸⁵GALAN MUÑOZ, A. op.cit(El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 136.

La definición del “valor negociable” debería construirse, por tanto, poniéndola en conexión con la idea de “emisión de valores negociables”. Este supuesto concurre cuando se crea un *“conjunto de valores negociables procedentes de un mismo emisor y homogéneos entre sí por formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito, por ser igual su naturaleza y régimen de transmisión, y por atribuir a sus titulares un contenido sustancialmente y régimen de transmisión, y por atribuir a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones”* (art. 4.2 R. D. 291/1992). Como se puede apreciar, a la hora de determinar cuándo existe una “emisión de valores negociables” y no la mera creación individual de un título, la LMV y el R. D. 291/1992 abandonan el tradicional concepto de “serie” y remiten, en cambio, a la noción mucho más flexible e imprecisa de “homogeneidad”. Así el Real Decreto indica que la homogeneidad *“no se verá afectada por la eventual existencia de diferencias entre ellos en lo relativo a su importe unitario; fechas de puesta en circulación, de entrega material o de fijación de precios; procedimientos de colocación, incluida la existencia de tramos o bloques destinados a categorías específicas de inversores; o cualesquiera otros aspectos de naturaleza accesorio. En particular la homogeneidad no resultará alterada por el fraccionamiento de la emisión en tramos sucesivos o por la previsión de ampliaciones”*⁶⁸⁶.

Pero probablemente es a través de la cláusula general o de cierre del art. 2.1.f) R. D. 291/1992 como mejor se puede precisar cuál ha sido el concepto de valor negociable por el que se ha inclinado el legislador español al delimitar el ámbito de aplicación de la normativa sobre ofertas públicas de emisión y ventas de valores. En aquella norma se señala que también *“tendrán la consideración de valores negociables, (...) cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. En particular se entenderán incluidos en el presente apartado las participaciones o derechos negociables que se refieran a los valores o créditos”*.

Pues como dice RECALDE CASTELLS en la “cláusula de cierre” precisamente se incluyen las notas a partir de los cuales la doctrina quiere aclarar el concepto de valor negociable utilizado por el legislador: derechos de contenido patrimonial, procedentes de una misma emisión –idea que debe interpretarse conjuntamente con lo que prevé el art. 4 del mismo Real Decreto sobre homogeneidad de los valores emitidos-, y, en fin, derechos que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, son susceptibles de tráfico generalizado en un mercado de índole financiera⁶⁸⁷.

⁶⁸⁶RECALDE CASTELLS, A. “Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 74. Año XVIII. Edit. Lex Nova. Abril-Junio, 1999. pág. 123.

⁶⁸⁷RECALDE CASTELLS, A. op.cit.págs. 127 - 128.

Y así estamos en la línea discursiva de MORALES GARCIA cuando explica que el tipo limita su alcance a los supuestos en que la sociedad emisora de valores con obligación de suscripción de folleto ha presentado ya los valores a negociación en mercados regulados, han sido aceptados y están ya siendo negociados. El comportamiento falsario sobre la información del folleto desplegará su efectividad sólo en estos casos, excluyéndose aquellos en que se emite el valor con su correspondiente folleto pero sin intención de ser negociado en mercado secundario⁶⁸⁸.

Podría, sí, discutirse teóricamente la tentativa cuando el falseamiento de la información del folleto se lleva a cabo por la sociedad emisora del valor para ser negociado en mercados secundarios y antes de que dicha negociación se produzca. Téngase en cuenta que entre la emisión del valor y el folleto y su efectiva negociación en el mercado regulado correspondiente, el folleto deberá ser objeto de registro en la CNMV, el valor objeto de admisión a cotización, lo que requerirá el acuerdo correspondiente con la entidad gestora del mercado regulado de que se trate, etc. Se trata además, de un camino, el que media entre la pretensión de negociación del valor y su efectiva negociación en el mercado regulado correspondiente que se encuentra altamente regulado.

Y esto es así, ahondamos por nuestra parte, porque los emisores de instrumentos financieros y de “valores negociables están obligados a la transparencia informativa con el inversor y/o depositante tanto en el momento de la “emisión” de los valores, como después en la “negociación”.

De ahí, que la mejor doctrina (por todos) TAPIA HERMIDA reconduce estas obligaciones a disposiciones normativas de necesaria observancia por un lado para la admisión de los valores el Título III (arts. 25 a 30 ter.) y el art. 32 de Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores desarrollado en este sector pro el RD 1310/2005 de 4 de Noviembre. Y en lo que respecta a la permanencia de los valores en la “negociación”, las sociedades emisoras de valores –pensamos nosotros- (en sentido amplio –por lo que hemos visto supra-) deben cumplir una serie de prescripciones⁶⁸⁹.

De ahí que cupiera plantearse que los “administradores y/o intermediarios de estas sociedades falsearan la información financiera periódica (regulada en el art. 35 LMV) y pudiera encajar en la conducta descrita en el art. 282 bis; falseándose la información financiera y transgrediendo el requisito de la transparencia informativa sobre los “emisores”, cuyos valores estuviesen

⁶⁸⁸MORALES GARCÍA, O. op.cit (Art. 282 bis Código penal) pág. 892.

⁶⁸⁹TAPIA HERMIDA, A. J., “Modificación de la normativa reglamentaria sobre transparencia en el mercado de valores. El Real Decreto 1968/2012”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 129, 2013. págs. 332-335.

admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado (como explica TAPIA HERMIDA) regulado de la Unión Europea⁶⁹⁰.

En conclusión, habría que entender que el concepto de “valor negociable” en el ámbito que nos ocupa, sería cualquier derecho de contenido patrimonial que fuese susceptible de tráfico en el mercado de valores: acciones de sociedades y los valores negociables equivalentes a las acciones, las cuotas participativas de las Cajas de Ahorros, bonos (incluso los bonos de titulación –valores emitidos por un fondo de titulación, constituido por los activos con los que se constituyese ese fondo, por ejemplo, los hipotecarios), obligaciones, valores análogos, letras del tesoro, certificados de depósito, participaciones preferentes, los “warrants” (los derechos de opción sobre valores). Y como bien argumenta PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, los demás a los que las disposiciones legales o reglamentarias atribuyen la condición de “valor negociable⁶⁹¹”.

De todas formas la doctrina bursátil aconseja la definición de un concepto unitario de valor negociable en sentido restringido que no sea un mero marco delimitativo de la aplicación de la normativa del mercado de valores, sino que pueda tener aplicación jurídica general, en particular, en lo que se refiere a su relación con los conceptos propios del Derecho mercantil. No obstante, esta noción de valor negociable unitaria y relacionada con el concepto tradicional de valor mobiliario –entendido como referible tanto a los títulos-valor como a las anotaciones en cuenta- contradice los fines jurídico-políticos de promoción de la “transparencia” y de apoyo institucional del mercado que inspira al Derecho del mercado de valores. La noción unitaria de valor negociable no es factible cuando los fines del Derecho del mercado de valores son muy diversos en cada uno de los sectores atendidos, por lo que en ellos no se puede segmentar la realidad de la misma manera. Por otro lado, la noción “estricta” de “valor” hace referencia a un régimen de Derecho privado relativo al ejercicio y transmisión de los derechos patrimoniales. Se trata, por tanto, de una cuestión que se sitúa fuera de los intereses y confines del Derecho del mercado de valores⁶⁹².

Es conveniente que aclaremos algunos conceptos necesarios para entender la admisión de valores y/o ciertamente financieros a negociación en el mercado de valores.

⁶⁹⁰TAPIA HERMIDA, A. J.op.cit, pág 332. Y asimismo, también TAPIA HERMIDA, A. J. “Sociedades Anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición”. En Monografías, nº 9. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*. Edit. La Ley. Madrid, Junio 2012. pág. 95 y ss.

⁶⁹¹PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L.op.cit (Los mercados de valores). págs. 51 - 52.

⁶⁹²RECALDE CASTELLS, A. op.cit (Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores). pág. 155. También CACHÓN BLANCO, J. E. “Análisis jurídico de los conceptos de “valor negociable” e “instrumento financiero””. En *Revista de derecho mercantil*, n 221, 1996. pág. 779.

También SALINAS ADELANTADO, C. *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*. Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 1996. pág. 76 y comenta que “su eficacia (la del concepto de valor negociable) es distinta según la materia de que se trate”, de donde cabe dudar del alcance normativo de ese concepto unitario que en realidad posee una eficacia jurídica distinta en cada sector que pretende ordenar o delimitar.

En primer lugar, la admisión de los valores a negociación en un mercado secundario oficial exige el acuerdo del organismo rector de ese mercado regulado al que el emisor solicita la admisión⁶⁹³. Así efectivamente el art. 32.1 LMV dice: “*La admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales requerirá la verificación previa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores del cumplimiento de los requisitos y procedimiento establecidos en esta ley y en sus normas de desarrollo. En el caso de los valores negociables en las Bolsas de Valores, dicha verificación será única y válida para todas ellas. La admisión a negociación en cada uno de los mercados secundarios oficiales requerirá, además, el acuerdo del organismo rector del correspondiente mercado, a solicitud del emisor, quien podrá solicitarlo, bajo su responsabilidad, una vez emitidos los valores o constituidas las correspondientes anotaciones*”.

El acuerdo de admisión debe adaptarse en conformidad con las reglas de admisión a negociación que hayan establecido esos mercados. Es decir, con conocimiento de las sociedades rectoras de esos mercados.

Como explica HIERRO ANIBARRO una vez se produce la admisión en el mercado, el emisor pierde protagonismo en relación con la organización de la negociación de los valores emitidos. La ley establece que un instrumento financiero admitido a negociación en un mercado regulado podrá ser admitido posteriormente a negociación en otro mercado secundario oficial, aun sin consentimiento del emisor y de conformidad con lo dispuesto en materia de admisión a negociación en la LMV y el RD 1310/2005⁶⁹⁴.

⁶⁹³ HIERRO ANIBARRO, S. op.cit (Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizados). pág. 323; ALONSO UREBA, A. “Inexactitudes u omisiones en el contenido del Folleto Informativo con motivo de una emisión/ oferta de valores (en torno a los arts. 20 y 21 RD 291/1192)”. En *Estudios Homenaje a Aurelio Menéndez. Tomo III: Contratos mercantiles, Derecho Concursal y Derecho de la Navegación*. IGLESIAS PRADA, J.L. (Coord.)Edit. Civitas. Madrid, 1996. págs. 3077-3108. Asimismo, MINGUEZ PRIETO, R. “Entidades emisoras de valores negociables”. En *Instituciones del mercado financiero. Vol. VI*. MARTINEZ-SIMANCAS SANCHEZ, J./ALONSO UREBA, A. ((dir)s.). La Ley. Madrid, 1999. págs. 3465-3486. Del mismo modo SANCHEZ ANDRES, A. “La admisión de volver a cotización oficial”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 5, 1982. págs. 79-116.

⁶⁹⁴ HIERRO ANIBARRO, S.op.cit Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizados). pág. 325. También TAPIA HERMIDA, A.J.op.cit (El desarrollo reglamentario del Régimen de las emisiones y ofertas públicas de ventas de valores). págs. 301-309. Así mismo también del mismo autor “Los folletos informativos en el mercado de valores: La Orden de 12 de julio de 1993”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 51, 1993. págs. 867-875; ALONSO UREBA, A. “Inexactitudes u omisiones en el contenido del Folleto Informativo con motivo de una emisión/ oferta de valores (en torno a los arts. 20 y 21 RD 291/1192)”. En *Estudios Homenaje a Aurelio Menéndez. Tomo III: Contratos mercantiles, Derecho Concursal y Derecho de la Navegación*. IGLESIAS PRADA, J.L. (Coord.)Edit. Civitas. Madrid, 1996. págs. 3077-3108. Asimismo, MINGUEZ PRIETO, R. “Entidades emisoras de valores negociables”. En *Instituciones del mercado financiero. Vol. VI*. MARTINEZ-SIMANCAS SANCHEZ, J./ALONSO UREBA, A. ((dir)s.). La Ley. Madrid, 1999. págs. 3465-3486. Del mismo modo SANCHEZ ANDRES, A. “La admisión de volver a cotización oficial”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 5, 1982. págs. 79-116.

Así el art. 32 bis 3 LMV dice: *“Un instrumento financiero que haya sido admitido a negociación en un mercado secundario oficial o en un mercado regulado de otro Estado miembro podrá ser admitido posteriormente a negociación en otro mercado secundario oficial, aun sin el consentimiento del emisor y de conformidad con lo dispuesto, en materia de admisión a negociación, en esta Ley y en el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos. El mercado secundario oficial deberá informar al emisor de esta circunstancia. El emisor no estará obligado a facilitar directamente la información requerida en el apartado 2 a ningún mercado secundario oficial que haya admitido los instrumentos financieros a negociación sin su consentimiento. En estos casos, será la sociedad rectora del propio mercado la que deberá contar con los medios necesarios para obtener y difundir esa información”*.

En este sentido resulta útil remitirse a la Circular 1/2008 de 30 de enero de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información periódica de los emisores, con valores admitidos a negociación en mercados regulados relativa a los informes financieros. Y también es importante conocer la Orden EHA/3050/2004 de 15 de septiembre, sobre la información de las agrupaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras de valores admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales.

La Información Relevante a la que se refiere el art. 82 LMV⁶⁹⁵, es muy importante resaltar que el emisor debe remitir esta información a la CNMV para su incorporación al Registro Oficial. Así el art. 92 g de la LMV: *“Un registro de información regulada, que deberá incluir la información señalada en los artículos 35, 35 bis 1, 53, 53 bis y 82 de la presente Ley. También se incluirán*

⁶⁹⁵ Art. 82 LMV: *“1. Se considerará Información Relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario.*

2. Los emisores de valores están obligados a hacer pública y difundir, en los términos que reglamentariamente se establezcan, inmediatamente al mercado toda información relevante. Asimismo remitirán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores esa información para su incorporación al registro oficial regulado en el artículo 92 de esta Ley.

3. La comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá hacerse simultáneamente a su difusión por cualquier otro medio y tan pronto como sea conocido el hecho, se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contrato con terceros de que se trate. El contenido de la comunicación deberá ser veraz, claro, completo y, cuando así lo exija la naturaleza de la información, cuantificado, de manera que no induzca a confusión o engaño. Los emisores de valores difundirán también esta información en sus páginas de internet. No obstante, cuando la información relevante pueda perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los valores del emisor o poner en peligro la protección de los inversores, el emisor deberá comunicar la Información Relevante, con carácter previo a su publicación, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que la difundirá inmediatamente.

4. Un emisor podrá, bajo su propia responsabilidad retrasar la publicación y difusión de la Información Relevante cuando considere que la información perjudica sus intereses legítimos, siempre que tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de dicha información. El emisor informará inmediatamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores”

los requerimientos oficiales de la Comisión para la remisión, ampliación o revisión del contenido de la información a la que hace referencia el artículo 35”. La obligación de información continuada engloba todo cambio en los derechos inherentes a los valores⁶⁹⁶.

La utilización de un criterio que atiende al “objeto” negociado a la hora de precisar el ámbito de aplicación del Derecho del mercado de valores es el que parece recogido en el ordenamiento español con motivo de la aprobación en 1988 de la LMV. En esta ley, sin embargo, el término de referencia era “valor negociable”. En efecto el artículo 2 LMV 1988 señalaba que “quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, agrupados en emisiones”. Las normas de la referida ley, luego, harían constante invocación al término “valor negociable” aunque, en ocasiones, la referencia utilizada era simplemente la de “valor”. También las normas reglamentarias que desarrollaron la LMV a menudo acotaron formalmente la materia regulada en función de la noción de “valor” o de “valor negociable”. De ahí la importancia de precisar el concepto de valor y de valor negociable.

Por otro lado, las dificultades para precisar el concepto de “valor negociable” provienen de que la “necesidad de protección” del inversor no surge por igual en todos los ámbitos a los que se extiende el Derecho del mercado de valores. Este sector del ordenamiento y, a partir de él, la atribución a la CNMV de competencias de control y de promoción de información pública, sólo se justifican cuando la naturaleza de la inversión o la forma de proponerse la operación no permiten al inversor medio valorar por sí solo el alcance de los riesgos que asume. Pues bien, las exigencias no son las mismas en el régimen del mercado primario, en la regulación de los mercados secundarios, en el régimen relativo a las adquisiciones de empresas realizadas mediante ofertas públicas, cuando se trata de la regulación de los “insiders”, o cuando se determina el

⁶⁹⁶ Art. 35 bis LMV:1. *Los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, cuando España sea Estado miembro de origen, harán público y difundirán todo cambio en los derechos inherentes a dichos valores. Igualmente harán pública y difundirán información sobre las nuevas emisiones de deuda. Los emisores remitirán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores dicha información para su incorporación al registro oficial regulado en el artículo 92 de esta Ley.*

Reglamentariamente se establecerán las excepciones a la obligación establecida en el párrafo anterior, los requisitos para la publicación y difusión de esta información así como para su remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. Los emisores cuyas acciones u obligaciones estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea se asegurarán de que todos los mecanismos y la información necesarios para permitir que los accionistas y los tenedores de obligaciones ejerzan sus derechos estén disponibles en España cuando sea el Estado miembro de origen y de que se preserve la integridad de los datos. A tales efectos, para los emisores de acciones que cotizan en un mercado secundario oficial dicha obligación se entenderá cumplida mediante la aplicación de lo dispuesto en el artículo 117 de esta Ley y sus normas de desarrollo. Reglamentariamente se establecerán los requisitos aplicables al resto de los emisores. Lo dispuesto en este apartado no será de aplicación a los valores emitidos por los Estados miembros de la Unión Europea, las Comunidades Autónomas, los entes locales y las demás entidades análogas de los Estados miembros.

régimen aplicable a las empresas intermediarias que operan en los mercados de valores.

La Ley del Mercado de Valores no da una definición de “valor negociable”, sino que se limita a señalar alguna de sus características. Y así en palabras de SALINAS ADELANTADO serían su carácter negociable y la agrupación en emisiones. Es decir, que los valores negociables deben ser derechos de contenido patrimonial. Aunque sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera. Es decir, añadimos por nuestra parte, los mercados secundarios oficiales (Vide art. 31 LMV⁶⁹⁷).

Y cuando hablamos de la agrupación de emisiones, no es sino una característica “extrínseca de su negociabilidad”. Y lo que quiere decir es que es un mismo emisor que oferta valores homogéneos.

Volviendo al concepto de la negociabilidad, sólo este criterio permite perfilar como razona LOPEZ SANTANA un concepto único de valor negociable válido para todo el mercado de valores y que, a su vez, cumpla la función delimitadora del ámbito de aplicación de su normativa reguladora con la que fue introducido –que, recordemos, comparte hoy con el de instrumento financiero-. Cosa distinta será que los concretos derechos o instrumentos que puedan ser incluidos en el referido concepto de valor negociable sean distintos según atendamos a los distintos ámbitos o sectores en los que a su vez se divide el mercado de valores, pudiéndose incluso sostener que desde el punto de vista del mercado secundario, la negociabilidad exige la existencia de un mercado secundario oficial en el que expresamente se admita que el tipo de valor en sí pueda ser negociado, o que desde la perspectiva del mercado primario sea necesario que el valor pueda ser objeto de tráfico impersonal⁶⁹⁸.

Pero no tenemos que olvidar, y es importante para entender la dificultad de facto de la falsedad de la información económico-financiera, de la que nos habla el art. 282 bis, que los valores negociables, si bien rigen por el principio de libertad de emisión; sin embargo están sujetos a unos requisitos previos, por ejemplo, que debe presentarse toda la documentación ante la comisión pero su verificación y registro (art. 26 LMV).

Así en particular, la entidad emisora ha de presentar, una vez adopten sus órganos el correspondiente acuerdo de emisión de valores, una comunicación previa, en la que se identifiquen los elementos esenciales de la misma, de modo fundamental el emisor, así como la naturaleza de valores. La finalidad de esta comunicación es para facilitar a los inversores la transparencia informativa pero

⁶⁹⁷SALINAS ADELANTADO, C.op.cit (El concepto de valor negociable). pág. 629.

⁶⁹⁸LOPEZ SANTANA, N. op.cit (El ámbito objetivo del mercado de valores: Delimitación del concepto “valor negociable” tras la introducción del concepto “instrumento financiero” y aproximación a este último). pág. 97.

como explica FUERTES LOPEZ, la entidad queda obligada a presentar ante la Comisión los documentos acreditativos de los elementos esenciales de la emisión, los informes de auditoría de los dos ejercicios anteriores, si no obran ya en poder de la Comisión (caso más frecuente ante la reiteración de las emisiones por sociedades cotizadas, obligadas a presentar información financiera como ya se ha leído), así como un folleto informativo (firmado por persona con poder suficiente para obligar a la entidad⁶⁹⁹).

Y además es importante no olvidar que la LMV exige la verificación previa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y el requisito de la verificación tiene el carácter de preliminar y obligatorio tanto para la sociedad emisora como para las sociedades rectoras. La verificación se dirige a controlar la aptitud de los valores a la negociación bursátil, así como “controlar” en cierto modo la situación de la empresa en lo que se refiere a su negociabilidad y garantía de las obligaciones que contraiga frente a los inversores. Estas condiciones y obligaciones, como con facilidad se comprende, son independientes del ámbito mayor o menor de negociación⁷⁰⁰.

En conclusión, como concepto de “valor negociable”, siguiendo el criterio de delimitación fijado en el art. 1 LMV, se ha centrado en los objetos negociados en los mercados de valores. Este concepto encaja peor en las materias recogidas en la Ley que no se relacionan exclusivamente con éstos. Es decir, valor negociable es negociable en términos de mercado, por ello, tiene gran eficacia para delimitar el ámbito objetivo de las normas sobre los mercados primarios o secundarios; pero cuando llegamos a otros temas como, por ejemplo, la regulación de las Sociedades o Agencias de Valores o las normas de conducta, pierde capacidad delimitadora. No es que el concepto de valor negociable que se utiliza en estas normas sea distinto, sino que simplemente no es tan relevante en estos casos el que estemos ante valores negociables o no⁷⁰¹.

En otro orden de cosas los valores no admitidos a negociación en ningún mercado secundario oficial también pueden ser negociables, por cuanto que la propia LMV, en ocasiones, se refiere expresamente a ellos.

Como explica LOPEZ SANTANA no es posible entender sólo que los valores negociables sean sólo los cotizados oficialmente, pues, entonces, en contra de lo establecido en la Ley, los valores representados por títulos nunca merecerían dicha consideración. Por el contrario, admitir que la nota de

⁶⁹⁹FUERTES LOPEZ, M. “La supervisión “objetiva” de la Comisión Nacional en el mercado de valores”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Año XIII. Nº 49. 1993. pág. 14 y también CAÑO PALOP, J. R. “La responsabilidad por el folleto informativo de una emisión a cargo de un no suscriptor del mismo (Sentencia del Tribunal de apelación de Milán de 2 de febrero de 1990). En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Nº 42, 1991. pág. 489 y ss. En el folleto un banco intermediario de la colocación resaltaba las ventajas y beneficios de la emisión, que no fue al final íntegramente reembolsada debido a una situación de crisis financiera de la sociedad emisora.

⁷⁰⁰ FUERTES LOPEZ, M. op.cit pág. 29.

⁷⁰¹ SALINAS ADELANTADO, C.op.cit (El concepto de valor negociable). pág. 641.

negociabilidad implica la mera susceptibilidad de los valores para ser admitidos a cotización en un mercado secundario oficial encaja con la afirmación que hace la LMV de que los valores negociables pueden representarse, además de por anotaciones en cuenta, mediante títulos, por cuanto que la representación “cartular” es expresamente calificada como “reversible” (vid. artículo 5.3 de la LMV), siendo por ello los valores representados mediante títulos susceptibles de ser admitidos a cotización oficial, aun cuando de facto no puedan encontrarse cotizados oficialmente⁷⁰².

Es decir, en el mercado primario tiene lugar la emisión y suscripción de los valores. Y por otra parte el “mercado secundario” en el que tiene lugar la negociación de los valores. Esto es, su contratación y/o transmisión – compraventa bursátil-. Como dice PEREZ-SERRABONA GONZALEZ a través de intermediarios (“dealers” –actúan en los mercados por cuenta propia- o de “brokers” –que actúan por cuenta de su comitente-) que cumplan una función mediadora entre los emisores de los valores (sociedades). Y los suscriptores. Y es aquí, donde debemos de situar al consumidor inversor del que nos habla el art. 282 bis⁷⁰³.

¿Pero que son los “valores negociables” de los que nos habla el art. 282 bis? Serían, como hemos visto supra, tanto los títulos valores, como las anotaciones en cuenta (valores sin incorporación a un documento).

De hecho para que la falsedad proceda de una sociedad emisora de valores “negociados” determina, como explica GALAN MUÑOZ, que la actividad falsaria se efectúe en relación a valores que aunque no coticen en Bolsa, lleguen a ser comercializados en alguno de los “mercados regulados” (examinados supra)⁷⁰⁴.

La confusión existe en la interpretación e inadecuación del concepto tradicional de valor mobiliario y de la necesidad de ampliarlo para evitar la alusión de las normas de ordenación estos mercados⁷⁰⁵.

Como bien apunta BONILLA PELLA, la diferencia entre negociar y cotizar, revierte en la exigencia que lo que se necesita es que los valores se negocien en “mercados secundarios” no que coticen en los mismos⁷⁰⁶.

⁷⁰²LOPEZ SANTANA, N.op.cit(El ámbito objetivo del mercado de valores: Delimitación del concepto “valor negociable” tras la introducción del concepto “instrumento financiero” y aproximación a este último). Pág 97.

⁷⁰³PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L.op.cit (Los mercados de valores) pág. 30 y ss.

⁷⁰⁴GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 135

⁷⁰⁵RECALDE CASTELLS, A. op.cit (Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores). En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 74. Año XVIII. Edit. Lex Nova. Abril-Junio, 1999. págs. 112 - 113. Y también FARRANDO MIGUEL, I. “El concepto de “valor negociable” y la aplicación en España de la cultura de la transparencia”. En *Estudios Jurídicos en Homenaje al profesor Aurelio Menéndez*. Vol. I. IGLESIAS PRADA, J. L. (Coord.). Edit. Civitas. Madrid, 1995. pág. 1198.

⁷⁰⁶BONILLA PELLA, J.op.cit(estafa de inversores) pág. 275

Reflexión que no es unánime. Así, una posición más restrictiva, la tiene GARCIA SANZ, para quien es aplicable este delito, sólo respecto a las sociedades que cotizan en bolsa, y no en aquellos casos en que las sociedades no cotizan en un mercado regulado⁷⁰⁷.

Hay razones, sin embargo, para entender que se trata de conceptos diferentes, porque distintas son las funciones que ambos términos desarrollan. La razón de la diferenciación radica, en efecto, en que la función llamada a cumplir por la noción de “valor negociable” es estrictamente normativa: delimitar el ámbito de aplicación de las normas del Derecho del mercado de valores; mientras tanto, el “valor mobiliario” constituye sólo una subcategoría descriptiva y con meros fines clasificatorios dentro de la categoría genérica de los títulos-valor. En realidad, el concepto relevante desde la perspectiva del régimen de Derecho privado aplicable a los derechos es el de “título-valor”. Es a esta idea a la que hace referencia el art. 51 LSA, cuando califica a las acciones como valores mobiliarios, en tanto se representen mediante títulos-valor o a través de anotaciones en cuenta. Las claves de esta noción se sitúan alrededor de la elaboración por el Derecho privado de una técnica (la famosa “incorporación del derecho en el título”), cuyo objeto es sustituir el régimen común aplicable al ejercicio y circulación de derechos, a través del expediente de “corporeizar” o “hacer cosa” el derecho patrimonial. Ello determina un régimen especial, similar al previsto para las cosas muebles, que resulta más ágil y protector del tráfico en materia de prueba de la titularidad (legitimación), así como en lo relativo al reparto de riesgos entre anterior titular y adquirente (legitimación), así como en lo relativo al reparto de riesgos entre anterior titular y adquirente (tutela jurídico-real que permite una adquisición *a non domino*), o a la distribución de excepciones oponibles por el deudor frente al adquirente del documento (tutela jurídico obligacional)⁷⁰⁸.

No lo creen así entre otros GALAN MUÑOZ, una vez que se constata que este delito puede castigar “falsedades” que se dirijan a producir efectos completamente ajenos a dicha negociación⁷⁰⁹.

A nosotros, nos parece acertada la reflexión conducente a entender consumado el delito no sólo con las falsedades respecto a los valores que lleguen ciertamente a negociarse, sino que a tenor de lo prescrito en el art. 282 bis, y atendiendo a la *mens legislatoris* a los que estén en negociación.

De ahí que es correcta la reflexión de MARTINEZ-BUJAN PEREZ para quien la utilización de expresión de valores negociados no implica que los

⁷⁰⁷GARCIA SANZ, J. op.cit “La protección penal del mercado financiero”. pág. 59.

⁷⁰⁸RECALDE CASTELLS, A. op.cit (Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores). pág. 112.

⁷⁰⁹GALAN MUÑOZ, A.op.cit(El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 135.

valores se tengan que haber ya negociado o estar negociando en los mercados. Más que “valores negociados”, el legislador quería aludir a los valores negociables. De esta forma completaría su injusto aquella falsedad que se realizase con respecto a la emisión de los valores que determinaría la entrada en estos mercados⁷¹⁰.

En fin, las características de dicha conducta falsaria tienen que proceder de estas sociedades, fundamentalmente, como explica GALAN MUÑOZ de aquellas entidades que están obligadas a emitir, y difundir públicamente una información más detallada y constante sobre su situación económica por parte de quienes deben conocerla (sus administradores) y que consienten dichas falsedades, especialmente idóneas para poner en peligro los patrimonios del “amplísimo y difuso” colectivo de sujetos que este delito trata de proteger⁷¹¹.

Es decir, aquellos entonces que potencialmente pueden convertirse en inversores depositantes o financiadores de tales entidades.

Volviendo al tema del falseamiento de la información, ya hemos visto, que no es una opinión pacífica, pues para un sector de la doctrina parece que esta se produce en el momento en que los valores empezasen a ser negociados en el mercado de valores. Como explica GOMEZ MARTIN en el caso de los valores cotizados una vez han salido a Bolsa. En caso contrario el falseamiento sería atípico⁷¹².

La negociación o comercialización de los valores ni es, ni puede ser, por tanto, el resultado que determine la consumación de este delito.

Mucho más lógico parece, entonces, entender que cuando este tipo delictivo exige que su falsedad proceda y esté referida a la información económica de “una sociedad emisora de valores negociados”, no está tratando de delimitar el momento temporal en que se producirá su consumación formal, ni tampoco intentando restringir su aplicación tan sólo a aquellas falsedades que se realizan respecto a valores que se lleguen efectivamente a negociar en dichos mercados, sino que lo que realmente busca, es definir las características que habrán de concurrir en la actuación falsaria realizada para que la misma presente la idoneidad y la amplitud lesiva que define y delimita el injusto típico propio de este delito, ya que al exigir que dichas falsedades tengan que proceder y estar referidas a tales compañías, no solo limita su tipicidad a aquellas que proceden de las empresas que suelen tener un mayor tamaño y capital, sino también a las que tienen un origen y se refieren a las entidades que están obligadas a emitir y difundir públicamente una información más detallada y constante sobre su situación económica por parte de quienes mejor deben conocerla (sus

⁷¹⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(Estafa de inversores y de crédito)pág 130 y ss.

⁷¹¹GALAN MUÑOZ, A.op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 136.

⁷¹²GOMEZ MARTIN, V.op.cit (Sabotaje informático, top manta, importaciones paralelas y fraude de inversores: ¿algunos exponentes de un nuevo derecho penal económico?). pág. 15 - 16.

administradores) y a las que están sometidas a un mayor control administrativo cuando lo hacen, hechos, todos ellos, que convierten a dichas falsedades en especialmente idóneas para poner en peligro los patrimonios del amplísimo y difuso colectivo de sujetos que este delito ha de proteger y que, como deduce de su propio tenor literal, abarca a todos aquellos que podrían llegar a convertirse en inversores, depositante o financiadores de tales entidades⁷¹³.

La conducta típica consistirá en falsear la información que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores. Se trata “información que la sociedad está legalmente obligada a publicar y difundir”. La misma, por tanto, es directamente el objeto material de la conducta, su contenido directo⁷¹⁴.

En efecto, la LMV no se refiere al mercado de valores en general, sino que diferencia entre mercados primarios y secundarios o regulados⁷¹⁵. Así es posible, a nuestro entender, que exista la emisión de valores con exigencia de folletos que, no obstante, no serán negociados en mercados regulados. Para estos casos, cobra sentido aunque no necesariamente racionalidad, la referencia típica a “sociedades emisoras de valores negociados”. El tipo limita su alcance a los supuestos en que la sociedad emisora de valores con obligación de suscripción de folleto ha presentado ya los valores a negociación en mercados regulados, han sido aceptados y están ya siendo negociados⁷¹⁶.

La conducta debe ser realizada “con el propósito de captar inversores o depositantes”. Quedan fuera del tipo, por tanto, los casos de falseamiento de información para retener inversores (por ejemplo, en relación con ventanas de salida de producto⁷¹⁷).

⁷¹³GALAN MUÑOZ, A. op.cit pág. 136.

⁷¹⁴GONZALEZ RUS, J.J. op.cit(Reformas pretendidas en los delitos relativos al Mercado y los consumidores y en los delitos societarios) <http://libros-revistas-derecho.vlex.es>

⁷¹⁵MORALES GARCÍA, O.,op.cit (Art. 282 bis Código penal) pág. 313.

⁷¹⁶El comportamiento falsario sobre la información del folleto desplegará sus efectos sólo en estos casos, excluyéndose aquellos en que se emite el valor con su correspondiente folleto pero sin intención de ser negociado en mercado secundario alguno. Podría, sí, discutirse teóricamente la tentativa cuando el falseamiento de la información del folleto se lleva a cabo por la sociedad emisora del valor para ser negociado en mercados secundarios y antes de que dicha negociación se produzca. Téngase en cuenta que entre la emisión del valor y el folleto y su efectiva negociación en el mercado regulado correspondiente, el folleto deberá ser objeto de registro en la CNMV, el valor objeto de admisión a cotización, lo que requerirá el acuerdo correspondiente con la entidad gestora del mercado regulado de que se trate, etc. Se trata, además, de un camino, el que media entre la pretensión de negociación del valor y su efectiva negociación en el mercado regulado correspondiente que se encuentra altamente regulado, como puede apreciarse en los artículos 5 y ss. del RD 1310/2005, de 4 de noviembre, del Folleto de emisión en el Mercado de Valores. Durante este “iter” y con la finalidad de ser negociado en un mercado secundario y a su vez con la finalidad de captar inversores, colocar activos, etc., el folleto contiene información que ha sido falseada. La eficacia de los filtros anteriores no implicará la inidoneidad de la tentativa.

⁷¹⁷GOMEZ MARTIN, V.op.cit(Sabotaje informático, top manta, importaciones paralelas y fraude de inversores: ¿algunos exponentes de un nuevo derecho penal económico?). pág. 16.

La “captación de depositantes” sólo es posible para entidades de crédito. No obstante, puesto que tales entidades no se encuentran legalmente obligadas a publicar folletos informativos u otras informaciones equivalentes, parece que deben quedar fuera del tipo los casos de falseamiento de la realidad en tales supuestos, ya que el tipo exige que esta recaiga sobre información “que la sociedad tiene que publicar y difundir”⁷¹⁸.

En conclusión la conducta típica, dejará al margen de su tipo, tanto a las que se hubiesen podido realizar sobre documentos diferentes de los folletos de emisión, como a aquellas otras que, incluso efectuándose en ellos, hubiesen recaído sobre datos que no tuviesen carácter económico-financiero o no estuviesen referidos a sus recursos o negocios presentes o futuros, por más que pudiesen resultar relevantes para la posible decisión de un hipotético inversor razonable en la adquisición o transmisión de los valores de la empresa en cuestión. Como sucedería, con las que se refiriesen a la delimitación de los derechos de participación en las decisiones empresariales que habrían de corresponder a quien adquiriese los valores en cuestión⁷¹⁹.

De esta forma, a nuestro juicio, al hacer expresa referencia a la legislación del mercado de valores, nos encontramos con que únicamente serán punibles mediante la aplicación de este delito del art. 282 bis CP, el falseamiento de los anteriores documentos de los sujetos obligados por la legislación del mercado de valores, lo que limita el campo de aplicación de este delito a las sociedades cotizadas y a las sociedades de inversión enumeradas por la Ley del Mercado de Valores. Ello es así, porque las demás informaciones que puedan publicarse por una sociedad que no sea emisora de valores negociados en mercados de valores serán “atípicas” a los efectos del delito de estafa de inversiones, y lo mismo sucederá con la información que se difunda que no esté determinada por la legislación del mercado de valores, de acuerdo con el principio de legalidad y tipicidad.

La Ley del Mercado de Valores indica en su art. 26.1 enumera los requisitos para que se puedan negociar valores en un mercado bursátil⁷²⁰.

Estos requisitos evidencian que las empresas que cotizan en Bolsa deben exponer públicamente su estado económico real. Se trata de un requisito esencial

⁷¹⁸BONILLA PELLA, J.op.cit “(estafa de inversores)”. 12/2552; también, BONILLA PELLA, J.op.cit (fraude de inversores) 17/6288 y ss.

⁷¹⁹GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 133.

⁷²⁰art. 26.1 L.M.V, enumera los requisitos para que se puedan negociar valores en un mercado bursátil:

- a) *La aportación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable.*
- b) *La aportación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de los estados financieros del emisor preparados y auditados de acuerdo con la legislación aplicable a dicho emisor.*
- c) *La aportación, aprobación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de **un folleto informativo**, así como su publicación.*

para el correcto funcionamiento del espacio financiero, ya que lo que se pretende es crear un clima de confianza inversora, esto es, que los inversores externos a las empresas conozcan el estado financiero de éstas antes de invertir. De ahí la importancia del llamado folleto informativo. No cabe duda que el espacio económico financiero en el que se mueven los grandes grupos empresariales actuales se caracteriza por su globalidad. Es decir, las empresas desarrollan su actividad en ámbitos transnacionales, los mercados financieros, y más; los bursátiles, no son locales, ni se limitan a concretas áreas de negocio. Esto nos lleva a afirmar que el elemento más importante de las empresas que negocian valores bursátiles sea la propia información de su estado económico.”⁷²¹.

Es criticable que la conducta típica sea la falsedad y no la publicación de la información falsa. Pero no puede ignorarse que el proceso que lleva a la publicación de la información, es largo y complejo, y que en él intervienen numerosos sujetos (fundamentalmente reguladores). Así la CNMV y también el Banco de España, son los principales supervisores⁷²².

En este sentido no serían “conductas típicas” las falsedades en el proceso de negociación con la CNMV (faltaría el elemento de la publicidad inmediata). Ni tampoco todas las informaciones que se remiten a la CNMV, aunque fueran falsas, si esa finalidad de la información, como explica correctamente BONILLA PELLA, no fuera la difusión o publicidad⁷²³.

⁷²¹PRAT WESTERLINDH, C. op.cit (Estafa de inversores). págs. 3 - 4 - 11. Por eso, el art. 26.4 (LA LEY 1562/1988) de la Ley del Mercado de Valores afirma que “*El procedimiento para la admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales deberá facilitar que los valores se negocien de un modo correcto, ordenado y eficiente. Reglamentariamente se regulará dicho procedimiento y se determinarán las condiciones que han de cumplirse para la aprobación del folleto informativo por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y para su publicación. La falta de resolución expresa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre el folleto durante el plazo que se establezca reglamentariamente tendrá carácter desestimatorio*”

⁷²²BONILLA PELLA, J. op.cit (Fraude de inversores) págs. 6250 - 6251. Lo anterior no ocurre en España, sino que es así en todos los países con mercados de valores desarrollados. El proceso que termina con la publicación comienza con la presentación de un primer borrador ante la CNMV que es devuelto con comentarios, sucediéndose numerosos intercambios de borradores y comentarios hasta llegar a un texto final. No son pocas las ocasiones en que no tiene lugar la publicación ni la emisión. A veces ocurre por simples circunstancias del mercado, otras porque la CNMV considera que la información no es suficiente o que es deficiente. Ante esa sucesión de intercambios, de negociaciones, de verdaderos tiras y aflojas entre el emisor y el regulador, difícilmente puede entenderse que la falsedad en la información remitida en algún momento a la CNMV pueda tener una relevancia típica si no llega a publicarse. Pueden además producirse otra serie de cuestiones. La corrección de la información falsa remitida inicialmente por el emisor al supervisor, bien por el propio emisor o bien por instrucciones de aquél, así como la intervención en el proceso de terceras entidades como son el director de la emisión o los asesores y auditores del emisor.

⁷²³BONILLA PELLA, J. op.cit (Fraude de inversores) pág. 6251.

6. Necesidad que la sociedad de valores cotice en un mercado regulado para que sea de aplicación el contenido del párrafo primero del artículo 282 bis.

La doctrina plantea que el tipo cierra la posibilidad de la comisión de este delito en los casos en los que la sociedad no cotice en un mercado regulado, aunque sí deja abierta la posibilidad utilizando de forma un tanto extensiva la remisión a la “legislación del mercado de valores”⁷²⁴.

Dentro de dicha denominación, nos encontramos con que empresas dependientes o subsidiarias de otras cotizadas no tienen necesariamente que ser sociedades cotizadas para tener un deber de publicar y difundir información conforme a la mencionada legislación, si bien al no ser una sociedad emisora de valores han de quedar fuera de la tipicidad. Es de destacar, como bien señalan MARTINEZ-BUJAN PEREZ⁷²⁵ o BONILLA PELLA⁷²⁶ que lo que se necesita es que los valores se negocien en mercados secundarios, no que “coticen” en los mismos; postura, sin embargo, que contrasta con la sostenida por GARCIA SANZ, cuando señala que “este delito será aplicable respecto a las sociedades

⁷²⁴ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit (*Los delitos bursátiles*) pág. 186-188.

⁷²⁵MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 88.

⁷²⁶BONILLA PELLA, J.op.cit (fraude de inversores) 17/6288 y ss. También SANCHEZ ALVAREZ, M.M. “La responsabilidad de la CNMV observaciones al art. 92 de la Ley del Mercado de Valores”. En *Jueces para la democracia*, nº 35. 1999. Pág. 62. “Llegado a este punto estamos en condiciones de ocuparnos del artículo 92 in fine LMV. Como se ha dicho, éste señala que la CNMV no responderá por la falta de veracidad de la información contenida en los informes de las auditorías de cuentas y de los folletos informativos. Este precepto sólo puede interpretarse, a nuestro juicio, en el sentido de que la CNMV responde ex artículos 106 CE y 139 Ley 30/1992, de 26 de noviembre, por los daños producidos a los inversores a causa del cumplimiento deficiente de su función supervisora en punto a registrar una auditoría o un folleto que no reunían los requisitos formales o sustantivos para ello, en cuyo caso la CNMV venía obligada a denegar su registro al amparo de sus facultades legales, ya descritas, y en cumplimiento de las obligaciones que le impone el artículo 13.II LMV. Esto no se contradice, desde luego, con que la CNMV no responda por la falta de veracidad de esos documentos, lo que sería aceptable si fuese su autora o si respaldase su contenido, lo que obviamente no es el caso.

La CNMV responde entonces como se ha dicho por haber acordado el registro indebido de esos documentos. Al respecto conviene recordar, por un lado, que esa decisión es facultativa y no obligada y, por otro, que la CNMV no está sometida al cumplimiento perentorio del plazo de un mes para adoptar una decisión al respecto, puesto que cualquier solicitud de información adicional sobre aquellos interrumpe de forma automática dicho plazo, que comienza a contar sólo desde que se complete toda la documentación -lo que incluye la que se pida con carácter adicional o aclaratorio-, según dispone el artículo 8.2 in fine RD 291/1992. Como es lógico, tampoco puede servir de excusa para justificar esa pretendida exención de responsabilidad, la complejidad o especial dificultad de la función supervisora, puesto que la CNMV dispone, como se ha señalado, de todos los medios legales, personales y materiales que resultan necesarios para el correcto desempeño de su función (vid. Las consideraciones de la STS 25.1.1997, dictada a propósito de la muerte de un recluso en un centro penitenciario).

Siendo así, el caso parece que debe tratarse como un supuesto de responsabilidad extracontractual de la administración por funcionamiento deficiente ex artículo 106, en relación con el artículo 103.1 ambos de la CE, con lo que la responsabilidad de la CNMV es objetiva, directa y normalmente concurrente con la del sujeto emisor del valor o con éste y con el auditor, en el registro de la auditoría, en cuyo caso la responsabilidad será solidaria, con lo que el perjudicado podrá dirigirse exigiendo el resarcimiento de los daños sufridos contra la CNMV. Según nos parece, están legitimados para exigir esa responsabilidad los inversores individuales e institucionales que hayan sufrido lesión por el anormal funcionamiento supervisor de la CNMV, pues no se advierten motivos que aconsejen excluir a los segundos, aunque en este último caso podría pensarse que quizás haya cierta culpa por parte del inversor (arg. ex art. 7.1.a) RD 291/1992) lo que permitiría quizás moderar el quantum de la indemnización (STS 26.10.1996) pero ello no supone que la CNMV quede eximida de responsabilidad”.

que coticen en Bolsa y no en aquellos casos en que las sociedades no cotizan en un mercado regulado⁷²⁷.

Así lo entiende, por ejemplo, MORALES GARCÍA⁷²⁸, quien, consecuentemente, entiende que este delito podrá quedar en grado de tentativa en caso de que dicha negociación no se llegase a producir.

Compartimos la postura con GALAN MUÑOZ⁷²⁹ y MARTINEZ-BUJAN PEREZ⁷³⁰ para quienes la utilización de la expresión valores “negociados” en este artículo no implica que los valores se tengan que haber ya negociado o estar negociando en los mercados, ya que si esa hubiera sido la intención del legislador, debería haber usado expresiones como valores “que se negocian” o que “se están negociando” y no la desafortunada expresión “negociados”, lo que le lleva a entender que más que valores negociados el legislador quería aludir a los “valores negociables”, con lo que tendría perfecto encaje en este tipo delictivo y completaría su injusto aquella falsedad que se realizase con respecto a la emisión de los valores que determinaría la entrada en estos mercados de la sociedad en cuestión, pero el principio de tipicidad no permite mantener esta interpretación.

Estamos, ante un elemento que, más que delimitar el momento consumativo de este delito, lo que trata es de fijar el concreto origen que habrían de tener las informaciones falsificadas, para que presenten la específica potencialidad lesiva que caracteriza al delito del art. 282 bis CP como verdadero delito socioeconómico, y por tanto, protector de los valores patrimoniales supraindividuales⁷³¹.

De nuevo nos encontramos (volvemos a reiterar) con una “ley penal en blanco”, algo que debido a la particularidad de la legislación penal en lo relativo al mercado de valores se constituye como una especie de constante, pues no se dice en el texto de la Ley penal que información debe ser “falseada” para cometer este delito, sino que hace una remisión genérica a la legislación del mercado de valores y la referencia los folletos de emisión, por lo que se hace necesario acudir a la legislación del mercado de valores para conocer a qué se refiere la ley penal cuando tipifica la falsificación de los llamados “folletos de emisión”.

Al utilizar sólo el término “falsearan la información económico-financiera”, provoca que no quede claro que se tiene que falsear, es decir, que no distingue entre el contenido auténtico y el contenido verdadero de un documento, sino que genéricamente se refiere a “falsearen”. En este momento ya se nos plantea el problema de si no se consiguieran captar inversores como exige el tipo

⁷²⁷GARCIA SANZ, J. op.cit(La protección penal del mercado financiero).pág. 59.

⁷²⁸MORALES GARCÍA, O. op.cit(Fraude de inversores, art. 282 bis). pág. 892.

⁷²⁹GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 136.

⁷³⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*)págs. 126 - 131.

⁷³¹GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 136.

de injusto, nos encontraríamos ante un delito de falsedad en documento mercantil de los arts. 390 y siguientes del CP.

Sea como fuere, parece claro que una adecuada comprensión del alcance de las conductas típicas conforme al art. 282 bis resulta imposible sin el recurso a la legislación del mercado de valores, a la que el tipo remite expresamente. Nos encontramos, pues, ante un supuesto de accesoriadad de Derecho administrativo, con todas las ventajas e inconvenientes que esta técnica legislativa conlleva. Como se ha indicado ya, la falsedad debe haberse producido, por un lado, en la información económico-financiera contenida en el folleto de emisión de cualquier instrumento financiero. Pues bien, la LMV (en concreto, el art. 27 LMV y sus disposiciones de desarrollo, en particular el RD 1310/2005) establece de forma prolija cuáles han de ser precisamente los contenidos informativos del folleto de emisión de un valor determinado.

En otro orden de cosas también el inversor debería conocer cuáles son los fundamentos de control sobre la información económica para que las expectativas sobre la situación financiera de los emisores no se vean defraudadas.

En este sentido, CANO MUÑOZ opina que el primer pilar es el Consejo de Administración de las sociedades. Los consejeros, no sólo formulan las cuentas anuales, sino que en el futuro, firmarían también los estados semestrales del emisor. Por tanto, son los que tienen una mayor responsabilidad sobre la información financiera y los primeros interesados en otorgar fiabilidad a las cuentas, atendiendo a las recomendaciones de buen gobierno en la materia. Se trata del control interno del emisor. El segundo pilar del mecanismo de control es el auditor externo, quien también concede o resta fiabilidad a la información financiera a través de su opinión, obtenida tras un trabajo técnico de auditoría que le permite evaluar si las evidencias aportadas por el emisor son suficientes para razonar si las cuentas anuales formuladas por sus Administradores expresan la imagen fiel. Se trata de un control externo en donde la independencia real del auditor es un elemento clave para comprobar la fortaleza del mencionado pilar⁷³².

Finalmente también aparecería el control institucional, que en este caso recaería sobre la CNMV, quien debería velar por el cumplimiento de la normativa aplicable en la elaboración de la información financiera y exigir su cumplimiento en caso de detectar infracciones.

7. Opinión personal en torno a la conducta típica

La conducta típica es una conducta de falsedad; en concreto, de falsedad en la información, lo que tiene como correspondencia directa “la falta a la verdad en la narración de los hechos”, la falsedad ideológica. El texto legal, por lo

⁷³²CANO MUÑOZ, A. “La información financiera regulada de las sociedades cotizadas y el control institucional de la CNMV”. En *Técnica contable*, vol. 59, nº 697. 2007. pág. 69.

demás, alude a dos objetos de la acción falsaria: por un lado, la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión de cualquier instrumento financiero; por otro lado, las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros. A propósito de los hechos cometidos con anterioridad a la entrada en vigor del art. 282 bis, el 23 de diciembre de 2010, procede reiterar la posible subsunción de tales conductas en el art. 290, así como que ello requerirá que se pueda determinar su idoneidad para causar perjuicio a los terceros afectados (por todos, SILVA SANCHEZ, MARTINEZ-BUJAN PEREZ, RODRIGUEZ PUERTA/MORON LERMA)⁷³³.

Como se ha indicado ya, la falsedad debe haberse producido, por un lado, en la información económico-financiera contenida en el folleto de emisión de cualquier instrumento financiero. Pues bien, la legislación del mercado de valores (en concreto, el art. 27 LMV y sus disposiciones de desarrollo, en particular el RD 1310/2005) establece de forma farragosa cuales han de ser precisamente los contenidos informativos del folleto de emisión de un valor determinado. A dicha normativa habrá que recurrir, por tanto, para decidir sobre la tipicidad de la conducta. En la medida en que la falsedad en la información puede manifestarse no sólo mediante la inclusión de inveracidades en el folleto, sino también mediante la omisión de determinadas informaciones que deberían constar en él, una cuestión decisiva es la determinación de cuál ha de ser el contenido efectivo del folleto en cada caso. Una cuestión sobre la que, además de las disposiciones contenidas en la normativa extrapenal, resulta de su importancia, el modo en el que la CNMV lleva a cabo su labor de revisión y aprobación. Expresado de modo claro: ¿hasta qué punto podría sostenerse que un folleto revisado y aprobado por la CNMV contiene toda la información relevante, sin atribuir asimismo responsabilidad por ellos a los funcionarios garantes de su correcta configuración? (Por todos, en este mismo sentido; SILVA SANCHEZ, ZABALA LOPEZ-GOMEZ, MARTINEZ-BUJAN PEREZ, RODRIGUEZ PUERTA/MORON LERMA, CORCOY BIDASOLO y MIR PUIG, MORALES GARCIA)⁷³⁴.

Como expresa SANCHEZ ALVAREZ, algo similar puede decirse respecto al folleto informativo que debe contener toda la información que se considera necesaria sobre el valor que se pretende emitir, a fin de que el inversor pueda calibrar el riesgo de la inversión (art. 28.1 LMV). Su importancia reside en

⁷³³SILVA SANCHEZ, J.M. /ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit (El delito de estafa de inversiones)págs. 396-398. MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (Derecho penal económico y de la empresa). pág. 264. RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E.op.cit(Comentario al artículo 282 bis). pág. 314.

⁷³⁴SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ. op.cit(El delito de estafa de inversiones)pág. 397. ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit*Los delitos bursátiles*. pág. 187. MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit “Derecho penal económico y de la empresa”. pág. 264. RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E.op.cit “Comentario al artículo 282 bis”.pág. 314. CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG.op.cit(art 282 bis)pág. 623-624. MORALES GARCÍA, O.op.cit (Fraude de inversores). págs. 234-235.

que es el único elemento informativo de la emisión, puesto que el tríptico se elabora a partir de él. (arts. 15, 22.1 y 23 RD 291/1992)⁷³⁵.

Su finalidad es reflejar la situación personal, económica y jurídica de la sociedad y por ello su falsedad está sancionada por el artículo 290 CP⁷³⁶.

Siendo así, parece innegable que el depósito y registro de esos documentos en la CNMV no tiene otra finalidad que la de permitir la máxima transparencia de los mercados de valores y por esta vía proteger a los inversores (art. 13.2 LMV) pues estos pueden disponer de manera sencilla y económica de información relevante sobre la sociedad a la que, en otro caso, probablemente tendrían dificultades para acceder. Siendo así, la CNMV viene obligada a formular, respecto de esa documentación, un juicio tanto formal como material que se proyecta sobre cuatro aspectos: su legalidad, su suficiencia, su verosimilitud y su coherencia⁷³⁷, a diferencia de lo que sucede, por ejemplo, con el Registro Mercantil que se limita a calificar, esto es, a formular un juicio de legalidad respecto de los documentos que se le presentan para su inscripción.

La CNMV formula un juicio formal que abarca dos aspectos.⁷³⁸, Por un lado, hace un juicio de legalidad sobre los mencionados documentos, comprobando que su autor es el determinado por la ley; que han sido confeccionados y aprobados respetando el procedimiento establecido al efecto y que reúnen los requisitos de forma exigidos a tal fin (arts. 8.2 y 10 RD 291/1992). Al mismo tiempo y en aras de asegurar al máximo la transparencia, la CNMV debe velar por que el folleto esté redactado con un lenguaje claro y preciso, de forma que no dé lugar a la formación de un juicio erróneo entre sus destinatarios, los inversores, por lo que aquella está facultada para exigir la

⁷³⁵SANCHEZ-CALERO GUILARTE, M. “Artículo 15. Contenido ordinario del folleto”. En *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*. Madrid, 1995. pág. 345. También SANCHEZ ALVAREZ, M.M. “La responsabilidad del la CNMV. Observaciones al artículo 92 del la Ley del Mercado de Valores”. En *Jueces para la democracia*, nº 35. Año 1.999. pág. 57-62.

⁷³⁶SANCHEZ ALVAREZ, M.M. Los Delitos Societarios. Edit. Aranzadi. Elcano, 1996. pág. 117. La omisión del deber de registro de ambos documentos en la CNMV puede considerarse, cuando concurren los demás requisitos exigidos para ello, como incardinable en la conducta descrita en el art. 294 CP. El párrafo 264a del StGB sanciona la falsedad del folleto. El mismo autor SANCHEZ ALVAREZ, M.M. op.cit(La responsabilidad de la CNMV observaciones al art. 92 de la Ley del Mercado de Valores). pág. 57-62.

⁷³⁷ALONSO ESPINOSA F.J. *Mercado primario de valores negociables. Un estudio en torno al Real Decreto 291/1992, 27 de marzo*. Edit. Bosch, Barcelona 1994. Pág. 90; RUBIO DE CASAS, M.G., “Artículo 19. Neutralidad de la inscripción”, en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, (dir). SANCHEZ CALERO, F. Madrid, 1995. Págs. 438 y ss., a quien seguimos en gran medida. En el mismo sentido, ALONSO UREBA, A.op.cit(Inexactitudes u omisiones en el contenido del Folleto Informativo con motivo de una emisión/ oferta de valores)pág. 3099. También SANCHEZ ALVAREZ, M.M.op.cit (La responsabilidad de la CNMV observaciones al art. 92 de la Ley del Mercado de Valores). págs. 57-62.

⁷³⁸SANCHEZ ALVAREZ, M.M.op.cit (La responsabilidad de la CNMV observaciones al art. 92 de la Ley del Mercado de Valores). págs. 57-62.

rectificación de aquellos aspectos del mismo que no se ajusten a esos parámetros (art. 15 RD 291/1992)

A lo que debe añadirse la facultad que le asiste para añadir de oficio aquellas advertencias y consideraciones que faciliten su análisis y comprensión (art. 20.6 RD 291/1992)⁷³⁹.

En conclusión la CNMV, interviene como “garante objetivo” del mercado de valores. La información “falseada” del documento que dará origen a la aplicación de la nueva figura del art. 282 bis, incluso puede llegar a la “comunicación” del registro interno de la CNMV. Esto no significa que el valor emitido, este ya publicado. Es decir, pensamos que el sujeto activo (administrador de hecho y/o de derecho) ha de presentar una “comunicación previa” en la que se identifiquen los elementos esenciales de la emisión (y en la que ya existe o bien alteración falsaria u omisiones sustanciales). Lo cual conllevaría que la información documental, ni resulta “adecuada, ni completa”. Después de esta comunicación el administrador de hecho y/o de derecho deberá presentar los documentos esenciales de la emisión, por ejemplo, informe de auditoría, informes financieros, folletos, etc. a la CNMV. Y también, en este momento, cupiera pensar que se produzca el falseamiento de esta documentación, o incluso la “omisión” de datos básicos. Toda esta documentación deberá después incorporarse a los registros de la CNMV. Así, conforme el art. 92 LMV, existe un registro contable, un registro de folletos informativos aprobados por la CNMV, un registro de los documentos a que se refiere el art. 6, y en general de los referidos en las letras a) y b) del apartado 1 del art. 26 LMV. Un registro de información regulada, que deberá incluir la información regulada, que deberá incluir la información señalada en los art. 35, 35 bis 1, 53, 53 bis y 82 LMV.

En fin, la falsificación documental del art. 282 bis, puede producirse porque la CNMV, no garantiza la veracidad de las informaciones que suministran las sociedades emisoras al mercado de valores. Y ello es así, porque lo que tutela la CNMV, es el “correcto funcionamiento del mercado de valores” y no existe Derecho subjetivo alguno del inversor que dé lugar a la responsabilidad de la CNMV salvo, como dice la Ley, los que se deriven de la propia responsabilidad patrimonial de CNMV en el ejercicio de sus funciones.

La segunda alternativa de realización típica se refiere a conductas de falseamiento cometidas en los informes periódicos que las entidades emisoras de valores negociados han de remitir a la CNMV y que son expresivos de su situación jurídica y económica: así, las declaraciones trimestrales, los informes semestrales y el informe financiero anual. Ello, además de otras informaciones como las relativas a “Hechos Relevantes”, informes de gobierno corporativo, etc.

⁷³⁹La eficacia de esta advertencia es bastante limitada, como lo muestra el conocido caso Tucker Corp., 256 USCA 7ª, Fd2, 1958, 808. También SANCHEZ ALVAREZ, M.M.op.cit(La responsabilidad de la CNMV observaciones al art. 92 de la Ley del Mercado de Valores). págs. 57-62.

De nuevo, resulta imprescindible recurrir a la normativa específica del mercado de valores (en particular, al RD 1362/2007) para precisar cuál es la información que debe ponerse a disposición de la entidad supervisora y si se ha producido alguna falsedad activa u omisiva (silencio concluyente) en ella. También en este punto conviene recordar que la falsedad debe ser apta para provocar una inversión o adquisición que no habría tenido lugar sin ella; lo que asimismo ha de concluir al plantearse la posible responsabilidad de los funcionarios de la CNMV.

En los casos en que, en el proceso de captación de depósitos del público tenga lugar algún falseamiento de documentación que no pueda identificarse ni tenga relación con el folleto de emisión ni con otras informaciones exigidas por la legislación del mercado de valores, la conducta falsaria resulta, por tanto, atípica a la luz del art. 282 bis. De todos modos, también aquí parece factible el recurso al art. 290 como tipo de remisión más “general”.

En conclusión, es un acto de comprobación, no de autorización, ya que no existe ninguna restricción de un derecho previo, al ser la emisión de valores una facultad libre, según el artículo 25 de la LMV, ya mencionado. Pero, además, en este acto administrativo no se concreta ninguna declaración comercial de la Administración, sino que se limita al control y examen del contenido de la información mínima que ha de difundirse sobre la emisión (finalidad de la Directiva Comunitaria). Por tanto, y en tercer lugar, las facultades que ostenta la Comisión en la verificación son regladas⁷⁴⁰.

Contiene la LMV, desarrolladas de modo más minucioso por el DEV, las informaciones mínimas que deberá examinar la Comisión para entender que la información dada a los inversores es suficiente, además de controlar que se acuerde con el ordenamiento, con las disposiciones substantivas relativas a las emisiones de valores, contenidas de modo fundamental en la LSA⁷⁴¹.

Las facultades que ostenta la Comisión en el procedimiento de inscripción se concretan en determinar si el contenido que se presenta es legal y al menos el mínimo determinado que se considera necesario para lograr una convicción en el inversor. Están, así, estas facultades de la Comisión delimitadas por estos corolarios: el cumplimiento de la legalidad y la suficiencia de la información.

⁷⁴⁰FUERTES LOPEZ, M. “La supervisión “objetiva” de la Comisión Nacional en el Mercado de Valores”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Año XIII. Nº 49. 1993. pág. 16.

⁷⁴¹Un aspecto más particular, las emisiones por particulares, aunque de notable trascendencia, es tratado por TAPIA HERMIDA, A.J. y GUTIERREZ GARCIA, A. “Las obligaciones hipotecarias emitidas por particulares. Su inscripción en los Registros Mercantiles y de la Propiedad y su ubicación en el ámbito de aplicación de la LMV (comentario a la RDGRN de 5 de noviembre de 1990)”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 42. 1991. Pág. 459 y ss., y también FUERTES LOPEZ, M. “La supervisión “objetiva” de la Comisión Nacional en el Mercado de Valores”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Año XIII. Nº 49. 1993. pág. 16.

De ahí que, por una parte, la Comisión sólo podrá exigir modificaciones en el proyecto presentado cuando las cláusulas a verificar sean contrarias al ordenamiento. La operación financiera, construida dentro de la libertad contractual, ha de cumplir los preceptos de *iuscogens* establecidos, de modo fundamental, en la LSA relativos a los supuestos y requisitos que pueden dar lugar a una emisión (ampliaciones de capital, emisión de obligaciones, bonos, etc.). Sólo la conformidad con los preceptos de naturaleza imperativa puede exigir una modificación de los criterios y las opciones que describen, por ejemplo, el procedimiento de colocación de los valores, ya que entra dentro de la autonomía de la entidad fijar el modo y el procedimiento en que ha de realizarse; en términos legales, “podrá recurrirse a cualquier técnica adecuada, a elección del emisor” (art. 29 LMV). El examen de la Comisión se dirigirá a comprobar la existencia del procedimiento de colocación, así como de la claridad en la definición de sus términos. Del mismo modo, la Comisión no puede modificar las condiciones económicas o de rentabilidad de la emisión. La configuración de la emisión entra dentro del ámbito de autonomía de voluntad de la sociedad. Además, ni siquiera con relación a las correcciones técnicas o de expresión puede la Comisión instar a la modificación, pues conculcaría la autonomía y libertad de la sociedad emisora. Las cláusulas que deben incluirse en el folleto podrán redactarse libremente por la entidad emisora, sin perjuicio de que la costumbre o la ley hayan concretado cláusulas de estilo de fácil repetición. A nuestro juicio, no debe constreñirse el modo de expresión, el estilo de dicción de la entidad emisora. Sólo, por tanto, cuando las cláusulas contradigan las disposiciones imperativas sobre emisiones, derecho de los emisores, etc., podrá la Comisión exigir la modificación de las mismas y, en su defecto, negar la inscripción⁷⁴².

La “necesariedad” a la que alude el artículo 17.6 del DEV no sólo debe interpretarse en sentido estricto, derivado de ser una norma restrictiva de la autonomía de voluntad del ente emisor (art. 4 de Código Civil), sino que, además, sólo podrá integrarse este concepto jurídico indeterminado con la idea de que la información sea necesaria para evitar que el juicio que se forme de la emisión no sea fundado (sensu contrario del art. 28 LMV), es decir, sólo cuando sea imprescindible despejar alguna duda, ambigüedad o parquedad del proyecto de emisión para conseguir un conocimiento claro de la misma. Por último, la facultad que se le reconoce de incorporar al folleto “advertencias y consideraciones” (en el mismo número 6º del art. 17) no deriva sino de su funciones informadoras⁷⁴³.

Los trámites a seguir para obtener la inscripción no están detallados ni en la LMV ni en el DEV, en el que se contienen pocas especificaciones. De ahí que haya que atender al procedimiento general establecido en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas, y al Procedimiento Administrativo Común (en adelante, LOPAC), aplicable tanto por

⁷⁴²FUERTES LOPEZ, M. op.cit(La supervisión “objetiva) de la Comisión Nacional en el Mercado de Valores”. pág. 17.

⁷⁴³FUERTES LOPEZ, M. op.cit pág. 17.

su carácter informador de las actuaciones de los órganos de la Administración Central, como por la declaración de supletoriedad a la antigua LOPAC que contiene el artículo 14 de la LMV⁷⁴⁴.

Así, iniciado el procedimiento con la presentación de la documentación, el desarrollo del mismo irá dirigido a comprobar la legalidad y suficiencia de la información, con los informes técnicos que se consideren convenientes. En supuestos especiales, caso de entidades de crédito o de seguros, sometidas a la supervisión del Banco de España o de la Dirección General de Seguros (según establece el art. 17.7 del DEV), será necesario que estos organismos supervisores informen de modo favorable el proyecto de emisión. Estos informes son preceptivos y semivinculantes, ya que, aun cuando en un supuesto singular manifieste el órgano informante su positiva opinión sobre el proyecto, la Comisión podrá no incorporarlo a sus registros, si concurren otros defectos o falta el cumplimiento de otros requisitos. Además, reconoce a la Comisión la posibilidad de exigir la formación de un suplemento al folleto cuando sobrevengan hechos que influyan en la valoración de la emisión, antes de concluir el periodo de suscripción (art. 22 del DEV, que no es sino una transposición del artículo 18 de la Directiva Comunitaria 89/298).

Conforme a lo expuesto en la legislación del mercado de valores, lo que debe informarse con certeza son *“los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a tales valores”*. Ahora bien, la información del estado económico de las empresas tienen su origen y se obtiene de los servicios financieros y contables que poseen las entidades, es decir, lo referente a activos, pasivos, situación financiera, beneficios y pérdidas proviene de la evaluación y constancia de una determinada sección o parte de la empresa, con sus respectivos responsables. Por otro lado, las perspectivas del emisor y los garantes de las operaciones son dispuestos por la Dirección General de la sociedad, que es quien determina objetivos e intereses, así como debería ser la encargada de buscar las garantías a dichas operaciones de futuro. Lo que se quiere decir con ello es que la información empresarial que debe constar en el folleto no proviene de un único elemento personal o de una única sección dentro de la entidad, sino que está conformada por distintas *“informaciones”* provenientes de la empresa, cada una de ellas encargada de exponer con certeza los datos requeridos por las otras o por la propia Dirección General. A ello hay que sumar que la Dirección de la empresa debería comprobar la realidad de las afirmaciones de aquellos encargados de realizarlas, es decir, existe cierto deber de comprobación respecto a la información expuesta por otras secciones de la empresa. De hecho, el art. 28 (La Ley 1562/1988) de la Ley del Mercado de Valores declara las personas responsables de la realidad de la información que

⁷⁴⁴GARCÍA DE ENTERRIA, E. y FERNANDEZ RODRIGUEZ, T.R. *Curso de Derecho administrativo. Tomo II*. Edit. Civitas. Madrid, 2006. Pág. 432; GONZALEZ NAVARRO, F. *Derecho administrativo español. Tomo II*. Edit. Eunsa. Navarra, 1994. Pág. 207.

figura en el folleto (3); no obstante, dicha responsabilidad no equivale a la responsabilidad penal a la que ya hemos hecho referencia, y que se rige conforme a las normas penales sobre autoría y participación (arts. 27 a 31 bis del Código Penal (La Ley 3996/1995), aunque puede coincidir⁷⁴⁵.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 27.1 de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores, el folleto contendrá la información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español o en un mercado regulado domiciliado en la Unión Europea. Sin perjuicio de las excepciones a la obligación de incluir determinada información que se establezcan en la orden ministerial que desarrolle el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, el folleto contendrá toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, los beneficios y las pérdidas, así como de las perspectivas del emisor y eventualmente del garante de los derechos inherentes a tales valores. Esta información se presentará en forma fácilmente analizable y comprensible⁷⁴⁶.

Básicamente se trata de ofrecer datos sobre el emisor y los valores que serán negociados en el mercado, que permitan hacer una evaluación correcta de la situación de la entidad emisora de los derechos inherentes a los valores ofrecidos, v.gr. el sector del mercado en el que opera la entidad emisora, cuál ha sido la trayectoria de la entidad, etc. En esencia, se trata de ofrecer información sobre la situación financiera de la entidad y sobre las características de los valores ofrecidos, para que el eventual inversor pueda tener una visión clara de la posición de la entidad y de las ventajas e inconvenientes derivados de la posible adquisición de los valores sociales⁷⁴⁷.

⁷⁴⁵PRAT WESTERLINDH, C. op.cit (Estafa de inversores). pág. 6-11.

⁷⁴⁶Orden EHA 2899/2011 de 28 de octubre de Transparencia y Protección del cliente de servicios bancarios

⁷⁴⁷PUNTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.)pág. 56 y 57 especialmente. Interesante la aportación bibliográfica de la profesora PUNTE ABA en su artículo citado en al pág. 56, explica también que es interesante señalar que tanto el art. 27 LMV como el art. 17 RD 1310/2005 establecen que “no podrá exigirse responsabilidad civil a ninguna persona exclusivamente por el resumen, a no ser que dicho resumen sea engañoso, inexacto o incoherente en relación con las demás partes del folleto”. El art. 94.10 del Texto Unico Italiano de Intermediación en Materia Financiera tiene una disposición similar, excluyendo que se pueda exigir responsabilidad a un emisor únicamente con base en el resumen (“nota di sintesi”), a menos que pueda resultar equívoco, impreciso o incoherente en relación con el resto del folleto. Teniendo en cuenta que el Texto italiano se refiere a la exclusión de responsabilidad en general, la doctrina ha determinado que se trata de una cláusula aplicable también el ámbito penal, con el importante efecto de que no cabría exigir responsabilidad penal por omisiones en el citado resumen; vid. SGUBBI, F.; “Il falso in prospetto”, SGUBBI, F. y FONDAROLI, D. y TRIPODI, A.F., *Dirittopenale del mercatofinanziario*, CEDAM, Padova, 2008. Pág. 229. La cuestión es interesante; obviamente, y así lo manifiesta la propia disposición, no habría problema para considerar cometido el delito si aparecen falsedades expresas únicamente en el resumen, pero la cuestión sugerida por la doctrina italiana se centra en cómo tratar los casos de omisiones o lagunas únicamente en el resumen, que pueden dar una imagen falsa de la oferta, pero que luego no se aprecian en el folleto informativo. Como se verá en el epígrafe siguiente, las omisiones de información pueden suponer una auténtica falsedad punible si los silencios, integrados en las manifestaciones

Ahora bien, el contenido final de la información que debe mediar en el folleto informativo no se determina legal sino “reglamentariamente”. De esta forma, debemos acudir a la Orden EHA/3537/2005 (La Ley 1602/2005), de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el art. 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de Julio (La Ley 1562/1988), del Mercado de Valores. Se trata pues de un precepto penal en blanco, es decir, un precepto legal que necesita ser complementado. El TS considera las normas penales en blanco como aquellas “que solo contiene la amenaza penal y se remite a la descripción del tipo contenida en otra ley u otra disposición legislativa que carece de consecuencia jurídico-penal” (STS 31 de julio de 1993 (La Ley 13347/1993)). Es más, nuestra jurisprudencia constitucional admite la validez de tales normas siempre que las remisiones normativas sean lo suficiente precisas para conformar el tipo penal.

La remisión normativa del art. 282 bis del Código Penal a la LMV, genera ciertas imprecisiones a la hora de determinar la falsedad o certeza de las expresiones contenidas en el mismo⁷⁴⁸.

Y para finalizar, entendemos, por nuestra parte, que cuando se habla de “falsear la información”, entre otros documentos debemos considerar:

- Folletos de emisión.
- Información que deba publicar y difundir la sociedad, conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presente y futuros.
- Folletos de OPA y OPV.
- Cuentas anuales y sus especialidades.
- Pactos parasociales.

Así las cosas, “la conducta típica” consistirán en falsear la información económico-financiera contenida en los documentos referidos más arriba. Es así, que se pretende proteger los intereses del inversor así como la necesaria transparencia en las operaciones financieras de manera que se asegure un correcto funcionamiento de mercado. En línea con lo expuesto, con el mentado precepto (282 bis) se penaliza la conducta de quien manipula de forma ilícita el mercado para difundir informaciones falsas que hagan captar inversores. En fin, se trata en el fondo de “una quiebra de la confianza” en la aplicación estricta de las normas contables y del mercado de valores.

Estas acciones tienen que tener un elemento subjetivo del injusto específico, tienen que estar dirigidas a captar inversores o depositantes, colocar

efectuadas, determinan la presentación de una imagen de la oferta de valores distinta de la realidad. No obstante, y en relación estrictamente con el resumen, hay que tener en cuenta que el art. 27 LMV determina que el resumen pretende únicamente destacar las características y riesgos esenciales de la sociedad y de sus valores, y que debe leerse como introducción al folleto. Por consiguiente, las posibles omisiones del resumen tendrían que integrarse con el resto del folleto, para así determinar si globalmente se está ofreciendo una imagen falsa de la oferta de valores.

⁷⁴⁸PRAT WESTERLINDH, C. op.cit (Estafa de inversores). pág. 4/11.

cualquier tipo de activo financiero u obtener financiación por cualquier medio. Esto es, las falsedades que se cometan deben de tener este fin y no otro, puesto que, de no darse, faltaría un elemento esencial del tipo penal. En esta línea también se debe tener en cuenta que al tratarse de una acción similar a la estafa, susceptible de generar un acto de disposición, desplazamiento patrimonial, aunque no es necesario que se produzca en este tipo, la acción debe tener una entidad suficiente como para generar error bastante en el inversor, sino estaríamos solo ante un mero ilícito mercantil. Recordemos que en el tipo establecido en el primer párrafo del art. 282 bis, como delito contra el orden socioeconómico, desvinculado de un perjuicio, la estafa de crédito se construye como delito de peligro, que se consuma con el mero comportamiento engañoso, siempre el comportamiento resulte idóneo para causar perjuicio, sin necesidad de que éste se produzca en realidad⁷⁴⁹.

Estamos totalmente de acuerdo, con una parte de la doctrina que reclama de *legeferenda*, que la conducta sea la de publicar o difundir datos o hechos falsos en lugar de “falsear”, así como que se convierta en un delito común en relación a los sujetos activos de este delito del artículo 282 bis CP. Y finalmente usar una correcta técnica tipificadora añadiendo un elemento de aptitud o idoneidad en el segundo párrafo respecto al patrimonio de los sujetos pasivos.

A nuestro entender, la falsedad se puede cometer del mismo modo a través de conductas positivas como de la ocultación u omisión de datos o hechos cuya presencia es imprescindible para reflejar, veraz e íntegramente los recursos, actividades y negocios presentes y futuros de la sociedad emisora.

Además hay todo tipo de informaciones que se deben publicar y que deben de ser actualizadas constantemente (auditorías, cuentas de pérdidas y ganancias, informaciones semestrales, informaciones anuales, los Hechos Relevantes, etc...) y que pueden ser falsificadas en un determinado momento. La conducta típica es la de falsear y aquí incluimos todas las formas del artículo 390.1, incluyendo el punto 4, porque pensamos que es el que mejor se adapta a la actuación que puedan tener los responsables de esas informaciones económico-financieras o del folleto de emisión.

Creemos y compartimos la opinión de la mejor doctrina que para mejorar la redacción del tipo de cara a una futura modificación, a parte de la “*comunicación de datos falsos*” se debería incluir “*la publicación, difusión de información o datos falsos*” quedando redactado de la siguiente forma; “*Los que comuniquen, publiquen o difundan información o datos falsos...u omitan....*”. Por lo tanto somos partidarios de que se castigue la acción y la omisión de comunicar, publicar, difundir información o datos falsos, creando un riesgo para los inversores y el mercado e general.

⁷⁴⁹LOPEZ Y LOPEZ, E. “Delitos relativos al mercado y a los consumidores”. En *Diario La ley*, nº 7534. Sección Tribuna, 23 de diciembre de 2010. Año XXXI. Ref. D-397. Edit. La Ley. La Ley 14898/2010. www.laleydigital.es. pág. 4/59.

I. OBJETO MATERIAL

1. Cuestiones Previas

En línea con lo expuesto, entendemos a la luz de la doctrina específica en la materia que cuando se habla de falsear la información, entre otros documentos debemos considerar los siguientes (aunque algunos no tan incontrolables como las OPAs y/o negocios de futuros y opciones⁷⁵⁰)

Para QUERALT JIMENEZ, en primer término el folleto del lanzamiento de cualquier instrumento es esencial en la regulación del mercado secundario (art. 27 LMV); puesto que allí deben figurar todos y cada uno de los elementos de emisión, sus perspectivas reales y la situación igualmente real de la emisora. El folleto constituye el elemento racional por antonomasia que desencadena la decisión de los inversores. La aprobación del folleto por parte de la CNMV, no es más que una confirmación de los requisitos formales del emisor, que constata que se ha cumplido adecuadamente la información básica⁷⁵¹.

FARALDO CABANA entiende que, las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir sobre sus recursos, actividades y negocios incluyen, las que los emisores tienen obligación de publicar periódicamente (art. 35 LMV) y las llamadas “otras obligaciones de información” (art. 36 LMV); así como las que se deben aportar y registrar en la CNMV en relación con la admisión a negociación en un mercado secundario oficial (art. 26 LMV). Más dudoso es que quepa incluir también la dirigida exclusivamente a la Comisión y que no sea accesible al público, al no estar destinada a los inversores, ni tener capacidad, por tanto, de afectar a sus decisiones de inversión. Y desde luego, lo que no es

⁷⁵⁰ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit (*Los delitos bursátiles*).págs. 187-193.Es decir, puntualizamos por nuestra parte:

- Folletos de emisión.
- Información que deba publicar y difundir la sociedad, conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros.
- Folletos de OPA y OPV*.
- Cuentas anuales y sus especialidades.
- Pactos parasociales.

* En relación a las OPAs nos remitimos a lo analizado más arriba por nosotros. Y a la excelente doctrina en torno a esta temática de MARTINEZ-BUJAN PEREZ, Cop.cit. (*Estafa de inversores y de crédito*). pág. 107-108; PUENTE ABA, L.M.op.cit(El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores). pág 70-72BONILLA PELLA, J.op.cit (Fraude de inversores) 278/2552; BROSETA PONT, M./MARTINEZ SANZ, F.. *Manual de Derecho Mercantil Vol. II* 17ª Edit. Edit. Technos. Madrid, 2010. Pág. 326; RECALDE CASTELLS, A. “Régimen jurídico de las OPAs. Concepto, función económica y principios de ordenación”. En *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*. JUSTE MENCIA, J. y RECALDE CASTELLS, A. (Coords). Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2010. pág. 27 y ss.

⁷⁵¹QUERALT JIMENEZ, J. op.cit (*Derecho penal Español*). Epígrafe nº23

posible incluir aquí es la falsainformación que se presenta ante una entidad financiera, sin llegar a ser hecha pública, para captar financiación⁷⁵².

El legislador parece referirse acertadamente, a las denominadas “continuingobligations”. Es decir, a la información que trimestral, semestral o anualmente las sociedades emisoras de valores deben poner a disposición de la CNMV. En todo caso, lo que es cierto es que está pensando en las sociedades emisoras de valores negociados⁷⁵³.

Así las cosas ¿qué ocurre con la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión? En realidad no colma el contenido del tipo de injusto cualquier tipo de información falseada, ni cualquier información económico-financiera sobre una sociedad emisora de valores; sino que ha de ser necesariamente información económico-financiera contenida en folletos de emisión de cualquier tipo de instrumento financiero. Para delimitar correctamente el contenido y alcance del delito de estafa de inversiones, debemos acudir a la LMV para completar el concepto de folleto de emisión, en lo que constituye una clara ley penal en blanco haciendo incluso una remisión expresa a la legislación del mercado de valores en el propio art. 282 bis CP⁷⁵⁴.

El art. 282 bis se remite a la LMV y a la interpretación que de la misma haga la CNMV, lo que dista en gran medida de satisfacer el requisito de reserva legal en materia penal⁷⁵⁵.

En este sentido, debemos remitirnos a la normativa extrapenal reguladora del mercado de valores (RD 1362/2007). Ya que entendemos, por nuestra parte, que en una “ley penal en blanco”, como la remisión a la LMV, se corre el riesgo de recurrir a “tipos abiertos”, expansivos, y que sean arbitrarios y por ende contrarios al principio de legalidad.

La explicación por la cual el tipo limite su objeto a informaciones de sociedades emisoras de valores negociados en el mercado de valores, obedece a que poseen un estatuto jurídico especial (más riguroso que el de las sociedades que no cotizan en el Mercado de Valores) conforme al cual les incumben mayores obligaciones de información, habida cuenta de que para ellas rige el principio de libertad de emisión de valores sin necesidad de autorización previa⁷⁵⁶.

⁷⁵²FARALDO CABANA, P.op.cit (Art. 282 bis)pág 1088.

⁷⁵³MORALES GARCÍA, O.op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis).págs. 238 - 239.

⁷⁵⁴GARCÍA DE ENTERRIA, E., *Los delitos societarios, un enfoque mercantil*. Edit. Civitas. Madrid, 1996. Pág. 57, ya hacía referencia a la posibilidad de falsear el folleto informativo, como constitutivo de un delito del art. 290 CP.

⁷⁵⁵QUERALT JIMENEZ, Jop.cit.(*Derecho penal Español*). Epígrafe 23.

⁷⁵⁶MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Derecho penal económico. Parte Especial*).pág. 266; y también MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*)págs. 98 y 99.

Al respecto, el folleto de emisión al que se refiere el delito de estafa de inversiones es el que se describe en el art. 27 LMV, que dispone al referirse a la información que debe contener dicho prospecto como contenido del mismo la información relativa al emisor y a los valores que hayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. A lo anterior se añade por el mismo art. 27.1 LMV que deberá contener toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información de los activos y pasivos, la situación financiera beneficios y pérdidas así como las perspectivas del emisor y eventualmente del garante y de los derechos inherentes a tales valores. Por ello la LMV establece que el folleto deberá ser suscrito por persona con poder para obligar al emisor de los valores (art. 27.2 LMV) lo que resultará muy relevante a la hora de determinar la responsabilidad penal de la persona jurídica⁷⁵⁷.

2. Instrumentos Financieros su inclusión en el contenido del art 282bis

“Valores y mercado”, estos parecen ser los referentes básicos de este nuevo delito. O, para ser más precisos, valores que son negociados y transmitidos de forma general e impersonal en mercados financieros (como señala el art. 2.1 LMV) y que, en consecuencia, por su propia configuración resultan accesibles al público en general; un público que considerará más o menos atractivo el valor ofertado y que, consecuentemente, lo demandará en mayor o menor medida, dependiendo tanto de su posible o comprometida rentabilidad, como de la solvencia o confianza que le genere la entidad que lo emita y lo respalde, con lo que no es de extrañar que nuestro legislador trate de garantizar que dicho público pueda adoptar su decisión en una situación de transparencia y equidad informativa, tanto en el momento de su inicial comercialización, como en posteriores transmisiones, obligando a quienes gestionan dichas empresas a ser especialmente claros y cuidadosos a la hora de dar una completa y actualizada información sobre la concreta situación económica en que las mismas se encuentran en cada momento⁷⁵⁸.

En concreto, nuestro legislador ha buscado dicho objetivo estableciendo que cuando se emitan valores con el fin de negociarlos en un mercado secundario (art. 26 LMV), su emisión se tendrá que acompañar de un folleto informativo, de cuya información al menos responderán “el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado secundario oficial y los administradores de los anteriores” (art. 28.1 LMV) y que necesariamente contendrá “toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación

⁷⁵⁷BACIGALUPO ZAPATER, E. op.cit (El nuevo derecho mercantil contable y el Derecho penal (art. 290 CP)). págs. 134 - 163. MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 102.

⁷⁵⁸GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 128 y ss.

financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a tales valores”. (art. 27 LMV); obligación que, además, se completa por otras, como las contenidas en los art. 35, 35 bis u 82 LMV, que también exigen a dichos sujetos que difundan, posteriormente y con carácter periódico, determinadas informaciones actualizadas referidas a la situación económica de la entidad⁷⁵⁹.

El precepto, objeto de nuestro estudio (art.282 bis) hace una referencia general a otro tipo de documentos al margen del folleto informativo, que una sociedad debe hacer públicos conforme a la legislación de los mercados de valores, con el objeto de dar a conocer la situación financiera de la entidad, para mantener informados a los posibles inversores. Habrá que atender, por lo tanto, a lo dispuesto en la normativa sobre los mercados de valores, de tal manera que aquí se incluirán aquellos documentos que, según la ley, deben publicarse por parte de aquellas sociedades que buscan la financiación del público en los citados mercados⁷⁶⁰.

Cabría citar, a mayor abundamiento, las obligaciones impuestas por diversos preceptos de la LMV: publicación de informes financieros periódicos por parte de sociedades que negocian en un mercado de valores (art. 35); difusión de información sobre los cambios en los derechos inherentes a los valores objeto de financiación (art. 35 bis⁷⁶¹), etc.

De esta forma al hacer expresa referencia a la legislación del mercado de valores, nos encontramos con que únicamente serán punibles mediante la aplicación de este delito del art. 282 bis CP el falseamiento de los anteriores documentos de los sujetos obligados por la legislación del mercado de valores, lo que limita el campo de aplicación de este delito a las sociedades cotizadas y a las sociedades de inversión enumeradas por la ley del mercado de valores.

Se incluye dentro de la información que debe difundir y publicar la sociedad, por un lado los folletos de emisión de cualquier instrumento financiero, y por otra parte dentro de la información que también debe de publicar y difundir la sociedad sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros, no con ciertas dudas conceptuales, sobre los folletos de la OPA y OPV, así como las cuentas anuales, sus especialidades y los pactos parasociales. Por el contrario para MARTINEZ-BUJAN PEREZ no son incluibles las OPAS dentro del tipo del art. 282 bis CP⁷⁶².

Cuando se trata de colocación de valores emitidos por un tercero, el vendedor de los mismos tiene la obligación de facilitar al mercado una

⁷⁵⁹GALAN MUÑOZ, A. op.cit pág. 128.

⁷⁶⁰PUNTE ABA, L.M.op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores). págs. 75-80

⁷⁶¹Así el artículo 35 bis. Citado supra.

⁷⁶²MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 108.

información equiparable a la de aquella que está obligada a dar quien emite los valores en una OPS.

Sin embargo, parece difícil que los administradores del vendedor no emisor puedan quedar incluidos en el tipo: incluso en el supuesto de que el vendedor fuera emisor, a su vez, de valores admitidos a negociación en un mercado secundario, la información que se facilita al mercado relativa a los valores que se pretenden colocar no estaría relacionada con los valores cotizados del vendedor⁷⁶³.

2.1 Los instrumentos financieros y su relación con las sociedades emisoras de valores

Lo que se contrata en los mercados de valores son valores negociables. Es con la reforma de la LMV (1998) y la propia adecuación de la LMV a la Directiva Europea, fundamentalmente a la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MIFID) cuando como explica IBAÑEZ JIMENEZ⁷⁶⁴ se impone la expresión de “instrumentos financieros” sustitutiva de la expresión más genérica de “valores negociables”. Así nuestro legislador recoge en el artículo 2.1 LMV (Directiva MIFID⁷⁶⁵).

⁷⁶³BONILLA PELLA, J. op.cit(estafa de inversores) ref. 2542.

⁷⁶⁴IBAÑEZ JIMENEZ, J.op.cit(Los objetos del tráfico desarrollado en los mercados de valores). pág. 135. También del mismo autor La contratación en el mercado de valores. T. XXXIV. En *Tratado de Derecho Mercantil*. OLIVENCIA, M., FERNANDEZ-NOVOA, C., JIMENEZ DE PARGA, R. (Dtores), JIMENEZ SANCHEZ, G. (Coord.). Edit. Marcial Pons. Madrid-Barcelona, 2001. Y también Contratación del mercado de Valores, parte 23. Tratado de contratos. BERCOVITZ, RODRIGUEZ CANO ((dir.)) Vol. V. Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2009. pág. 4831 y ss.

⁷⁶⁵MIFID: “Quedan comprendidos en el ámbito de la presente ley los siguientes instrumentos financieros:

1. Los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisores. Tendrá la consideración de valor negociable cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero.

Se considerarán en todo caso valores negociables, a los efectos de la presente ley:

- a) Las acciones de sociedades y los valores negociables equivalentes a las acciones, así como cualquier otro tipo de valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes a las acciones, por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren.
- b) Las cuotas participativas de las Cajas de Ahorros y las cuotas participativas de Asociación de la Confederación Española de Cajas de Ahorros
- c) Los bonos, obligaciones y otros valores análogos, representativos de parte de un empréstito, incluidos los convertibles o canjeables.
- d) Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.
- e) Los bonos de titulización.
- f) Las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva.
- g) Los instrumentos del mercado monetario entendiéndose por tales las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario tales como las Letras del Tesoro, Certificados de depósito y pagarés, salvo que sean librados singularmente, excluyéndose los instrumentos de pago que deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables.

A tenor de lo que venimos examinando, los instrumentos financieros constituyen el objeto de los mercados y de los servicios regulados por la ley. En realidad, los valores negociables son una categoría de los instrumentos financieros.

Se entiende por tanto que el legislador ha operado un cierto “vaciamiento o deconstrucción” conceptual de la noción de “valor negociable” en el artículo 2 LMV. Tal “deconstrucción” es consecuencia de la transposición de normas comunitarias. Y así del régimen de la LMV puede deducirse inequívocamente una caracterización general de los valores negociables⁷⁶⁶.

En nuestro ordenamiento, los valores se caracterizan por ser objeto de una emisión conforme a lo dispuesto en los artículos 25-30 LMV y el Real Decreto Regulador del Mercado Primario 1310/2005. Es decir, son derechos negociables de contenido patrimonial comercializados hacia un colectivo de inversores, sin que éstos conociesen *ex ante* a su contratante.

Como se ha puesto de relieve en nuestra doctrina - por todos MARTINEZ-BUJAN PEREZ⁷⁶⁷, MORALES GARCIA⁷⁶⁸; SANTANA/GOMEZ MARTIN⁷⁶⁹, la referencia que efectúa el artículo 282 bis a los “mercados de valores” debese entendida más en un sentido vulgar, menos técnico, sobre todo después (de cómo hemos señalado nosotros más arriba) la transposición de la normativa comunitaria MIFID, que comporta una reforma de la LMV merced a la Ley 47/2007 de 19 de diciembre.

Por lo tanto, hablamos de “valores” ya que estos han de poder traficarse en mercados específicos de forma “generalizada e impersonal”; distinguiéndolos del modo de contratar específico del ámbito del mercado bancario. La contratación de valores está asociada a esa característica clásica de los valores mobiliarios, como las acciones u obligaciones y debe recordarse que es “mercado financiero” en la medida que en él se trasiegan productos financieros⁷⁷⁰.

-
- h) Las participaciones preferentes.
 - i) Las cédulas territoriales.
 - j) Los “warrants” y demás valores negociables derivados que confieran el derecho a adquirir o vender cualquier otro valor negociable, o que den derecho a una liquidación en efectivo determinada por referencia, entre otros, a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas, riesgo de crédito u otros índices o medidas.
 - k) Los demás a los que las disposiciones legales o reglamentarias atribuyan la condición de valor negociable.

⁷⁶⁶IBAÑEZ JIMENEZ, J. op.cit(Los objetos del tráfico desarrollado en los mercados de valores). pág. 136.

⁷⁶⁷MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(Estafa de inversores y de crédito)pág. 90.

⁷⁶⁸MORALES GARCÍA, O.op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis)pág. 234.

⁷⁶⁹SANTANA VEGA, D./GOMEZ MARTIN, V. op.cit (arti 282 bis) pág.623

⁷⁷⁰IBAÑEZ JIMENEZ, J. op.cit (Los objetos del tráfico desarrollado en los mercados de valores).pág. 136.

La definición de “valor negociable” debe ponerse en conexión con la de “emisión de valores negociables”. Este supuesto ocurre cuando se trata de un conjunto de valores negociables procedentes de un mismo emisor y homogéneos entre sí por formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito por ser igual su naturaleza y su régimen de transmisión; y por atribuir a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones (art. 4.2 RD 291/1998).

En definitiva, en el mercado primario se ocupan de las “emisiones de valores” y se crean los archivos financieros, los cuales, son transmitidos directamente por su emisor mediante oferta pública de suscripción de venta o de valores negociables⁷⁷¹.

La opinión doctrinal mayoritaria se inclina por entender que el tipo penal se circunscribiría a una sociedad emisora de valores “que los presenta para ser negociados en los mercados secundarios oficiales⁷⁷²”.

Con lo que quedaría fuera del “tipo” no sólo los valores que no están destinados a no ser negociados, como los “sistemas alternativos de negociación” entre los cuales cabe destacar el SENAF, MTS España, (sistemas de negociación electrónica de renta fija), LATIBEX (mercado de valores latinoamericano) y el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), dado que en estos sistemas no se está ante mercados regulados por la LMV⁷⁷³.

Por el contrario no cabe oponer reparos a la inclusión de estos supuestos de falsedad en la información en el tipo penal a aquellos valores que negocian en otros sistemas los SMN (Sistemas Multilaterales de Negociación) ni desde la perspectiva del principio de legalidad ni desde el punto de vista de finalidad de la norma. Y que en caso de no ser admitida esta interpretación, la falsedad siempre podría ser castigada a través del delito societario del art 290⁷⁷⁴.

Efectivamente estos instrumentos distintos de los valores (art. 2 LMV párrafos 2 a 8) pueden denominarse “derivados”; que nuestro legislador relaciona de forma poco ordenada en los citados párrafos. Es decir, son operaciones “subyacentes” por encontrarse en el contrato principal su “sustrato”, y por tanto dimana o derive de aquél. Entre ellos, y por no hacer la enumeración prolija,

⁷⁷¹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 91. Según el art. 30 bis LMV por “oferta pública de venta o suscripción de valores”, se entiende toda comunicación a personas en cualquier forma o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen. Y como dicen BROSETA PONT, M./MARTINEZ SANZ, F.. *Manual de Derecho Mercantil Vol. II* 17ª Edit. Edit. Technos. Madrid, 2010. Pág. 290.”La especialidad que hace que venga en aplicación el derecho del Mercado de Valores, es que las suscripción de los valores sea ofertada públicamente”.

⁷⁷²MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*)págs 92- 93- 94- 95.

⁷⁷³BROSETA PONT, M./MARTINEZ SANZ, F.op.cit(*Manual de Derecho Mercantil*) pág. 289 y 299

⁷⁷⁴MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores*) de págs94, 95.

destacaríamos los de origen financiero (contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdo de tipo de interés a plazo). Por otra parte, estarían los “subyacentes no financieros”. En este elenco quedarían comprendidos los instrumentos derivados a que se refiere el n° 3 del art. 2 LMV (contratos de opciones, futuros, permutas y demás modalidades de derivados que estén relacionados con materias primas. Y luego, estarían los derivados sobre subyacentes abstractos “nacionales”. Es este grupo se encontrarían, por ejemplo, en el art. 2 LMV el párrafo 6 que serían las permutas financieras –swaps- que funcionan en la práctica como un seguro de daños⁷⁷⁵.

En contra para otra opinión doctrinal, quedarían fuera del tipo “los valores que no estén, destinados a ser negociados en los mercados secundarios regulados”. Por ejemplo, los sistemas de negociación SMN (Sistemas Multilaterales de Negociación). Para MORALES GARCIA, estarían extramuros del art 282 bis por exigencias del principio de legalidad ⁷⁷⁶. En razón a lo expuesto, si nos fijamos en el tenor del artículo 118 LMV, que nos clasifica las funciones de la CNMV⁷⁷⁷, observamos que entre ellas está la de aprobar los valores que están destinados a ser negociados.

⁷⁷⁵IBAÑEZ JIMENEZ, J. op.cit (Los objetos del tráfico desarrollado en los mercados de valores) pág. 136.

⁷⁷⁶MORALES GARCÍA, O. op.cit“(estafa de inversiones)pág. 236.

⁷⁷⁷Que a tenor del art. 118 LMV:

“1. En el marco de las funciones atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores por el artículo 13 de esta Ley y para el ejercicio de las competencias conferidas al Consejo por el artículo 17, el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores tendrá las siguientes facultades:

- a) Aprobar las Circulares a que se refiere el artículo 15 de esta Ley.*
- b) Aprobar el Reglamento de régimen interior de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a que se refiere el artículo 15 de esta Ley.*
- c) Aprobar el anteproyecto de presupuestos de la Comisión.*
- d) Constituir el Comité Ejecutivo, regulado en el presente artículo.*
- e) Nombrar a los cargos directivos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a propuesta de su Presidente.*
- f) Aprobar los informes anuales a que se refiere el artículo 13 de esta Ley.*
- g) Aprobar o proponer todos aquellos asuntos que legalmente le corresponden.*

En el plazo de tres meses a partir de la toma de posesión de cualquier miembro del Consejo, éste deberá proceder, en sesión extraordinaria, a confirmar, modificar o revocar, de forma expresa, todas y cada una de sus delegaciones de facultades en el presidente y en el Vicepresidente o en el Comité Ejecutivo.

2. El Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ejercerá las siguientes funciones:

- a) Ostentar la representación legal de la Comisión.*
- b) Acordar la convocatoria de las sesiones ordinarias y extraordinarias del Consejo y del Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*
- c) Dirigir y coordinar las actividades de todos los órganos directivos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*
- d) Disponer los gastos y ordenar los pagos de la Comisión.*
- e) Celebrar los contratos y convenios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*
- f) Desempeñar la jefatura superior de todo el personal de la Comisión.*
- g) Ejercer las facultades que el Consejo le delegue de forma expresa.*
- h) Ejercer las demás funciones que le atribuye el ordenamiento jurídico vigente.*

3. El Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores tendrá las siguientes atribuciones:

- a) Sustituir al Presidente en los casos de vacante, ausencia o enfermedad.*

No obstante, para excluir, o dicho de otra manera, solo incluir en el “tipo” los casos exclusivamente que una sociedad emite valores para ser negociados en los mercados de valores, sino también alude como “*desideratum*” o cláusula más expansiva, por genérica y abstracta a la locución “cualquier información que la sociedad esté obligada a publicar y a difundir conforme a la legislación del mercado de valores⁷⁷⁸”.

Así, a los sistemas multilaterales de negociación (SMN) se les exige unos determinados requisitos de transparencia, definidos en el art. 123 LMV⁷⁷⁹.

-
- b) *Presidir el Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a que se refiere el artículo 22 de la presente ley.*
 - c) *Formar parte, como Vicepresidente, del Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*
 - d) *Ejercer las funciones que el Presidente o el Consejo le deleguen.*

En los casos de vacante, ausencia o enfermedad, el Vicepresidente será sustituido por aquel Consejero, de los previstos en el artículo 17.c) de esta ley, con mayor antigüedad en el cargo y, a igualdad de antigüedad, por el de mayor edad.

4. *El Comité Ejecutivo estará integrado por el Presidente, el Vicepresidente y los Consejos previstos en el artículo 17.c) de la presente Ley. Será Secretario del Comité Ejecutivo, con voz y sin voto, el Secretario del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*

5. *Serán atribuciones del Comité Ejecutivo:*

- a) *Preparar y estudiar los asuntos que vayan a ser sometidos al Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*
- b) *Estudiar, informar y deliberar sobre los asuntos que someta a su consideración el Presidente.*
- c) *Coordinar las actuaciones de los diferentes órganos directivos de la Comisión, sin perjuicio de las atribuciones que correspondan al Presidente.*
- d) *Aprobar, en la esfera del derecho privado, las adquisiciones patrimoniales de la Comisión y disponer de sus bienes.*
- e) *Resolver las autorizaciones administrativas que le hayan sido atribuidas por delegación del Consejo, así como ejercer aquellas facultades que el Consejo le delegue expresamente”.*

⁷⁷⁸MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 93; BONILLA PELLA, J. op.cit(Fraude de inversores) pág. 275, epígrafe 2535. Y concluyen acertadamente “que no parece idóneo restringir el término de “mercado de valores” al concepto más técnico de mercados secundarios oficiales, regulados en la legislación de los mercados de valores, ya que el legislador podía haber hecho esta mención expresa y no ha considerado oportuno hacerla.

⁷⁷⁹Y así el art. 123 LMV dice:

“1. A fin de procurar la transparencia del sistema y la eficiencia en la formación de los precios, los sistemas multilaterales de negociación estarán obligados a difundir información de carácter público sobre las operaciones sobre acciones admitidas a negociación en el sistema que a su vez se negocien en mercados regulados sobre las posiciones de compra y venta existentes en cada momento. El Ministro de Economía y Hacienda podrá, si lo estima necesario, extender la aplicación de los requisitos de transparencia contenidos en este artículo a otros instrumentos financieros distintos de las acciones o bien a acciones que únicamente se negocien en el sistema.

2. Los sistemas multilaterales de negociación harán pública la siguiente información previa a la negociación con respecto a las acciones admitidas a negociación en ellos que a su vez se negocien en mercados regulados:

- a) *Los precios corrientes de compra y venta existentes en cada momento; y*
- b) *La profundidad de las posiciones de negociación a esos precios que se difundan a través de sus sistemas.*

La información referida deberá ponerse a disposición del público en condiciones comerciales razonables y de forma continua en el horario normal de negociación.

3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá eximir a los sistemas multilaterales de negociación de publicar la información mencionada en el apartado 2 del presente artículo, atendiendo al modelo de sistema multilateral de negociación o al tipo y volumen de las órdenes. En especial, La

Es por ello por lo que también podemos incluir estos supuestos de la “falsedad” en la información de los SMN en el tipo penal del art. 282 bis. En todo caso, como explican MARTINEZ-BUJAN PEREZ⁷⁸⁰ y MORALES GARCIA⁷⁸¹ donde ambos coinciden es en que de no admitirse esta intermediación inclusiva, la falsedad siempre podría ser castigada a través del delito societario.

En nuestra opinión, lo mismo ocurre con los (SMN) y la polémica de la inclusión o no en el tipo penal del art. 282 bis. Podría incluirse sin forzar el principio de legalidad con otros instrumentos financieros como “las opciones y futuros”. A primera vista, en un primer análisis no se incluirían en el ámbito objetivo de la LMV; pero considerando la poca claridad del art. 2 LMV, y al tener “están derivadas o comercializadas sus condiciones”, permitirían un mercado en el que predominan los términos económicos, frente a las características personales de los contratantes.

En conclusión, en realidad el ámbito objetivo de la LMV se articula a través de tres conceptos: el de valor negociable, el de instrumento financiero asimilado y el de instrumentos financieros.

Como explica con claridad técnica SALINAS ADELANTADO: primero de ellos (el valor negociable) es el originalmente concebido por la LMV, caracterizado por las notas de la negociabilidad y la agrupación en emisiones, y cuya enumeración no taxativa puede verse en el art. 2.1 RD 291/92; el segundo, (el instrumento financiero asimilado) es una evolución del anterior, que ha nacido para permitir una clara inclusión de las opciones y futuros en el ámbito del LMV, y que se caracteriza por la posibilidad de no cumplir todos los requisitos de los valores negociables, además de por el carácter esencial que tiene el hecho de que sean susceptibles de negociación en un mercado secundario oficial, finalmente, está la noción de instrumento financiero, que sirve para delimitar el ámbito de actividades propias de las ESI, y que caracteriza por no limitarse a los valores relacionados directamente con los mercados de valores⁷⁸².

Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá no imponer dicha obligación en el caso de operaciones de gran volumen en comparación con el volumen estándar de mercado para esas acciones o para ese tipo de acciones”.

⁷⁸⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 94.

⁷⁸¹MORALES GARCÍA, O. op.cit(*Fraude de inversores, art. 282 bis*). pág. 236.

⁷⁸²SALINAS ADELANTADO, C. “El concepto de valor negociable”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 63. Año XV. Julio-Septiembre, 1996. pág. 637. También IGLESIAS PRADA, J.L., “El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico”. En *Los mercados españoles: opciones y futuros financieros*. DIAZ RUIZ, E. y LARRAGA, P. ((dir)Edit. Pirámide. Madrid, 1995. págs. 237 - 238. También CACHON BLANCO, J. E. “Análisis jurídico de los conceptos de “valor negociable” e “instrumento financiero””. En *Revista de derecho mercantil*, n221, 1996. pág. 146; y RECALDE CASTELLS, A. op.cit(*Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores*). pág. 274.

Como se ve, el concepto más amplio es el de “instrumento financiero”, dentro del cual se pueden incluir el de “instrumento financiero asimilado” y el de “valor negociable”. No obstante, en orden a la determinación de ámbito objetivo de aplicación de la LMV, la relación entre ellos no se articularía de esta forma. Tenemos, por un lado, los conceptos de valor negociable e instrumento financiero asimilado, recogidos en el futuro art. 2 LMV, que serían de aplicación general a la LMV, por otro lado, estaría el de instrumento financiero del art. 63.4 LMV, que se aplicaría sólo en relación a las ESI.

En nuestra opinión, esta situación se explica por la insuficiencia del criterio de los mercados para delimitar todo el ámbito de aplicación de la LMV. Desde un punto de vista fáctico, no todas las actividades financieras están relacionadas directamente con los mercados de valores. Esta circunstancia ha sido tenida en cuenta en la DSI en la que, al regular las ESI, no se ha limitado a dicho criterio, teniendo también en cuenta otras actividades que pueden realizar estos sujetos. En consecuencia, al transponer la Directiva en la LMV, el esquema inicial de esta Ley deberá verse modificado parcialmente en relación a las ESI, no limitándose sólo a los mercados de valores, sino extendiéndose también a actividades financieras no relacionadas directamente con éstos. En cuanto al ámbito objetivo, la situación tendrá como consecuencia que, por lo que respecta a estos sujetos, no se pueda mantener la delimitación del art. 2 LMV, que se basa en la conexión con un mercado de valores, y se tenga que ampliarla mediante la noción de “instrumento financiero”⁷⁸³.

Como señala, el propio preámbulo de la LMV, la validez de la visión global de la ordenación de los mercados de valores propuesta en dicha norma es algo que debía demostrar la experiencia, y ésta ha puesto de manifiesto que es necesaria una corrección por lo que respecta a las empresas de servicios de inversión.

En relación a los instrumentos financieros dice QUERALT JIMENEZ que es la denominación conceptual que pretende superar la anterior de valores y títulos en parte por la riquísima realidad de los productos financieros, y en parte por las normas regulativas emitidas por la Unión (Directivas 2003/06 CE, y 2003/71 CE) dictadas en otro momento histórico y por lo visto en la crisis financiera actual de no gran utilidad⁷⁸⁴.

La referencia a los instrumentos financieros es sumamente amplia; ya que estos se caracterizan simplemente por las incorporaciones de derechos económico-financieros, y la negociabilidad en mercados organizados. Incluye, pues los títulos valores, pero va más allá⁷⁸⁵.

⁷⁸³Recuérdese lo que comentamos sobre el criterio central de delimitación utilizado por la LMV en el art. 1, que se reflejaba también en el art. 2 LMV. SALINAS ADELANTADO, C.op.cit(El concepto de valor negociable). pág. 648.

⁷⁸⁴QUERALT JIMENEZ, J. op.cit (*Derecho penal Español. Parte especial*) Epígrafe 23

⁷⁸⁵FARALDO CABANA, P.op.cit (Art. 282 bis)pág. 1087.

Es decir, aquellos contratos que den lugar simultáneamente a un acto financiero de una empresa y a un pasivo financiero. Y se refieren tanto a instrumentos primarios (partidas a cobrar, títulos, participaciones, etc.) como secundarios (derivados financieros). El art. 2 LMV delimita los instrumentos financieros que quedan incluidos en su ámbito, constituidos principalmente por los valores negociables⁷⁸⁶.

La expresión legal “cualquiera” instrumentos financieros pudiera hacer pensar que el tipo queda abierto a la admisión de cualquier operación de emisión de valores. Sin embargo, no es así, porque la presencia de “folletos”, que son en esta modalidad típica el objeto material de la conducta, sólo es preceptiva en las operaciones que concretamente detalla la LMV, por lo que la delimitación concreta de los comportamientos prohibidos queda directamente condicionada por la regulación financiera⁷⁸⁷.

A las dificultades para una correcta delimitación de los diferentes términos ya expuestas se añade ahora la derivada de la utilización, primero en el ámbito de la legislación comunitaria y ahora en la reforma de la LMV de 1998, del nuevo concepto de “instrumento financiero”. Su aparición es el fruto de la confusión reinante en relación con los fines que se pretenden alcanzar con los diversos conceptos jurídicos previamente conocidos. Con él se trata de evitar el riesgo de que se eluda la aplicación del Derecho del mercado de valores que podría derivar de un concepto de “valor” estricto o encerrado en los viejos moldes de los títulos-valor.

El legislador europeo fue consciente de la necesidad de un concepto más amplio a los efectos de delimitar el ámbito de aplicación de la normativa del mercado de valores. En el fondo, si el “instrumento financiero” serviría para englobar tanto a los “valores” tradicionales como a otros “instrumentos financieros” a los que no son referibles –a veces por la misma voluntad del emisor- las características de los valores entendidos como subcategoría de los títulos-valor (ahora también representables mediante anotaciones en cuenta⁷⁸⁸).

Está claro que la única utilidad que posee el nuevo concepto de “instrumento financiero” es permitir la ampliación del ámbito de aplicación de la LMV (y, en consecuencia, del control de la CNMV). Pero ello resultaría supérfluo de haberse reconocido un concepto lo suficientemente amplio de valor negociable como para satisfacer los fines llamados a cumplir por la normativa considerada⁷⁸⁹.

⁷⁸⁶CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG. op.cit (*Comentarios al Código Penal. Reforma LO 5/2010.*)pág. 624.

⁷⁸⁷GONZALEZ RUS, J.J. op.cit (Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones).pág. 604.

⁷⁸⁸CACHON BLANCO, J. E. “Análisis jurídico de los conceptos de “valor negociable” e “instrumento financiero”. En *Revista de derecho mercantil*, n221, 1996. pág. 778.

⁷⁸⁹CACHON BLANCO, J. E. op.cit pág. 829 y ss.

Sorprende que en el contrato de instrumento financiero se incluyen figuras o contratos como los “swaps” que no son negociables en términos de mercado⁷⁹⁰.

No obstante, la vinculación de un determinado instrumento con el mercado de valores, que evidentemente es lo que ha de determinar su sometimiento a la normativa reguladora de dicho ámbito, no tiene por qué reducirse a los mercados secundarios o primario. Puede existir igualmente respecto de los operadores profesionales, que es precisamente lo que ocurre con los swaps, por cuanto que los instrumentos sobre los que operan las empresas de servicios de inversión no se limitan a los negociables en algún mercado de índole financiera. Siendo así, no existe ninguna razón que pueda justificar que parte de la actividad llevada a cabo por los operadores del mercado de valores pueda escapar de las normas de conducta y transparencia, y del control ejercido por la CNMV⁷⁹¹.

La normativa del mercado de valores no sólo busca ofrecer una completa regulación de los mercados primarios y secundarios, adecuada a la demanda de agilidad y liquidez. La protección de la clientela y, con ello, la seguridad y el control sobre los intermediarios, constituye igualmente una constante en todo el mercado financiero, que se erige además en un factor competitivo de enorme relevancia, sobre todo, en la coyuntura actual en la que cada vez son más las barreras que se suprimen para alcanzar un verdadero espacio único europeo. Se deduce así que la finalidad con la que estos contratos son incluidos en el concepto de instrumento financiero, y con ello en el ámbito de aplicación de la normativa del mercado de valores, es evitar que puedan existir prácticas llevadas a cabo por determinados operadores financieros que queden al margen de las normas de conducta y transparencia existentes en todos los campos del mercado financiero.

Por otro lado, se advierte también que la LMV, para delimitar la nueva “categoría” de instrumentos financieros, utiliza una fórmula híbrida. Ni brinda una definición, ni tampoco, tal y como sí hace la DSI, realiza una enumeración de las concretas figuras que han de entenderse integradas en dicho concepto. Al respecto, al artículo 2.2 contiene tres letras en las que, unas veces, enumera

⁷⁹⁰LOPEZ SANTANA, N. op.cit (El ámbito objetivo del mercado de valores: Delimitación del concepto “valor negociable”)págs. 123 - 124.

⁷⁹¹CACHON BLANCO, J. E. op.cit (Análisis jurídico de los conceptos de “valor negociable” e “instrumento financiero”)pág. 829; sin embargo, da una definición del concepto de instrumento financiero de la que parece deducirse la necesidad de su negociabilidad. Probablemente ello se deba a que la obra citada data de 1996, es decir, es anterior a la promulgación de la Ley 37/1998, que, tal y como ya ha sido apuntado en reiteradas ocasiones, es la norma que introdujo en nuestro ordenamiento el concepto de instrumento financiero como delimitador del ámbito de aplicación de la LMV y su normativa de desarrollo. Tras la entrada en vigor de la citada Ley, es indudable que la negociabilidad en términos de mercado no constituye un requisito ineludible para un determinado contrato o práctica sea catalogado como “instrumento financiero” y quede sometido a la LMV, pues así se establece expresamente en la letra b) de su artículo 2.2.

ciertas figuras concretas y, otras, con pretensiones de generalidad, indica ciertas características cuya concurrencia determina la catalogación de la figura como instrumento financiero, huyendo de la referencia expresa a la denominación de prácticas ya existentes, que claramente subyacen en tales indicaciones.

El legislador español ha querido así hacer alarde de una mayor abstracción, sin duda, con el objetivo de impedir que, introduciendo ciertas desviaciones respecto de algunas de las figuras ya existentes, se pueda eludir la aplicación de la LMV y su normativa de desarrollo. No obstante, con la fórmula utilizada no es posible asegurar que ello no pueda suceder. Para algunos, si se ha introducido el concepto “instrumento financiero” a modo de cláusula de cierre para que todas y cada una de las prácticas llevadas a cabo por las empresas de servicios de inversión hayan de someterse a la LMV y al control de la CNMV, más claro y efectivo hubiera resultado haberlo precisado así, estableciendo que por instrumento financiero ha de entenderse todo aquello que, sin ser valor negociable, sea objeto de la actividad de unas empresas de servicios de inversión. No obstante, no parece que sea fácil buscar una definición infalible a posibles “artimañas” para eludir los controles establecidos desde la LMV⁷⁹².

En la actualidad, tras la introducción del concepto “instrumento financiero” como delimitador, junto con el de valor negociable, del ámbito objetivo de aplicación de la LMV, ya no es necesario forzar una interpretación de la nota de agrupación en emisiones para que instrumentos como los futuros y opciones deban considerarse incluidos (vid. Art. 2.2 b) de la LMV). Puede entenderse así que uno de los principales objetivos perseguidos por la reforma operada en este punto fue precisamente el incluir a los futuros y opciones en el ámbito de aplicación de la LMV, contribuyendo con ello, a su vez, a perfilar el de valor negociable, que, de esta forma, ya no existe inconveniente en entender que constituye un concepto unitario y autónomo al de valor mobiliario, en los términos ya expuestos⁷⁹³.

2.2.¿A qué instrumentos financieros se refiere el artículo 282 bis?

El precepto, como podemos observar, se refiere, por una parte, a los folletos de emisión de instrumentos financieros y, por otra parte, a cualquier otro tipo de documento que deba publicarse con el objeto de obtener, por diferentes vías, cualquier tipo de financiación. Tales documentos, explica PUENTE ABA han de proceder de sociedades que pueden participar en un mercado de valores; precisamente se trata de evitar la difusión de información falsa en el momento en que una sociedad de tales características decide captar inversores, y para ello

⁷⁹²LOPEZ SANTANA, N. op.cit (El ámbito objetivo del mercado de valores: Delimitación del concepto “valor negociable)pág. 124; también CACHON BLANCO, J. E.op.cit “Análisis jurídico de los conceptos de “valor negociable” pág. 829.

⁷⁹³LOPEZ SANTANA, N. op.cit (El ámbito objetivo del mercado de valores: Delimitación del concepto “valor negociable)pág. 119-120.

hace públicos todos los aspectos económicos de la vida societaria, intentando atraer a posibles participantes en el capital social⁷⁹⁴.

De manera que el “tipo” cierra la posibilidad de la comisión de este delito en los casos en los que la sociedad no cotice en un mercado regulado, aunque sí deja abierta la posibilidad utilizando de forma un tanto extensiva la remisión a la “legislación del mercado de valores”. Dentro de dicha denominación, nos encontramos con que empresas dependientes o subsidiarias de otras “cotizadas” no tienen necesariamente que ser sociedades cotizadas para tener un deber de publicar y difundir información conforme a la mencionada legislación, si bien al no ser una sociedad emisora de valores han de quedar fuera de la tipicidad⁷⁹⁵.

Dígame lo mismo en el mercado de “futuros y opciones”, a la hora de distinguir los instrumentos financieros derivados, de lo que constituirían estrictos valores negociables. Se alega que los “futuros y opciones” en tanto son contratos, no podrían ya ser considerados valores. Frente a lo que se alega, a menudo que en los futuros y opciones no cabe hablar de “emisión”. No obstante la emisión se sustituye por un clausulado estándar que determina el contenido y el régimen de negociación de los contratos de futuros y opciones negociados que se ofrece al público en general⁷⁹⁶.

En definitiva, parece que el legislador está pensando en la información que trimestral, semestral o anualmente las sociedades emisoras de valores deben poner a disposición de la CNMV (las denominadas “continuing obligations”)⁷⁹⁷.

Si se limita el objeto a informaciones de las “sociedades emisoras de valores negociados en el mercado de valores” obedece a que poseen un estatuto jurídico especial (más riguroso que el de las sociedades que no cotizan en el mercado de valores), conforme al cual les incumben mayores obligaciones de información, habida cuenta de que para ellas rige el principio de libertad de emisión de valores sin necesidad de autorización previa⁷⁹⁸.

El art. 282 bis hace referencia expresa a los “negocios futuros de la sociedad emisora”, pero no cabe pensar que se incluye en el objeto material

⁷⁹⁴PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.)pág 70

⁷⁹⁵PUENTE ABA, L.M. op.cit pág 70.

⁷⁹⁶SANCHEZ ANDRES, A. op.cit(Opción financiera). En pág. 4592; IGLESIAS PRADA, J.L.op.cit, “El contrato de futuros financieros. pág. 235; IBAÑEZ MARTINop.cit (Integración de los contratos de futuros y opciones en el concepto legal europeo de instrumento o producto derivado), págs. 83-108.

⁷⁹⁷MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (Derecho penal económico y de la empresa). pág. 265; y también MORALES GARCÍA, O. op.cit(estafa de inversiones) pág. 318. Concluye diciendo que el legislador estaría pensando en las sociedades emisoras de valores negociados lo que ayuda a acotar su alcance a los art. 11 y 12 del Reglamento 1310/2005 cuentas anuales y documentos acreditativos de la situación jurídica a la que se somete como emisora de valores.

⁷⁹⁸MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa). pág. 266; VILLACAMPA ESTIARTE, C. op.cit(Las falsedades contables en el Proyecto de Ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007). pág. 455; FARALDO CABANA, P.op.cit (Art. 282 bis)pág. 1088.

cualquier predicción que resulte no ser real sino sólo aquellas predicciones que se hagan con el conocimiento de información presente que haga imposible el cumplimiento de tales previsiones⁷⁹⁹.

Ahora bien, como explica BONILLA PELLA, sin embargo, parece cualificar posteriormente dicho enunciado, añadiendo un elemento subjetivo del tipo, al exigir que el falseamiento se haga con el “*propósito de captar inversores o depositantes, colocar cualquier tipo de activo financiero u obtener financiación por cualquier medio*”⁸⁰⁰.

Llama la atención la referencia específica a los negocios futuros de la sociedad emisora. Es discutible que las predicciones sobre la evolución de la compañía puedan considerarse hechos que sean falseables. Cuestión distinta es que esas predicciones se hagan con el conocimiento de información presente que haga imposible el cumplimiento de las previsiones.

Las falsedades sobre negocios futuros solo pueden ser constitutivas de delito cuando la predicción se hace utilizando datos presentes cuya falsedad se conoce en el momento de prepararlas. Esto lleva a la necesidad de reflejar en esas previsiones, normalmente en el folleto de emisión, la información actual que permite alcanzar esas conclusiones de futuro (ejemplo Caso Bankia, ¿qué hubiera pasado con el folleto de emisión de saber que la entidad estaba quebrada en esos momentos, o que esos datos no eran auténticos y que con los verdaderos no podrían salir a Bolsa?).

La falsedad punible no sería, por tanto, de los negocios futuros que no se han llegado a concretar, sino de los hechos presentes que no permitirían de ninguna manera alcanzar las conclusiones reflejadas en la información publicada⁸⁰¹.

Para una correcta comprensión de los términos jurídico-financieros el contrato de “futuros” es aquel contrato normalizado a plazo, por el cual el comprador se obliga a comprar el activo subyacente y el vendedor a venderlo a un precio pactado. El contrato de “opción” es aquel contrato normalizado a través del cual el comprador adquiere el derecho, pero no la obligación de compra.

Traemos a colación estos “activos” (más bien “riesgos”, que puede suponer para quien aparece en el contrato con modificación de ese precio...el objeto del contrato es como dice SERRABONA GONZALEZ el “*Price risk*”) porque el art. 59 LMV los contempla. Serán creados por el Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV. En estos mercados tendrán por objeto los contratos de futuros y de opciones y de otros instrumentos financieros

⁷⁹⁹GARCIA SANZ, J. op.cit (La protección penal del mercado financiero). pág. 58; BONILLA PELLA, J.op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores). pág. 568.

⁸⁰⁰BONILLA PELLA, J. op.cit(Estafa de inversores) ref. 2553.

⁸⁰¹BONILLA PELLA, J.op.cit(Fraude de inversores) ref. 6224.

derivados, cualquiera que sea el activo subyacente, definidas por la Sociedad rectora del mercado, que será quien llevará el Registro contable correspondiente a los instrumentos financieros negociados⁸⁰².

¿Y por qué nos interesan estos mercados a los efectos del estudio de nuestro art. 282 bis? La respuesta es fácil, podrán ser miembros de estos mercados las entidades a las que se refiere el art. 37 LMV; y entre ellas ser miembros de los mercados secundarios oficiales, las empresas de servicios de inversión (sociedades emisoras de valores). Estas Empresas de Servicios de Inversión (ESI) están autorizadas para ejecutar órdenes de clientes; o para “negociar por cuenta propia”. El sistema de negociación de ese mercado ofrece varias modalidades ya que quienes contratan y se comprometen de modo singular con la creación de liquidez no conocen la identidad de quienes hacen la contrapartida. Los miembros del mercado secundario oficial se atenderán a las obligaciones contempladas en los art. 79 bis, 79 ter y 79 sexies, en relación con sus clientes. Es decir, las obligaciones de información referente a los instrumentos financieros y a las estrategias de inversiones. A los clientes, incluidos los clientes potenciales se les proporcionará información sobre la entidad y los servicios que presta. Téngase en cuenta que existe un registro de contratos. Así en el art. 79 ter, las entidades que presten servicios de inversión deberán crear un registro que incluya el contrato⁸⁰³.

Como hemos reiterado a lo largo del trabajo, dentro de los documentos mencionados en el art. 282 bis, se consideraran en todo caso “valores negociables”, pero también *a fortiori* los documentos (que aportamos para su correcta comprensión)⁸⁰⁴

⁸⁰²PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L. op.cit (Los mercados de valores). pág. 50.

⁸⁰³PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L. op.cit pág. 50.

⁸⁰⁴Las acciones de sociedades y los valores negociables equivalentes a las acciones, así como cualquier otro tipo de valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes a las acciones, por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren.

- Las cuotas participativas de las Cajas de Ahorros y de Asociación de Confederación Española de Cajas de Ahorro, que emiten valores que no cotizan en Bolsa pero se negocian en el Mercado de Valores, como obligaciones, cédulas hipotecarias, etc⁸⁰⁴. Prácticamente todas han emitido valores que cotizan en los Mercados de Valores (vgr., obligaciones, participaciones preferentes, cédulas hipotecarias, etc.)

- Los bonos, obligaciones y otros valores análogos representativos de parte de un empréstito, incluidos los convertibles o canjeables.

- Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.

- Los bonos de Titulización.

- Las participaciones y acciones de instituciones de participación colectiva.

- Los instrumentos del mercado monetario, entendiéndose por tales las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario, tales como letras del tesoro, certificados de depósito y pagarés.

- Las participaciones preferentes.

- Las cédulas territoriales.

- Los “warrant” y demás valores negociables derivados que confieran el derecho a adquirir o vender cualquier otro valor negociable, o que den derecho a una liquidación en efectivo determinada por referencia (entre otros, valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas, u otros índices o medidas).

En conclusión, como explica TAPIA HERMIDA en su ámbito se comprenderían, a) Valores negociables (acciones y valores asimilables a acciones, obligaciones y otros títulos de crédito negociables en el mercado de capitales, cualesquiera otros valores negociados que permitan adquirir esos valores por suscripción o canje, o den lugar a un pago en metálico); b) Participaciones de un organismo de inversión colectiva; c) Instrumentos del mercado monetario; d) Los contratos financieros a plazo (futuros), incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo; e) Los contratos de intercambios ligados a acciones o a un índice sobre acciones “equiry swaps”); f) Opciones destinadas a la compra de cualquiera de los instrumentos antes enumerados, incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo. Concretamente se incluyen en esta categoría las opciones sobre divisas y sobre tipos de interés⁸⁰⁵.

Cabría citar, a mayor abundamiento, las obligaciones impuestas por diversos preceptos de la LMV: así la publicación de diversos informes financieros periódicos por parte de sociedades que negocian en un mercado de valores (art. 35); difusión de información sobre los cambios en los derechos inherentes a los valores objeto de financiación (art. 35 bis⁸⁰⁶); etc.

Lo que se trata sería de ofrecer información en torno a la situación financiera de la entidad, y las características de los valores ofrecidos para que el eventual inversor pueda tener una idea global de las ventajas e inconvenientes en la posible adquisición de los valores sociales.

En este sentido, y remitiéndonos a la LMV como “marco de referencia”, para la protección del inversor y el correcto funcionamiento del mercado, no debemos olvidar además de los art. 26, 27, 35 y 35 bis, examinados *supra*, la referencia del art. 43 LMV “de informar sobre las operaciones del mercado”; el art. 53 “sobre la obligación de informar sobre la adquisición o transmisión de acciones de una sociedad admitidas a negociación en Bolsa”; el art. 82” en cuanto a lo que debe ser considerado como información relevante”, y la “obligación de difundirla y publicarla”; el art. 89 “que regula la publicidad de hechos o informaciones relevantes que afectan a la negociación de los valores; el interesante art. 79 bis en las obligaciones de información de las entidades que presten servicios de inversión (así la referida información de los instrumentos financieros y a las estrategias de inversión....)”; la importancia del art. 84 en cuanto al ámbito de supervisar a cargo de la CNMV; el fundamental art. 92 en cuanto a la clasificación de los registros públicos en relación con los emisores (registro de las entidades de folletos informativos de documentos de Empresas de

- Los demás a los que las disposiciones legales o reglamentarias atribuyan la condición de valor negociable.

⁸⁰⁵TAPIA HERMIDA, A.J. op.cit (La Responsabilidad administrativa y civil de los administradores y directores generales de las Sociedades y Agencias de valores).pág. 73.

⁸⁰⁶Artículo 35 bis LMV.

Servicios de Inversión y otros registros informáticos...); del mismo modo en esta síntesis de preceptos, es trascendental el art. 99 en cuanto a las infracciones a que se refiere el art. 95. Por ejemplo, la falta de publicación o de remisión a la CNMV de información y documentación, como consecuencia de actuaciones que obliguen a la presentación de una oferta pública de valores, o la aportación a la CNMV de “datos inexactos o no veraces” o de información engañosa o que omita aspectos o datos relevantes (art. 89 ñ).

En consecuencia y para completar, en el art. 282 bis no se exige por el tipo que la información sea económico-financiera; sino que simplemente se trate de información (como la reseñada más arriba –añadimos por nuestra parte-) relacionada con los recursos, actividades y negocios presentes y futuros del emisor. Si bien, será difícil imaginar una información del mercado de valores, que no tuviera un componente financiero o económico⁸⁰⁷.

La información, a nuestro juicio, relevante tanto en el folleto de emisión, como en los demás instrumentos financieros será aquella que sea causa motivada y eficiente para invertir. Aquella información que no sirva al inversor para realizar un juicio de valor sobre qué debe invertir, resultaría “inocua” para el tipo e impune a los efectos de la aplicación del art. 282 bis CP⁸⁰⁸.

Exigencia que, en principio, dejará al margen de su tipo tanto a las que se hubiesen podido realizar sobre documentos diferentes de los mencionados, como a aquellas otras que, incluso efectuándose en ellos, hubiesen recaído sobre datos que no tuviesen carácter económico-financiero o no estuviesen referidos a sus recursos o negocios presentes o futuros, por más que pudiesen resultar relevantes para la posible decisión de un hipotético inversor razonable en la adquisición o transmisión de los valores de la empresa en cuestión, como sucedería, por ejemplo y a nuestro modo de ver, con las que se refiriesen a la delimitación de los derechos de participación en las decisiones empresariales que habrían de corresponder a quien adquiriese los valores en cuestión⁸⁰⁹.

Es decir, que por expresa exigencia del legislador, la falsedad del art. 282 bis tendrá que recaer sobre información económico-financiera. Y naturalmente no podemos excluir (y compartimos el criterio de GALAN MUÑOZ de entender que puede haber informaciones de naturaleza jurídica que también presentaron una evidente connotación económica). Como sucederá en la referida a la tramitación de una patente, ya que por más que dicha información tenga naturaleza jurídica, también afectará a los negocios que la entidad de la que proceda podría llegar a desarrollar en el futuro. Con lo que entonces podrá considerarse como una información cuya “falsificación” encajaría perfectamente entre aquellas que esta figura vendría a sancionar⁸¹⁰.

⁸⁰⁷ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit (*Los delitos bursátiles*). pág. 196.

⁸⁰⁸ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit pág. 196

⁸⁰⁹GALAN MUÑOZ, A. op.cit(El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 133.

⁸¹⁰GALAN MUÑOZ, A. op.cit pág. 134.

Se critica con razón la falta de lógica en la delimitación de las informaciones realizadas por el tipo contenido en el art. 282 bis CP; ya que debería castigarse cualquier falsedad referida o cualquier hecho relevante cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonable pero adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros, y por tanto pueda afectar a su cotización y no solo a las informaciones económicas⁸¹¹.

3. El folleto de emisión

El folleto de emisión, se trata de un concepto básico del Derecho bursátil, o, mejor dicho del “Derecho de organización bursátil”, concebido como el Derecho al que se someten las bolsas en su condición de institución⁸¹². Va a ser el objeto material principal de nuestro estudio, ya que en el artículo 282 bis se hace referencia a su falsificación en primer lugar, y además ha sido sometido a diversas Directivas comunitarias y Reales Decretos, modificando la forma y el contenido con el que debe ser presentado. Un dato positivo quizá sea que se ha homogeneizado para toda Europa.

3.1 El folleto de emisión en particular: su contenido

En conclusión, como dice QUERALT JIMENEZ, en primer término el folleto del lanzamiento de cualquier instrumento es esencial en la regulación del mercado secundario (art. 27 LMV); puesto que allí deben figurar todos y cada uno de los elementos de la emisión, sus perspectivas reales y la situación igualmente real de la emisora. El folleto constituye el elemento racional por antonomasia que desencadena la decisión de los inversores. La aprobación del folleto por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no es más que una confirmación de los requisitos formales por parte del emisor, que constata se ha cumplido adecuadamente la información básica⁸¹³.

En este sentido tendremos, como vemos necesariamente que remitirnos a la Ley del Mercado de Valores, en concreto a su art. 27 para determinar el contenido del determinado folleto. No sin antes comentar que la naturaleza típica del “folleto” consiste en proteger los intereses del inversor y además la necesaria justificación de la transparencia informativa del mercado de valores. El folleto como explicamos más abajo proporciona todos los “datos de contenido necesario”, para que el inversor adquiriera un “juicio fundado” todo ello

⁸¹¹NIETO MARTIN, A.op.cit (*Nociones fundamentales de Derecho Penal. Parte Especial*).pág. 492. En la misma línea BONILLA PELLA, J. op.cit (*Estafa de inversores*). pág. 280. Para quien lo que define a las falsedades típicas de este delito, es que las mismas resulten eficaces para captar inversores o financiación.

Así ocurría como hemos visto *supra* en el Proyecto de Reforma de 2007 donde se exigía que la falsedad se realizase “*de modo apto para ocasionar engaño, y de ese modo captar inversores u obtener créditos o préstamos*”.

⁸¹²MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*)pág 98.

⁸¹³QUERALT JIMENEZ, J.op.cit (*Derecho penal Español*).l. Epígrafe nº 23

supervisado, por la necesidad de su “Registro”. Así en esta línea argumental, el propio art. 8.3 LMV, posibilita que la CNMV, puede denegar su “Registro”, cuando se ponga en peligro los intereses de los inversores⁸¹⁴.

En todos los folletos informativos se distingue por un lado entre la información relativa al emisor de los instrumentos y por otra las “condiciones” del instrumento a emitir.

En este contexto, la nueva redacción del art. 27 de la Ley contempla los elementos esenciales del contenido del folleto. De este modo, se describe la información que debe contenerse en el folleto, los requisitos referentes a la persona que ha de suscribirlo y la descripción del resumen del folleto.

Téngase en cuenta (añadimos por nuestra parte) que la estructura del folleto está contemplada de forma genérica para que se adapte fácilmente al “emisor”. No solo la información de los valores emitidos, depende de las características de los instrumentos, sino que la información que se exige al emisor depende del tipo de instrumento a emitir.

Como explica muy bien HIERRO ANIBARRO, el folleto es el elemento principal de información que debe proporcionar a los inversores una información completa de la oferta pública de valores. El folleto debe recoger toda la información (específica del emisor y de los valores) para que los inversores hagan una evaluación de los activos y pasivos, beneficios, pérdidas. Esta información debe presentarse de manera fácilmente analizable y comprensible (art. 27.1 LMV y 16.1 RD 1310/2005⁸¹⁵).

⁸¹⁴Artículo 27 LMV. “Contenido del folleto. 1. El folleto contendrá la información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. El folleto contendrá toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a tales valores. Esta información se presentará de forma fácilmente analizable y comprensible. 2. El folleto deberá ser suscrito por persona con poder para obligar al emisor de los valores. 3. El folleto contendrá un resumen que de una forma breve y, en un lenguaje no técnico, reflejará las características y los riesgos esenciales asociados al emisor, los posibles garantes y los valores. Asimismo, dicho resumen contendrá una advertencia de que: a) Debe leerse como introducción al folleto. b) Toda decisión de invertir en los valores debe estar basada en la consideración por parte del inversor del folleto en su conjunto. c) No se exige responsabilidad civil a ninguna persona exclusivamente por el resumen, a no ser que dicha nota sea engañosa, inexacta o incoherente en relación con las demás partes del folleto. 4. Mediante orden ministerial se regulará el contenido de los distintos tipos de folletos y se especificarán las excepciones a las excepciones a la obligación de incluir determinada información, correspondiendo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizar tal omisión. Previa habilitación expresa, la citada Comisión podrá desarrollar o actualizar el contenido de la orden. También corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la determinación de los modelos para los distintos tipos de folletos, de los documentos que deberán acompañarse y de los supuestos en que la información contenida en el folleto pueda incorporarse por referencia”.

⁸¹⁵HIERRO ANIBARRO, S. op.cit (Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizados). pág.315-317.

El folleto deberá incluir tres partes.; el Documento de Registro, la Nota sobre los valores y el Resumen, que se podrán publicar como un “documento único” o en documentos separados (art. 18 RD 1310/2005). De hecho la práctica habitual entre los grandes emisores consiste en publicar el folleto en formato de documentos separados. Así el RD 1310/2005 se hace eco de este práctico cuando establece, como nos explica HIERRO ANIBARRO que el emisor que tenga ya un documento de Registro aprobado por la CNMV únicamente deberá elaborar la Nota sobre los valores y el Resumen, cuando vayan a ser admitidos a negociación⁸¹⁶.

Si desde el momento de la incorporación al Registro se han producido modificaciones relevantes, precisamente la “Nota sobre los valores” facilitaría la información.

En primer término por tanto, el documento de Registro deberá contener toda la información concerniente al emisor.

La revisión realizada por la CNMV debe asegurar que el folleto contiene toda la información contenida por las normas (RD 1310/2005), sin que suponga una valoración sobre la inversión que se propone o sobre el emisor.

La CNMV tiene unos plazos legales desde la solicitud del emisor para verificar el folleto, una vez que contiene toda la información necesaria y los documentos acreditativos.

El objetivo de estos plazos máximos es proporcionar a los emisores una cierta seguridad respecto al tiempo que va a tardar el supervisor en revisar el folleto, sin embargo, puesto que estos plazos pueden verse interrumpidos si la autoridad competente solicita información adicional, lo relevante es conocer los plazos medios reales que utilizan las distintas autoridades competentes para la aprobación del folleto.

La publicación del folleto, una vez que haya sido aprobado por la CNMV deberá hacerse en un plazo razonable antes del inicio del periodo de oferta o de admisión o, como máximo, en dichos momentos.

El elemento más importante, como explica HIERRO ANIBARRO, es el plazo de aprobación del folleto, que fija un periodo máximo de diez días hábiles desde la presentación del proyecto del folleto (art. 20.3 RD 1310/2005). Cuando la CNMV considere que el folleto presentado es incompleto notificará la información adicional que precise el solicitante⁸¹⁷.

⁸¹⁶HIERRO ANIBARRO, S.op.cit pág. 317.

⁸¹⁷HIERRO ANIBARRO, S.op.cit pág. 318.

El folleto tendrá una validez de doce meses desde su aprobación por la CNMV (art. 27 RD 1310/2005) y que a tenor de lo prescrito en el art. 92b) se inscribirá en un Registro que contendrá los folletos informativos aprobados por la Comisión en virtud de lo previsto en la propia LMV.

En general, los folletos informativos se ponen a disposición del público en las páginas web de las autoridades competentes, del propio emisor o de las Bolsas, lo cual garantiza un fácil acceso y utilización del folleto para los inversores y la inalterabilidad del mismo. La normativa europea permite incorporar ciertos documentos por referencia que, en general, hayan sido depositados en otro organismo regulador de la Unión Europea.

Es decir, una vez aprobado el folleto se publicará una copia idéntica en uno o más periódicos de amplia circulación, en formato impreso, puesto a disposición gratuita del público en las oficinas del mercado en el cual los valores se admiten a negociación o en los domicilios sociales del emisor y en las oficinas de los intermediarios financieros que coloquen los valores o en formato electrónico a través de la página web del mercado en que, como explica HIERRO ANIBARRO, se solicita la admisión a negociación, al menos durante el plazo de validez del folleto o de la CNMV⁸¹⁸.

En cuanto al documento sobre los “valores” es la parte del folleto que contiene la información relativa a los valores que se emiten. Los anexos del Reglamento (CE) nº 809/2004 recogen un esquema con los requisitos mínimos de información para la nota sobre los valores.

Finalmente el último documento es el “resumen” que como explica HIERRO ANIBARRO será como mucho la única información que consulte el “pequeño inversor”. De ahí el requerimiento legal para que sea elaborado en formato estandarizado y en lenguaje ajeno de tecnicismos y que le proporcione la información fundamental⁸¹⁹.

⁸¹⁸HIERRO ANIBARRO, S. op.cit.pág. 319. A este sistema de difusión obligatorio se podrá unir la publicidad relativa a la admisión a negociación de los valores, que podrá ser difundido en cualquier medio de comunicación por cualquier parte interesada, como puede ser la persona que solicita la admisión, los intermediarios financieros encargados de la colocación de los valores, y en cualquier momento, incluso antes de la aprobación del folleto informativo. Esta publicidad no estará sujeta a aprobación de la CNMV, aunque los responsables deberán mantener el material publicitario a disposición de esta agencia estatal cuando le corresponda la aprobación del folleto (art. 28 RD 1310/2005)

También ARRANZ PUMAR, G. “Emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación en un mercado secundario oficial”. En *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*. URIA, F. (Coord.). Edit. La Ley. Madrid, 2007. Pág. 523; LOPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*. Edit. Civitas. Madrid, 2003; SANCHEZ ANDRES, A.op.cit(La admisión de valores a cotización oficial)pág. 79-116.

⁸¹⁹HIERRO ANIBARRO, S.op.cit (Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizados). pág. 317.

Esta información fundamental deberá incluir una buena descripción de las características esenciales y de los riesgos por el emisor y posibles y/o potenciales inversores. Los activos, pasivos, situación financiera, condiciones generales de la oferta, información sobre la admisión a cotización, motivos de la oferta, gastos e impuestos derivados por el inversor.

Ahora bien, este resumen parece “no tener un valor vinculante” porque, como sigue diciendo el texto, se leerá como introducción, la decisión de invertir se tomará en base al conjunto de la información emitida y se puede exigir responsabilidad civil ante inexactitudes dentro del mismo folleto. No cabe duda que este complemento normativo al precepto penal que tipifica la falsedad de las informaciones resulta perturbador, ya que excluye de la tipicidad la información falsa que figura en el resumen (introducción), e incluso se afirma que cabe exigir responsabilidad civil si la información es engañosa, inexacta o incoherente en relación con las demás partes del folleto, pero no nos aclara si es posible el ejercicio de acciones penales en este supuesto, o bien, solo ante los casos en los que la información es engañosa, inexacta o incoherente en relación con el estado económico financiero real de la empresa. Parece que solo puede existir responsabilidad civil por la certeza de las informaciones dentro del folleto, que afectan a su coherencia, y que, conforme a la nueva normativa penal, existe responsabilidad penal por la certeza de las informaciones del folleto en relación con la veracidad de las informaciones económicas y perspectivas de crecimiento de la empresa fuera del folleto. No obstante, si, como dice la regulación del mercado de valores, la decisión de invertir debe estar basada en el conjunto del folleto, no creo que resulte esclarecedor que solo se contemple responsabilidad civil por la información engañosa, inexacta o incoherente dentro del documento, ya que es éste en su conjunto el que determinará la decisión o no de invertir. En conclusión, parece que se admite que parte del folleto goce de ciertas imprecisiones con efectividad en el ámbito civil, pero no en el penal, lo cual resulta contraproducente dada la nueva tipificación del delito de estafa de inversores⁸²⁰.

En principio como hemos visto al analizar la conducta típica, la función de la CNMV, es puramente informativa de modo que la decisión de inversión en los valores cotizados dependerá del inversor. De ahí que no pueda exigirse responsabilidad civil a ninguna persona sobre la base el “resumen”. Como dice el art. 27. 3b) . Toda decisión de invertir en los valores debe estar basada en la consideración por parte del inversor del folleto en su conjunto⁸²¹.

¿Cómo encajaría el falseamiento de la información como conducta típica? Siempre y cuando la “nota resumen” resultase engañosa, inexacta o incoherente, en relación con los demás partes del folleto (es decir, aplicar el art. 282 bis CP con el art. 27.3c) de la LMV).

⁸²⁰PRAT WESTERLINDH, C. op.cit (Estafa de inversores) .pág. 5/11.

⁸²¹SANCHEZ ALVAREZ, M.M. op.cit (La responsabilidad de la CNMV observaciones al art. 92 de la Ley del Mercado de Valores).pág. 57-62.

En fin, para la admisión de los valores, es fundamental cumplir con los requisitos de idoneidad y transparencia. La idoneidad hace referencia a una serie de condiciones que ha de reunir el emisor y los valores para garantizar el cumplimiento de la legislación que les sea aplicable, y para asegurar un nivel adecuado de protección a los inversores que adquieran los valores en el mercado una vez que comience su negociación. Los requisitos de transparencia establecen las informaciones que los emisores que solicitan la admisión a negociación de sus valores deben proporcionar a los potenciales inversores con carácter previo a la admisión.

En conclusión, si bien existe la obligación de publicar como “Hecho Relevante” cualquier circunstancia que pudiera afectar a las decisiones de inversión parece conveniente que exista un documento único donde se incluya de manera actualizada información del emisor relativa a su situación financiera patrimonial, estructura accionarial, gobierno corporativo, etc., que garantice el rápido acceso a la información por parte del usuario de la misma.

Cuando los arts. 27 y 28 LMV encomiendan a la CNMV la verificación de que la auditoría y el folleto informativo cumplen los requisitos establecidos. Ello supone una comprobación desde la perspectiva de los intereses de los inversores imprescindible para una “decisión inversora”. Insistimos que se trata de una verificación (un control formal mínimo de la información que debe difundirse). Asimismo, esta verificación lleva implícita una “función calificadora”, un cierto control administrativo. Función de calificación que coexiste como expresaba la STSJ Madrid (Sala de lo Contencioso-Administrativo, 7 febrero 1998 con la función de calificación que el art. 21 del Código de Comercio atribuye a los Registradores mercantiles).

El folleto informativo, en opinión acertada de FERNANDEZ PEREZ, está pensado para ofrecer al inversor una información completa y veraz sobre la sociedad emisora. Es evidente que la existencia de falsedades u omisiones en su contenido, es “idónea para causar un perjuicio potencial a los inversores que confiando en esos datos (y añadimos por nuestra parte, porque están publicados) adoptan una determinada decisión⁸²²”.

Además, los distintos tipos de folletos deberán ajustarse a los modelos aprobados por la CNMV de conformidad con lo dispuesto en la letra a) del artículo 26.1 LMV. El emisor deberá aportar a la CNMV los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable. La CNMV especificará los documentos acreditativos que el emisor deberá aportar en función de la naturaleza del emisor y de los valores.

⁸²²FERNANDEZ PEREZ, N. *La protección jurídica del accionista inversor*. Monografías RdS, nº 14. Edit. Aranzadi. Pamplona, 2000. pág. 313.

En relación con el folleto de emisión, existe incluso una Directiva Comunitaria 2003//CE en relación a la confección de estos folletos, que ha sido transpuesta en el Derecho español (Decreto Ley 5/2005), estableciendo el contenido que debe tener cada uno de esos folletos. La conocida como “*Directiva Folletos*”.

El folleto informativo de emisión constituye por tanto el documento-objeto típico donde la sociedad, emisora o colocadora vierte la información relativa a los valores que quiere colocar entre el público.

3.2 Información económica financiera contenida en los folletos de emisión (de cualesquiera instrumentos financieros)

El Código Penal establece, como objeto típico del delito de estafa de inversiones, el falsear la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión de cualquier instrumento financiero y la información económico-financiera que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros. De esta forma al hacer expresa referencia a la legislación del mercado de valores, nos encontramos con que únicamente serán punibles mediante la aplicación de este delito del art. 282 bis, el falseamiento de los anteriores documentos de los sujetos obligados por la legislación del mercado de valores, lo que limita el campo de aplicación de este delito a las sociedades cotizadas y a las sociedades de inversión enumeradas por la Ley del Mercado de Valores, es así ya que las demás informaciones que puedan publicarse por la sociedad que no sea emisora de valores negociados en mercados de valores serán atípicas a los efectos del delito de estafa de inversiones, y lo mismo sucederá con la información que se difunda que no esté determinada por la legislación del mercado de valores⁸²³.

El art. 282 bis, menciona el folleto informativo emitido por la sociedad. En este sentido tenemos que remitirnos al 27 de la LMV, para determinar el contenido del citado folleto⁸²⁴. Por eso nos interesa conocer su contenido,

⁸²³ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit(*Los delitos bursátiles*). Pág. 189

⁸²⁴Artículo 27 LMV. “Contenido del folleto. 1. *El folleto contendrá la información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. El folleto contendrá toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a tales valores. Esta información se presentará de forma fácilmente analizable y comprensible.* 2. *El folleto deberá ser suscrito por persona con poder para obligar al emisor de los valores.* 3. *El folleto contendrá un resumen que de una forma breve y, en un lenguaje no técnico, reflejará las características y los riesgos esenciales asociados al emisor, los posibles garantantes y los valores. Asimismo, dicho resumen contendrá una advertencia de que: a) Debe leerse como introducción al folleto. b) Toda decisión de invertir en los valores debe estar basada en la consideración por parte del inversor del folleto en su conjunto. c) No se exige responsabilidad civil a ninguna persona exclusivamente por el resumen, a no ser que dicha nota sea engañosa, inexacta o incoherente en relación con las demás partes del folleto.* 4. *Mediante orden ministerial se regulará el contenido de los distintos*

explicación que ahora nos corresponde detallar. De lo que se trata sería de ofrecer información en torno a la situación financiera de la entidad, y las características de los valores ofrecidos para que el eventual inversor pueda tener una idea global de las ventajas e inconvenientes en la posible adquisición de los valores negociables.

El folleto de emisión, y en general, la información que debe publicar una sociedad conforme a la legislación del mercado de valores tiene un responsable, que precisamente se ocupa de coordinar con la CNMV y la empresa la información que se hace pública. No queda claro en la relación dada al tipo de estafa de inversiones ni en la Exposición de Motivos de la LO 5/2010 de 22 de Junio, ni siquiera en la discusión parlamentaria la razón por la cual no se hace

tipos de folletos y se especificarán las excepciones a las excepciones a la obligación de incluir determinada información, correspondiendo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizar tal omisión. Previa habilitación expresa, la citada Comisión podrá desarrollar o actualizar el contenido de la orden. También corresponderá al Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la determinación de los modelos para los distintos tipos de folletos, de los documentos que deberán acompañarse y de los supuestos en que la información contenida en el folleto pueda incorporarse por referencia". Artículo 28. Responsabilidad del folleto. 1. *La responsabilidad de la información que figura en el folleto deberá recaer, al menos, sobre el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado secundario oficial y los administradores de los anteriores, de acuerdo con las condiciones que se establezcan reglamentariamente. Asimismo, la responsabilidad indicada en el párrafo anterior recaída en el carácter de los valores en relación con la información que ha de elaborar. También será responsable la entidad directora de las labores de comprobación que realice en los términos que reglamentariamente se establezcan. Serán también responsables, en las condiciones que se fijen el reglamentariamente, aquellas otras personas que acepten asumir responsabilidad por el folleto, siempre que así conste en dicho documento y aquellas otras no incluidas entre las anteriores que hayan autorizado el contenido del folleto.* 2. *Las personas responsables de la información que figura en el folleto estarán claramente identificadas en el folleto con su nombre y cargo o, en el caso de personas jurídicas, con su denominación y domicilio social. Asimismo, deberán declarar qué, a su entender, los datos del folleto son conformes a la realidad y no se omite en él ningún hecho que por su naturaleza pudiera alterar su alcance.* 3. *De acuerdo con las condiciones que se determinen el reglamentariamente, todas las personas indicadas en los apartados anteriores, según el caso, serán responsables de todos los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado a los titulares de los valores adquiridos como consecuencia de las informaciones falsas o las omisiones de datos relevantes del folleto o del documento que en su caso deba elaborar el garante. La acción para exigir la responsabilidad prescribirá a los tres años desde que el reclamante hubiera podido tener conocimiento de la falsedad o de las omisiones en relación al contenido del folleto.* 4. *No se podrá exigir ninguna responsabilidad a las personas mencionadas en los apartados anteriores sobre el resumen o sobre su traducción, a menos que sea engañoso, inexacto o incoherente en relación con las demás partes del folleto.* Artículo 29. Validez transfronteriza del folleto. *Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 30, el folleto aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, así como sus suplementos, serán válidos para la admisión a negociación en cualesquiera Estados miembros de acogida, sino el de la Comisión Nacional del Mercado de Valores lo notifique a la Autoridad Europea de Valores y Mercados y a la autoridad competente de cada Estado miembro de acogida de conformidad con lo establecido reglamentariamente. La Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web una lista con los certificados de aprobación de folletos y de sus posibles suplementos, así como un enlace, si procede, con la publicación de esos documentos en el sitio web de la autoridad competente del Estado miembro de origen, o en el sitio web del emisor, o en el sitio web del mercado regulado. Asimismo, sin perjuicio de lo dispuesto en el mencionado artículo 30, el folleto aprobado por la autoridad competente del Estado de origen, así como sus suplementos, serán válidos para la admisión a negociación en España, siempre que dicha autoridad competente lo notifique a la Autoridad Europea de Valores y Mercado y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En este caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores se abstendrá de aprobar dicho folleto o de realizar procedimiento administrativo alguno en relación con él.*

referencia alguna a este sujeto en el precepto. De manera que para la legislación extrapenal existe un sujeto, al que la LMV se refiere en el art. 27.2 LMV, señalando que el folleto deberá ser suscrito por persona con poder para obligar al emisor de valores, para posteriormente, en el art. 28.2 LMV en relación a la responsabilidad por el folleto amplía notablemente el círculo de responsables del folleto⁸²⁵.

Como bien explica PUENTE ABA se pretende castigar las falsedades que inciden en la presentación de la situación económica de una sociedad, en determinados documentos que van a ser objeto de publicidad en el momento en que la sociedad quiere proceder a la negociación de sus valores, concretamente para captar financiación por parte del público. El precepto se refiere, por una parte, a los folletos de emisión de instrumentos financieros y, por otra parte, a cualquier otro tipo de documento que deba publicarse con el objeto de obtener, por diferentes vías, cualquier tipo de financiación. Tales documentos han de proceder exclusivamente de "sociedades emisoras de valores negociados en el mercado de valores". La restricción a este tipo de entidades se fundamenta en que, al poder emitir valores sin necesidad de autorización administrativa previa, lo que supone un mecanismo especialmente idóneo para obtener financiación, se les exigen unas obligaciones estrictas de emitir información veraz en el mercado. Se trata de evitar la difusión de información falsa en el momento en que una sociedad de tales características decide captar inversores, y para ello hacer públicos todos los aspectos económicos de la vida societaria, intentando atraer a posibles participantes en el capital social⁸²⁶.

En cualquier caso, la conducta ha de recaer sobre documentos que van a ser dirigidos al público en general, con la finalidad de captar eventuales financiadores; de este modo, quedarían al margen del tipo penal aquellas falsedades contenidas en documentos que no se van a ser accesibles al público, como por ejemplo determinados documentos que han de dirigirse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en un momento previo a la difusión del folleto informativo relativo a la negociación de los valores (art. 26 de la Ley 24/1988, 28 de julio, del Mercado de Valores)⁸²⁷.

Asimismo, tampoco deberían incluirse aquí los casos de falsedades encaminadas a la obtención de un crédito de una entidad financiera (la denominada "estafa de crédito"), puesto que en tales casos los documentos falsos irán dirigidos específicamente a la posible entidad financiadora, no al público en general⁸²⁸.

⁸²⁵ Art. 28 Ley Mercado de Valores (texto citado *supra*).

⁸²⁶ PUENTE ABA, L.M. op.cit.(El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores).págs. 54 - 55.

⁸²⁷ FARALDO CABANA, P.op.cit(Art. 282 bis). 1087, considerando que no cabe incluir en el tipo penal la información que ha de dirigirse exclusivamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y no es accesible al público.

⁸²⁸ FARALDO CABANA, op.cit pág1087 Vid. En relación con la estafa de crédito, como comportamiento falsario dirigido a la obtención de un crédito de otra persona concreta (generalmente una entidad de

En relación con el folleto de emisión, existe incluso una Directiva Comunitaria 2003/71/CE en relación a la confección de estos folletos, “*Directiva Folletos*”, que ha sido traspuesta en el Derecho español (Decreto Ley 5/2005), estableciendo el contenido que debe tener cada uno de esos folletos. Lo mismo sucede en relación a la información a la que hace referencia el tipo, esto es, a la información que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre su recursos, actividades y negocios presentes y futuros para lo que hay que remitirse a la Ley de Mercado de Valores (en adelante LMV).

La utilización de un criterio que atiende al "objeto" negociado a la hora de precisar el ámbito de aplicación del Derecho del mercado de valores es el que parece recogido en el ordenamiento español con motivo de la aprobación en 1988 de la LMV. En esta ley, sin embargo, el término de referencia era "valor negociable", (como hemos analizado en el capítulo correspondiente). En efecto el artículo 2 LMV de 1988 señalaba que " quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los valores negociables emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupados en emisiones". Las normas de la referida ley, luego, alguien constante invocación al término "valor negociable" aunque, en ocasiones, la referencia utilizada era simplemente la de "valor". También las normas reglamentarias que desarrollaron la LMV a menudo acotaron formalmente la materia regulada en función de la noción de "valor" o " valor negociable". De ahí la importancia de precisar el concepto de valor y de valor negociable⁸²⁹.

Por otro lado, las dificultades para precisar el concepto de "valor negociable" provienen (como hemos analizado al tratar esta cuestión supra) de que la " necesidad de protección" del inversor no surgen por igual en todos los ámbitos a los que se extiende el Derecho del mercado de valores. Este sector del ordenamiento y, a partir de él, la atribución a la CNMV de competencias de control y de promoción de información pública, sólo se justifican cuando la naturaleza de la inversión o la forma de proponerse la operación no permiten al inversor medio valorar por sí solo el alcance de los riesgos que asume. Pues bien, las exigencias no son las mismas en el régimen del mercado primario, que en la regulación de los mercados secundarios, en el régimen relativo a las adquisiciones de empresas realizadas mediante ofertas públicas, cuando se trata de la regulación de los insiders, o cuando se determina el régimen aplicable a las empresas intermediarias que operan en los mercados de valores.

En efecto, la LMV no se refiere al mercado de valores en general, sino que diferencia entre mercados primarios y secundarios o regulados (como también hemos analizado). Los "primarios" son mercados de emisión y oferta pública de

crédito), MUÑOZ CONDE, F.op.cit “La llamada estafa de crédito”. www.iustel.com.NUÑEZ CASTAÑO, E.op.cit(*La estafa de crédito*). pág. 501 y ss.

⁸²⁹RECALDE CASTELLS, A. op.cit (Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores). pág. 100 - 101.

suscripción o venta de valores negociables; los secundarios o regulados son mercados en los que se negocian los valores previamente emitidos. La LMV no describe los mercados primarios, sino la actividad de emisión que en estos se realiza (artículo 25 LMV), mientras que los mercados regulados o secundarios de negociación de valores previamente emitidos están regulados en el artículo 31 de la LMV.

Así el número 2 del artículo 25 LMV establece que para la colocación de emisiones en el caso de que el emisor este obligado a elaborar un folleto, la colocación deberá ajustarse a las condiciones recogidas en él.

El legislador español ha "optado" en su política de protección de los inversores dentro del "mercado primario de valores" por un sistema denominado de "liberalización" en el que no es preciso la autorización administrativa previa al proceso de emisión; para evitar "conductas abusivas" y preservar el interés de los inversores se impone una información básica para los emisores y la "supervisión objetiva" a través de la CNMV.

La CNMV no autoriza la emisión pero verifica su legalidad a través de la preceptiva información que recibe. Y así aquellas emisiones sometidas al régimen de supervisión, transparencia, información y verificación por parte de la CNMV deberán respetar los registros de la LMV y sus normas de desarrollo (vide STSJ Madrid 7.02.1998 Sala de lo Contencioso Administrativo).

Explica BONILLA PELLA que no parece lógico restringir el término mercado de valores al concepto más técnico de "mercados secundarios oficiales" regulado en la legislación de los mercados de valores, ya que el legislador podría haber hecho esta mención expresa y no ha considerado oportuno hacerla⁸³⁰.

Así por tanto en cuanto a la distinción entre los mercados secundarios oficiales y los primarios el artículo 282 bis se refiere a los "valores secundarios" ya que hace alusión a los mismos en el contexto de valores que están siendo negociados ya en ellos.

Por otra parte, la dinámica normal de los mercados de valores hace que se produzca diariamente un volumen importante de compras y ventas de activos cotizados. Todos aquellos inversores que deciden diariamente entrar o salir de los mercados, adquiriendo o vendiendo activos financieros cotizados de cualquier clase, fundamentan su decisión en la información disponible que afecta al emisor de los valores y a los activos específicos de que se trate, sin perjuicio de otras consideraciones de otra índole⁸³¹.

⁸³⁰BONILLA PELLA, J. op.cit(Estafa de inversores) ref2536; BONILLA PELLA, J. op.cit (Fraude de inversores)pág. 6290.

⁸³¹Art. 31 LMV :*"1. Son mercados regulados aquellos sistemas multilaterales que permiten reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación, y que están autorizados y funcionan de forma regular, conforme a lo previsto en este capítulo y en sus normas de desarrollo, con sujeción en*

La normativa del mercado de valores exige a las entidades emisoras de valores cotizados la publicación periódica de información económico-financiera de la sociedad (el RD 1362/2007 exige a las sociedades emisoras de valores cotizados la publicación de un informe financiero anual, dos semestrales y dos declaraciones intermedias o trimestrales), así como la información al público de los hechos que pudieran tener una influencia en la cotización del valor (los llamados "Hechos Relevantes" regulados en la LMV artículo 82 que desarrolla la Circular de la de CNMV 4/2009) o de los volúmenes de autocartera y participaciones significativas (aspecto regulador también en el RD 1362/2007)⁸³².

3.3 Registro de los folletos en la CNMV

Es posible la emisión de valores con exigencia de folleto que, no obstante no serán negociados en mercados regulados. Por estos casos cobra sentido aunque no necesariamente racionalidad la referencia típica "sociedades emisoras de valores negociados". El tipo limita su alcance a los supuestos en que la sociedad emisora de valores con obligación de suscripción de folleto ha presentado ya los valores a negociación en mercados regulados, y además han sido afectados y están ya siendo negociados. Téngase en cuenta que entre la emisión del valor y el folleto y su efectiva negociación en el mercado regulado el folleto deberá ser objeto de registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores⁸³³.

El folleto que las sociedades emisoras de valores deben publicar fue objeto de atención por la Directiva 2003/71 que hemos comentado con anterioridad conocida como "*Directiva de folletos*,"⁸³⁴.

El artículo 26.1 c) de la LMV establece como requisito de información para la admisión a negociación en un mercado secundario oficial "la aportación, aprobación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de un

todo caso, a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad" Los primarios o mercados de emisión y oferta pública de suscripción (OPS) o venta (OPV) de valores negociables; los secundarios o regulados son mercados en los que se negocian los valores previamente emitidos. La LMV no describe los mercados primarios, sino la actividad de emisión que en éstos se realiza (artículo 25 LMV), mientras que los mercados regulados (o secundarios, o de negociación de valores previamente emitidos), son profusamente regulados en el artículo 31 LMV

⁸³²BONILLA PELLA, J. op.cit(Estafa de inversores ref. 2552.

⁸³³MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores),pág. 235.

⁸³⁴MORALES GARCÍA, O. op.cit pág. 237.cuya principal aspiración era la armonización europea de los requisitos de establecimiento, aprobación y difusión del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de valores mobiliarios o de admisión a cotización a tales valores en los mercados secundarios o regulados. Algunos de los elementos que de acuerdo al Real Decreto 1310/2005 podrían formar parte del folleto, coinciden claramente con el objeto material del delito recogido en el artículo 290 del Código Penal. Tal es el caso de las cuentas anuales que pueden servir para integrar la identificación del emisor. La alteración falsaria de su contenido dice MORALES GARCIA con la finalidad de captar inversores es una conducta prácticamente idéntica a la falsedad en las cuentas anuales de modo apto para causar perjuicio a otro del art 290 CP

folleto informativo, así como su publicación”. La descripción del contenido que debe llevar el folleto es objeto de regulación en profundidad, pero sus contenidos básicos se encuentran descritos en el artículo 27 LMV y sin duda ayudan a completar el dibujo sobre el objeto material en el artículo 282 bis CP: *“el folleto contendrá la información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. El folleto contendrá toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a tales valores. Esta información se presentará de forma fácilmente analizables y comprensible”*⁸³⁵.

El folleto, pues, constituye el elemento racional por antonomasia que desencadena la decisión de los inversores (como analizaremos en el epígrafe siguiente). Además del folleto, la ley exige una serie de informaciones (las llamadas “piezas de justificación”) que también han de difundirse y han de responder a la realidad, todo ello, claro está, en aras de la transparencia y fiabilidad del sistema (artículo 13 II LMV). Ahora bien la aprobación del folleto por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), no es más que una confirmación de los requisitos formales por parte del emisor se han cumplido; no garantiza la verdad de la operación (artículo 92 in fine LMV) tal como expone QUERALT JIMENEZ⁸³⁶.

La CNMV viene obligada a registrar el folleto o, en su caso, a denegarlo, si considera que el folleto no reúne los requisitos formales o materiales necesarios. Como es lógico, la decisión que se adopte es susceptible del correspondiente recurso⁸³⁷.

Si antes del fin de que la emisión suceda o se conozca un hecho que no ha sido contemplado en el folleto o se advierta una omisión o inexactitud en éste que puedan influir de manera significativa en el precio de los valores o que ofrecen en venta, el oferente viene obligado a confeccionar un suplemento del folleto, que deberá cumplir los mismos requisitos de este último (art. 23.3.1 RD 291/1992), de forma tal que si aquél no confecciona ese suplemento del folleto (arg. ex art. 21.3 RD 291/1992), en cuyo caso la CNMV estará facultada y más bien diríamos que obligada a cancelar de inmediato el registro del mismo, lo que implica la automática suspensión de la oferta, sin perjuicio de aplicar las

⁸³⁵MORALES GARCÍA, O. op.cit .pág. 316.

⁸³⁶QUERALT JIMENEZ, J.op.cit(*Derecho penal Español*)l. Epígrafe 23.

⁸³⁷SANCHEZ-CALERO GUILARTE, M. op.cit .pág. 222, que no repara, a nuestro juicio, en que ese mayor grado de discrecionalidad de la CNMV que es marca común de las entidades de supervisión del sistema financiero, por cierto, está justificado por la necesidad de proteger al inversor. También SANCHEZ ALVAREZ, M.M. op.cit(La responsabilidad de la CNMV observaciones al art. 92 de la Ley del Mercado de Valores). págs. 57-62.

sanciones que correspondan, por comisión de una falta grave (art. 99.n), en relación con el art. 26.b), ambos de la LMV).

En este sentido remitimos por nuestra parte a la Orden EHA 3357/2008 de 10 noviembre por lo que se desarrolla el art. 27.4 de la Ley 24/1988 de 28 julio, del Mercado de Valores. También la Circular 1/2005 de 1 de abril por la que se modifican los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores. El régimen se completa con lo dispuesto en el Reglamento CE 809/2004 de 29 de abril, de aplicación de la Directiva 2003/71 CE, en cuanto al contenido informativo, formato incorporación por referencia publicación y difusión de los folletos.

Una crítica interesante en el tema que nos ocupa, y que hemos analizado en el desarrollo de este capítulo, y será está íntimamente relacionado con el asunto que exponemos, son los “registros” de la CNMV.

Así los arts. 33 y 34 del Reglamento del Régimen Interior, establece que el “Registro General” no es más que el Registro propio de todo órgano administrativo que toma asientos de las comunicaciones que se llevan. Además de este Registro General, también se prevé la existencia de un Registro Electrónico (art. 33.2) y que se encarga de la tramitación electrónica de los documentos.

Es interesante la reflexión al respecto de LOPEZ SANTANA, quien nos recuerda que junto al Registro General, la CNMV se encarga de la llevanza de una multiplicidad de registros calificados por el Reglamento de Régimen Interior como especiales, (art. 34), que se relacionan en el Anexo único de dicha norma, que en concreto enumera nada menos que a 42⁸³⁸.

Se trata de los “Registro Instrumentales” que permiten el ejercicio de la labor de supervisión y control de los instrumentos financieros que tiene que “supervisar” la CNMV. Son registros cuya inscripción, como explica LOPEZ SANTANA, resulta obligatoria; y tienen una accesibilidad “erga omnes” de su contenido; pero ellos, debemos insistir, no los califica de registros públicos *per se*⁸³⁹.

Los requisitos de información para la admisión a negociación en un mercado secundario consisten en la aportación y “registro” en la CNMV de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que le sea aplicable, determinado de conformidad a la Orden EHA

⁸³⁸LOPEZ SANTANA, N.op.cit(Los protagonistas del tráfico desarrollado en los mercados de valores) pág. 84.

⁸³⁹LOPEZ SANTANA, N. op.cit pág. 84. También, ALONSO ESPINOSA, F.J. “Intereses del inversor y derecho del mercado de valores”. En *Revista Derecho Mercantil*, nº 28. 1993. pág. 415; y también, HERNANDEZ ALER, G. “La tipología de los mercados de valores y su encuadramiento en la MIFID”. En *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 4. 2009. pág. 165.

3357/2005 (que hemos hecho referencia *supra*) y que desarrolla el art. 27.4 de la LMV.

En fin, ni la emisión de valores ni su admisión a negociación en un mercado secundario oficial requieren de previa autorización administrativa (art. 25.1 y art. 26.1 LMV); no obstante, la admisión de valores en un mercado secundario estará sujeta al cumplimiento de los requisitos de idoneidad tanto del emisor como de los valores y de los requisitos de información que se han establecido legal y reglamentariamente⁸⁴⁰.

Debemos aclarar, por nuestra parte, que el folleto informativo es el mismo, no es que haya un folleto informativo de oferta pública y un folleto informativo de admisión. El folleto es el mismo. En un caso, con carácter previo a la oferta pública (art. 30 bis 2 LMV); y en el otro con anterioridad a la admisión a negociación.

La aprobación por la CNMV de ese folleto, y en general la verificación del resto de requisitos para la admisión a negociación constituye un supuesto de autorización administrativa que la CNMV puede denegar, por ejemplo, cuando los valores a los que se refiere la solicitud de admisión, estén ya admitidos a negociación en otro mercado regulado⁸⁴¹.

El folleto y/o documento económico-financiero, una vez supervisado y registrado a terno de lo prescrito en el art. 92. B) LMV, es decir, el registro de los folletos informativos aprobados por la CNMV, será objeto de publicación oficial.

Y es fundamental el penúltimo apartado del art. 92 LMV, que sin querer permitirá dar juego al art. 282 bis CP, ya que la incorporación a los registros de la CNMV de la información periódica y de los folletos informativos, en ningún caso “determinará responsabilidad de la CNMV por falta de veracidad de la información en ellos contenida”.

Efectivamente, los registros de la documentación de CNMV son simples registros administrativos y la falsificación de la documentación, y con ella la aplicación del art. 282 bis CP, puede producirse porque “sólo se comprueba la regularidad formal de la documentación y se procede a su archivo”. La CNMV, carece de facultades para decidir si un determinado “valor negociable” puede o no ser ofrecido al público. Solo exige del “emisor” información básica, tampoco asegura la “no existencia” de riesgos de las operaciones celebradas, por ejemplo, por las pérdidas sufridas por un descenso de la cotización.

⁸⁴⁰HIERRO ANIBARRO, S.op.cit (Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizados) pág. 315.

⁸⁴¹HIERRO ANIBARRO, S.op.cit (Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizados). pág. 316; también SANCHEZ ANDRES, A. op.cit(La admisión de valores a cotización oficial). pág. 82.

3.4 Las características esenciales de los folletos a la luz de los artículos 26 y 27 de la L.M.V en relación al art. 282 bis

El folleto que las sociedades emisoras de valores deben publicar, tiene que seguir las directrices de la Directiva 2003/71/CE traspuesta al Derecho español por el Decreto Ley 5/2005 que modificó la LMV. Siguiendo a MORALES GARCIA para entender los requisitos del folleto deben tenerse en cuenta los arts. 26.1 C y 27 de la LMV así como los arts. 16 y siguientes del Real Decreto 1310/2005⁸⁴².

En síntesis como dice MARTINEZ-BUJAN PEREZ cabe decir que dicho folleto debe contener toda la información necesaria para que los inversores puedan tener una cumplida y comprensible información de la situación financiera del emisor y de los valores que este va a negociar en bolsa en la medida en que el folleto viene a ser algo parecido a una “partida de nacimiento” del valor del que se trata⁸⁴³.

En lo que atañe, a las “*informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores*”, la mayoría de la doctrina (por todos MARTINEZ-BUJAN PEREZ) entiende que el legislador está pensando en la información trimestral, semestral o anualmente las sociedades emisoras de valores deben poner a disposición de la CNMV (las denominadas “*continuing obligations*”⁸⁴⁴).

En opinión de FARALDO CABANA, la razón de que el tipo limite su objeto a informaciones de sociedades emisoras de valores negociados en el mercado de valores obedece a que poseen un estatuto jurídico especial (más riguroso que el de las sociedades que no cotizan en el mercado de valores) conforme al cual les incumben mayores obligaciones de información, habida cuenta de que para ellas rige el principio de libertad de emisión de valores sin necesidad de autorización previa⁸⁴⁵.

La finalidad con la que se ha de falsear la información económico-financiera contenida en folletos de emisión o las informaciones que la sociedad deba difundir sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros, ha de ser necesaria para encontrarnos ante un comportamiento típico, el propósito de captar inversores o depositantes, colocar cualquier tipo de activo financiero, u obtener financiación por cualquier medio. De esta forma, por ejemplo, en la conocida sentencia del Caso Banesto, el Tribunal Supremo afirmaba refiriéndose a una alteración de precios llevada a cabo por dos de los acusados en ese proceso,

⁸⁴²MORALES GARCÍA, O. op.cit(Fraude de inversores).pág. 238.

⁸⁴³MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 265.

⁸⁴⁴MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.citpág. 265.

⁸⁴⁵FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1088.

que los mismos sólo buscaron el lucro personal pero no alterar los precios que debieran resultar de la libre concurrencia en el mercado⁸⁴⁶.

En similar sentido ha de ser interpretado este supuesto de la estafa de inversiones, es decir: cuando el sujeto activo del delito trate de evitar, por ejemplo, una inspección de la CNMV y para ello falsee determinada información social, pero sin el fin de captar inversores u obtener créditos o préstamos, nos encontraremos ante una conducta que quedará fuera de los contornos del art. 282 bis CP, independientemente de si pudiera ser constitutivo de un delito de falsedad en documento mercantil⁸⁴⁷.

3.5 Desarrollo y actualización del RD 1310/2005 en la necesidad de transparencia del mercado de valores.

Este Real Decreto 1310/2005 desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. En concreto, se completan sus títulos III y IV en el momento de emisión de los valores y de su admisión a negociación en un mercado secundario.

Esta materia ha sido recientemente objeto de modificación mediante la aprobación del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, que ha dado nueva redacción al régimen establecido en la Ley 24/1988, de 28 de julio, para la regulación de las ofertas públicas y para admisión a cotización en mercados secundarios oficiales de valores en España.

Durante la permanencia de los valores en negociación cuando las entidades emisoras de valores y, en particular, las sociedades anónimas cotizadas deben cumplir un conjunto de obligaciones de información financiera periódica,

⁸⁴⁶STS 867/2002, de 29 de julio.

⁸⁴⁷Falsedad de documentos públicos, oficiales, y mercantiles en Art. 390 CP y ss. Y así ciñéndonos al tema que nos ocupa, sería posible a nuestro entender la emisión de valores con exigencia de folleto que no obstante, no serán negociados en mercados regulados. Para estos casos, cobra sentido, aunque no necesariamente racionalidad, la referencia típica a “sociedades emisoras de valores negociados”. El tipo limita su alcance a los supuestos en que la sociedad emisora de valores con obligación de suscripción de folleto ha presentado ya los valores de negociación en mercados regulados, han sido aceptados y están ya siendo negociados. El comportamiento falsario sobre la información del folleto desplegará sus efectos sólo en estos casos, excluyéndose aquellos en que se emite el valor con su correspondiente folleto pero sin intención de ser negociado en mercado secundario alguna podría sí, discutirse teóricamente la tentativa cuando el falseamiento de la información del folleto se lleva a cabo por la sociedad emisora del valor para ser negociado en mercados secundarios y antes de que dicha negociación se produzca. Téngase en cuenta que entre la emisión del valor y el folleto y su efectiva negociación en el mercado regulado correspondiente con la entidad gestora del mercado regulado de que se trate, etc. Se trata además, de un camino, el que media entre la pretensión de negociación del valor su efectiva negociación en el mercado regulado correspondiente que se encuentra altamente regulado, como puede apreciarse en los arts. 5 y ss. del RD 1310/2005 de 4 de noviembre, del Mercado de Valores.

reguladas en el art. 35 LMV y desarrolladas por el RD 1362/2007 de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988 de 28 de julio del mercado de valores⁸⁴⁸.

La reforma operada en la Ley 24/1988, de 28 de julio, por el mencionado Real Decreto Ley perseguía, en primer lugar, trasponer la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (Directiva de folletos). Aún así se modifica la citada Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a negociación de valores, y la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos o la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado de la UE.

Y así en cumplimiento de la normativa comunitaria se publica el RD 1698/2012, de 21 de diciembre por el que se modifica la normativa vigente en materia de folleto y de requisitos de transparencia en la emisión de valores.

La “Directiva de folletos”, introduce un cambio trascendental en el funcionamiento y organización de los mercados de valores de la Unión Europea, ya que homogeneiza las exigencias relativas a todo el proceso de aprobación del folleto exigido para la admisión a cotización de valores en mercados regulados comunitarios y para las ofertas públicas, con la finalidad de hacer efectivo el pasaporte comunitario del folleto. De este modo, los folletos autorizados en España serán válidos en los demás Estados miembros sin requisitos de información adicionales, y viceversa, creándose, pues, un verdadero pasaporte europeo del folleto (Directiva 2010/73/CE que entró en vigor el 1 de enero de 2013).

3.6 Las principales modificaciones del folleto que deben publicarse: La reforma del RD 1310/2005 por el RD 1698/2012.

Las modificaciones principales del RD 1310/2005 inciden en los aspectos siguientes:

-El folleto que deberá aportar el emisor de valores ante la CNMV para su aprobación, registro y publicación conforme a lo dispuesto en los arts. 26.1 c) y concordantes de la LMV. En concreto, se modifican, entre otros aspectos, la definición del folleto y su contenido que, en general, deberá presentar –en forma fácilmente analizable y comprensible– la información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español o en un mercado regulado domiciliado en la UE. En particular, el folleto contendrá toda la información que, según la naturaleza específica del

⁸⁴⁸TAPIA HERMIDA, P. J., op.cit (Modificación de la normativa reglamentaria sobre transparencia en el mercado de valores).. pág. 322; También TAPIA HERMIDA, A. J. op.cit(Sociedades Anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición). pág. 95 y ss.

emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores cuenten con datos suficientes para poder hacer una evaluación de los activos y pasivos, la situación financiera, los beneficios y las pérdidas, así como de las perspectivas del emisor y eventualmente del garante y de los derechos inherentes a tales valores (art. 16.1)⁸⁴⁹.

-El resumen del folleto, regulado en el art. 17. Se incide en el formato y el contenido –estandarizado a nivel de la UE- de dicho resumen y se introduce una definición del concepto de información fundamental y los elementos esenciales que debe facilitar el contenido del citado resumen. Ofrece un especial interés la nueva definición de la “información fundamental” (art. 4.1) que debe recoger dicho resumen como “la información esencial y correctamente estructurada que ha de facilitarse a los inversores para que puedan comprender la naturaleza y los riesgos inherentes al emisor, el garante y los valores que se les ofrecen o que van a ser admitidos a negociación en un mercado regulado, y decidir, sin perjuicio del art. 27.3, párrafo 4, punto 2º, de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, las ofertas de valores que conviene seguir examinando”. Se añade que “en función de la oferta y los valores de que se trate, la información fundamental incluirá los siguientes elementos: 1. Una breve descripción de las características esenciales y los riesgos asociados con el emisor y los posibles garantes, incluidos los activos, los pasivos y la situación financiera; 2. Una breve descripción de las características esenciales y los riesgos asociados con la inversión en los valores de que se trate, incluidos los derechos inherentes a los valores; 3. Las condiciones generales de la oferta, incluidos los gastos estimados impuestos al inversor por el emisor o el oferente; 4. Información sobre la admisión a negociación; 5. Los motivos de la oferta y el destino de los ingresos”⁸⁵⁰.

-La regulación de las condiciones finales de la oferta, que se definen como los elementos de información que no son conocidos cuando se aprueba el folleto de base y que solamente pueden determinarse en el momento de la emisión; y que sólo podrán contener elementos de información exigidos para la nota sobre los valores señalada en el artículo 19.3, sin que puedan utilizarse para cumplir con el artículo 22, no estando sujetas a aprobación por la CNMV. Cuando estas condiciones finales no figuren en el folleto de base ni en un suplemento, deberán facilitarse a los inversores y se depositarán en la CNMV con motivo de cada admisión a negociación tan pronto como sea factible para la persona que solicita la admisión y, si es posible, antes del comienzo de la oferta pública o de la admisión a negociación (art. 21.2)⁸⁵¹.

-La mejora técnica en el acceso al folleto modificando el régimen de registro y publicación del folleto informativo, al incluir la obligación de publicar el folleto en formato electrónico en la ‘pagina web del emisor’, al margen de la

⁸⁴⁹TAPIA HERMIDA, P. J., op.cit(Modificaciones del folleto)pág. 333.

⁸⁵⁰TAPIA HERMIDA, P. J., op.citpág. 334.

⁸⁵¹TAPIA HERMIDA, P. J., “op.citpág. 334.

publicación en formato impreso, para asegurar una mejor accesibilidad a la información por parte de los inversores (art. 25.2 c).

-La mejora en la seguridad jurídica, al establecerse que la validez del folleto comienza con su aprobación, en lugar de con la publicación (art. 27). De igual modo, se aclara en qué momento termina la obligación de publicar un suplemento al folleto, y se dispone que el derecho a retirar la aceptación previa dada a una oferta de valores que existe hasta la entrega de los valores.

-La homologación de la definición de inversores cualificados con la de los clientes profesionales, tipificada en el apartado 3 del art. 78 bis; y con la de contrapartes elegibles, tipificada en el art. 78 ter., ambos de la LMV (art. 39). Esta definición resulta particularmente relevante en la práctica porque no se considerará como oferta pública –ni, por tanto, se deberá elaborar y registrar el correspondiente folleto- la oferta de valores dirigida exclusivamente a inversores cualificados (art. 38.1.a)⁸⁵².

En otro orden de consideraciones la razón de que el tipo del art. 282 bis limite su objeto a informaciones de sociedades emisoras de valores negociados en el mercado de valores, obedece a que poseen un Estatuto Jurídico especial (más riguroso que el de las sociedades que no cotizan en el Mercado de Valores) conforme al cual les incumben mayores obligaciones de información, habida cuenta de que para ellas rige el principio de libertad de emisión de valores sin necesidad de autorización previa⁸⁵³.

Al respecto, el folleto de emisión al que se refiere el delito de estafa de inversiones es el que se describe, como hemos referido con anterioridad en el art. 27 LMV, que dispone al referirse a la información que debe contener dicho prospecto como contenido del mismo; la información relativa al emisor y a los valores que hayan de ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. A lo anterior se añade por el mismo art. 27.1 LMV que deberá contener toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas así como las perspectivas del emisor y eventualmente del garante de los derechos inherentes a tales valores.

Como hemos visto en relación a los folletos de emisión se explica que son los artículos referidos, en concreto los art. 26 y 27 de la LMV. Las informaciones de estos folletos, incluyen la que los emisores tienen obligación de publicar periódicamente.

No obstante, puesto que tales entidades no se encuentran legalmente obligadas a publicar folletos informativos u otras informaciones equivalentes,

⁸⁵²TAPIA HERMIDA, P. J., op.cit pág. 335.

⁸⁵³MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa).pág. 266.

parece que deben quedar fuera del tipo los casos de falseamiento de la realidad en tales supuestos, ya que el tipo exige que esta recaiga sobre información “*que la sociedad tiene que publicar y difundir*”⁸⁵⁴.

De esta forma, al hacer expresa referencia a la legislación del mercado de valores, nos encontramos con que únicamente serán punibles mediante la aplicación de este delito del art. 282 bis, el falseamiento de los anteriores documentos de los sujetos obligados por la legislación del mercado de valores, lo que limita el campo de aplicación de este delito a las sociedades cotizadas y a las sociedades de inversión enumeradas por la Ley del Mercado de Valores, puesto que las demás informaciones que puedan publicarse por una sociedad que no sea emisora de valores negociados en mercados de valores serán atípicas a los efectos del delito de estafa de inversiones, y lo mismo sucederá con la información que se difunda que no esté determinada por la legislación del mercado de valores⁸⁵⁵.

Durante mucho tiempo se ha venido discutiendo por la doctrina científica y por los diferentes pronunciamientos jurisprudenciales sobre la aplicación del art. 290 CP –falsedad de documentos contables- y la aplicación de los delitos de falsedad documental, posiblemente a raíz de la sentencia del Caso Banesto (STS 867/2002)⁸⁵⁶.

De todas esas construcciones dogmáticas llevadas a cabo podemos extraer una serie de elementos que nos pueden servir para interpretar correctamente el delito de estafa de inversiones. Así, podríamos decir que si el delito de falsedad en documentos sociales es un delito de infracción de deber caracterizado por el deber de veracidad del administrador –no –únicamente en su acepción del art. 123 LSA, sino a los efectos del Código Penal-, es decir, quienes ejercen esa función, siendo los administradores, los garantes de la información social conforme a lo que establece el art. 25 CCom⁸⁵⁷.

El delito de estafa de inversiones deber ser también considerado un delito de infracción de deber caracterizado por el deber de transparencia que se impone por la LMV a los emisores de valores. Ese deber vendrá impuesto a quien suscriba el folleto de emisión⁸⁵⁸.

⁸⁵⁴BONILLA PELLA, J.op.cit(Estafa de inversores) ref 12/2552; BONILLA PELLA, J.op.cit(fraude de inversores) ref17/6288 y ss.

⁸⁵⁵ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit(*Los delitos bursátiles*). Especialmente el Cap. I, pág.27-168).

⁸⁵⁶BACIGALUPO ZAPATER, E. op.cit(El nuevo derecho mercantil contable y el Derecho penal art. 290 CP). págs. 163-164.

⁸⁵⁷BACIGALUPO ZAPATER, E. op.citpág. 164. Se refiere el autor en concreto a que el deber establecido por el art. 290 CP para el administrador es un deber de lealtad que se manifiesta como un “deber de veracidad informativa respecto de las cuentas y la situación económica y financiera de la sociedad”. Simplemente, leyendo el art. 282 bis CP, podemos encontrar grandes similitudes acerca del deber que se impone a los administradores en uno y otro supuesto.

⁸⁵⁸Como explica ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit(*Los delitos bursátiles*). pág. 193, si bien, la responsabilidad de quien suscriba el folleto de emisión puede resultar evidente a efectos mercantiles o administrativos de cara a la responsabilidad civil. En relación al Derecho penal estas conductas pueden

3.7 En cuanto a los “valores extranjeros”

La emisión de valores por no residentes estaba en principio sometida a autorización de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (artículo 25 de la LMV, desarrollado por la Orden de 14 de noviembre de 1989), aunque facilitada esta autorización por el uso de la ficción del silencio positivo con el transcurso de 15 días. Este régimen se ha visto afectado por la Directiva Comunitaria 89/298 (artículos 21 y ss.), cuyo principio de reconocimiento mutuo ha sido trasladado al Derecho interno (artículo 24 del DEV). Así, las emisiones que realicen entidades domiciliadas en Estados miembros de la Comunidad Europea no podrán someterse a autorización, sino que será eficaz el acto de control, aprobación o verificación que, según el Derecho específico del país miembro, se haya realizado. Además, será válido el folleto elaborado según las prescripciones especiales de dicho país, sin perjuicio de que el Ministerio exija la incorporación de aclaraciones sobre el régimen de los valores, régimen fiscal, además de la incorporación a las auditorías de una explicación sobre los diferentes criterios de valoración utilizados. Además, aun cuando no haya sido verificado con anterioridad el folleto, la cooperación y lealtad comunitaria imponen a la Comisión la previa consulta con las autoridades de dicho país⁸⁵⁹.

Como explica MARTINEZ-BUJAN PEREZ la alusión del art. 282 bis a la “legislación del mercado de valores” va referida de forma exclusiva a la normativa española. Y en este sentido, conviene que recordemos el art. 3 LMV, en el que se indica que “las disposiciones de la presente ley serán de aplicación a todos los valores, cuya emisión, negociación o comercialización tuviera lugar en territorio español⁸⁶⁰”.

3.8 Suplemento del folleto

A tenor también de lo prescrito en el art. 22 del RD 1310/2005 en los casos de “suplemento del folleto” el falseamiento en la información de este suplemento el folleto puede servir de base para la aplicación del tipo penal⁸⁶¹.

permanecer ajenas a la tipicidad, si son consideradas como conductas neutrales. En este sentido, el autor citado remite a ROBLES PLANAS, R. “Las conductas neutrales en el ámbito de los delitos fraudulentos. Espacios de riesgo permitidos en la intervención del delito”. En *¿Libertad económica o fraudes punibles? Riesgos penalmente relevantes e irrelevantes en la actividad económico-empresarial*. SILVA SANCHEZ, J.M ((dir.)). Edit. Marcial Pons. Madrid, 2003. pág. 61 y ss. Desde el punto de vista jurisprudencial recientemente STS 1300/2009 de 23 de diciembre.

⁸⁵⁹FUERTES LOPEZ, M. op.cit (La supervisión “objetiva” de la Comisión Nacional en el Mercado de Valores). pág. 24.

⁸⁶⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 96. Queda claro que en principio quedarían fuera del ámbito del art. 282 bis las falsedades que versen sobre informaciones que no estén sujetas a la supervisión de la CNMV.

Así ilustra con un ejemplo actual MARTINEZ-BUJAN PEREZ, el caso de la sociedad Nueva Rumasa, al que no podría aplicársele este delito. Esta sociedad captaba inversores emitiendo pagarés no superiores a 500 euros que no eran objeto de negociación en un mercado secundario oficial, con lo que la sociedad emisora quedaba eximida de registrar el folleto en la CNMV.

⁸⁶¹PUNTE ABA, L.M. op.cit(El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores).pág 66 y ss.

En el suplemento del folleto deberá hacerse constar cualquier factor significativo, inexactitud o error que sean relevantes relativos a la información incluida en el folleto susceptible de afectar a la evaluación de los valores y que surja entre la aprobación del folleto el comienzo de la negociación en un mercado secundario oficial español. Para determinar si el factor significativo, inexactitud o error afectan a la evaluación de los valores, se tendrá en cuenta el tipo de valor a que se refiere el folleto⁸⁶².

En fin, el folleto constituye el documento típico en el que la sociedad emisora de valores vierte la información que precisan los potenciales inversores⁸⁶³.

Así en términos de analogía con el Registro Civil, sería como una “partida de nacimiento” del valor de que se trata⁸⁶⁴.

Estamos de acuerdo con MARTINEZ-BUJAN PEREZ cuando exige que la “falsedad típica” recaiga en algún extremo relevante en orden a notificar a un inversor razonable a adquirir el título valor⁸⁶⁵.

Así quedaría excluida del “tipo penal” una falsedad que afectase al “resumen del folleto” al que se refiere el art. 27.3 LMV⁸⁶⁶.

Entendemos que no es muy acertada esta reflexión porque la LMV y su normativa “otorga” especial importancia ya que como mucho la información básica que puede llegar al inversor. De ahí, como explica HIERRO ANIBARRO, el requerimiento legal para que sea elaborado en formato estandarizado de forma concisa y en un lenguaje alejado de tecnicismos que “pueda proporcionar la información fundamental para ayudar a los inversores a decidir si invierten o no en esos valores. De hecho, el resumen ni siquiera es necesario cuando se trate de emisiones de valores no participativas cuyo valor nominal unitario, sea de, al menos 100.000 euros (art. 27.3 LMV y art. 17.2 RD 1310/2005⁸⁶⁷).

Razonamos también por nuestra parte que no quedaría excluida del tipo penal la falsedad que afectase a la parte del folleto que se refiere a la “Nota sobre los valores que se emiten”. Como ocurre con el “Documento de Registro” (debe

⁸⁶²BARRACHINA JUAN, E., *Derecho del mercado de valores*. Edit. Difusión Jurídica y Temas Actualidad. Barcelona, 2011. Pág. 221 y ss.

⁸⁶³BONILLA PELLA, J. op.cit (Fraude de inversores) 2011. 278 epígrafe 2551. También BARRACHINA JUAN, E., op.cit (*Derecho del mercado de valores*).pág. 219.

⁸⁶⁴NIETO MARTIN, A. op.cit(*Nociones fundamentales de Derecho Penal. Parte Especial*).pág. 493. MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores)pág. 237.

⁸⁶⁵MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 102. MORALES GARCÍA, O. op.cit(Fraude de inversores).pág. 237.

⁸⁶⁶NIETO MARTIN, A. op.cit(*Nociones fundamentales de Derecho Penal. Parte Especial*).pág. 493.

⁸⁶⁷HIERRO ANIBARRO, S. op.cit (Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizados) pág. 318.

contener toda la información concerniente al emisor). Son documentos de “mínimos” cuya información debe resultar transparente y veraz.

De todas formas, en el “Documento” resumen del folleto hay información necesaria de suministrar (como veremos infra), así, información sobre los riesgos tanto para el emisor como para los potenciales inversores, los activos, los pasivos, la instrucción financiera (vide art. 27 LMV).

A nuestro juicio, discrepamos de MARTINEZ-BUJAN PEREZ; y de MORALES GARCIA, cuando indican que en la LMV, ni tampoco el RD 1310/2005, nos aclaran taxativamente cual es la información que debe figurar en el folleto, con lo cual en la práctica se “someterán dudas” acerca de la calificación de la información penalmente típica como sucede en el caso de la información financiera intermedia a la “proforma” cuya obligatoriedad para formar parte del folleto es discutible⁸⁶⁸.

Entendemos que la admisión de los valores en un mercado secundario, esté supeditado tanto a los requisitos de idoneidad en el emisor y de los requisitos de información (art. 5 RD 1310/2005). Y así, los requisitos de información para la admisión a negociación en un mercado secundario consisten en la aportación y registro en la CNMV de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable determinados de conformidad con la orden EHA 3537/2005, 10 noviembre, por lo que se desarrolla el art. 27 LMV; las cuentas anuales del emisor; preparadas y analizadas de acuerdo con la legislación aplicable a dicho emisor y de un folleto informativo, así como de sus publicaciones (art. 26.1 LMV y 11 RD 1310/2010)⁸⁶⁹.

3.9 Distinción entre el folleto falso y el folleto falseado a los efectos del artículo 282 bis

ZABALA LOPEZ-GOMEZ nos diferencia la importancia de distinguir entre un folleto falso y un folleto falseado a la hora de determinar si nos encontramos ante un folleto que pueda ser considerado como constitutivo de un delito de estafa de inversiones. Lo será, si fue confeccionado con el fin o propósito establecido en el tipo, es decir, el propósito de captar inversores o depositantes, colocar cualquier tipo de activo financiero u obtener financiación por cualquier medio. Por tanto, no será suficiente con que se incluya en el folleto una simple irregularidad, sino que es necesario que concurra una acción falsario

⁸⁶⁸MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág.102; MORALES GARCÍA, O.op.cit (*Fraude de inversores*).pág. 237.

⁸⁶⁹HIERRO ANIBARRO, S.op.cit (*Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizados*) pág. 315.

susceptible de provocar que el inversor no conozca la situación económico-financiera real sobre la sociedad emisora del valor⁸⁷⁰.

No es posible incluir aquí la falsa información que se presenta ante una entidad financiera sin llegar a ser hecha pública para captar financiación, lo que se conoce como estafa de crédito. Explica FARALDO CABANA que este objeto material, ya tenía cabida en el art. 290, que castiga a quien falsea las cuentas anuales y todos los documentos que deban reflejar la situación jurídica o económica de la entidad, (cláusula parcialmente abierta en la que la doctrina y Jurisprudencia mayoritarias han venido incluyendo entre otros al folleto informativo que ha de acompañar a cualquier emisión de valores o a las ofertas públicas de adquisición (SAP de Burgos, 14 de diciembre de 2001, JUR 2002/45601⁸⁷¹).

Tiene razón ZABALA LOPEZ-GOMEZ cuando establece que la delimitación entre la infracción administrativa establecida por el art. 99.n LMV y el delito del art. 282 bis CP, hubiera sido más sencilla establecerla si se hubiera mantenido el elemento típico del engaño que aparecía en el Proyecto del 2009, pues nos permitiría determinar los supuestos que debido a su contenido de injusto serían merecedores de reproche penal⁸⁷².

Ahora bien, estamos de acuerdo con GONZALEZ RUS que el elemento central en torno al cual se constituye el delito es la información que debe propiamente a los inversores en el mercado de valores⁸⁷³.

La legislación del mercado de valores, especialmente la LMV, establece en distintos preceptos qué información ha de hacerse pública para mantener a la integridad del mercado y la confianza de los inversores. De este modo, el art. 43 LMV establece la obligación de informar sobre las operaciones del mercado, el art. 53 LMV obliga a informar sobre la adquisición o transmisión de acciones de una sociedad admitidas a negociación en alguna Bolsa de Valores; el art. 82 LMV establece qué debe ser considerado información relevante y la obligación de difundirla y publicarla; el art. 89 LMV establece un sistema de exención de la obligación de publicidad de alguna información social que deberá ser autorizada por la CNMV cuando la divulgación de la información sería contraria al interés público e iría en detrimento grave de quien la divulga, siempre y cuando, en este último caso, sea improbable que tal omisión induzca al público a error con respecto a hechos y circunstancias cuyo conocimiento sea esencial para la evaluación de los valores en cuestión.

⁸⁷⁰ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit(*Los delitos bursátiles*). pág. 190.

⁸⁷¹FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1086.

⁸⁷²ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit (*Los delitos bursátiles*). pág. 195.

⁸⁷³GONZALEZ RUS, J.J. op.cit (Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones).pág. 603.

En definitiva, la información que constituye el elemento esencial del tipo de injusto del delito de estafa de inversiones será la información que se deba incluir en el folleto de emisión o se esté obligado a difundir por la legislación del mercado de valores, y que sea precisamente la información necesaria que servirá al inversor para adoptar una decisión sobre invertir en un instrumento financiero o invertir en otro. Por ello, toda información que no sirva al inversor para realizar un juicio de valor sobre si debe invertir en un instrumento financiero o en otro, resultará inocua para el tipo y, por ello, totalmente impune a los efectos de la aplicación del art. 282 bis CP, pero en cambio, toda información que no ofrezca una información absolutamente veraz de la sociedad emisora de valores y que pueda servir para tomar una decisión de un inversor razonable que sea falseada podrá dar lugar a la comisión de un delito de estafa de inversores⁸⁷⁴.

En realidad el objeto material como vemos está integrado por “*los folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros o las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros*”. Como hemos visto en relación a los folletos de emisión se explica que son en los arts. 26 y 27 de la LMV. Como con razón explica FARALDO CABANA las informaciones incluyen la que los emisores tienen obligación de publicar periódicamente (art. 35 LMV), y las llamadas otras obligaciones de información (art. 36 LMV); así como la que se debe aportar y registrar en la Comisión Nacional del Mercado de Valores en relación con la admisión a negociación en un mercado secundario oficial (art. 96 LMV⁸⁷⁵).

Estamos de acuerdo con esta autora, y con la mayor parte de la doctrina en que no es posible incluir aquí la falsa información que se presente ante una entidad financiera sin llegar a ser hecha pública para captar financiación, lo que se conoce como estafa de inversiones. En cierta medida, como explica esta autora, ese objeto material ya tenía cabida en el art. 290, que castiga a quien falsea las cuentas anuales y todos los documentos que deban reflejar la situación jurídica o económica de la entidad, (cláusula parcialmente abierta en la que la doctrina y jurisprudencia mayoritarias han venido incluyendo entre otros al folleto informativo que ha de acompañar a cualquier emisión de valores o a las ofertas públicas de adquisición (SAP de Burgos, 14 de diciembre de 2001, JUR 2002/45601).

A mayor abundamiento, como explica con razón PUENTE ABA, se pretende castigar las falsedades que inciden en la presentación de la situación económica de una sociedad, en determinados documentos que van a ser objeto de

⁸⁷⁴Estos supuestos serán precisamente los sancionados por los arts. 99 y ss. de la LMV, a los que nos hemos referido *supra* en el Cap. I.

⁸⁷⁵FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1087.

publicidad en el momento en que la sociedad quiere proceder a la negociación de su valores, concretamente para captar financiación por parte del público⁸⁷⁶.

El precepto, como podemos observar, se refiere, por una parte, a los folletos de emisión de instrumentos financieros y, por otra parte, a cualquier otro tipo de documento que deba publicarse con el objeto de obtener, por diferentes vías, cualquier tipo de financiación. Tales documentos, como explica la profesora PUENTE ABA han de proceder de sociedades que pueden participar en un mercado de valores; precisamente se trata de evitar la difusión de información falsa en el momento en que una sociedad de tales características decide captar inversores, y para ello hace públicos todos los aspectos económicos de la vida societaria, intentando atraer a posibles participantes en el capital social⁸⁷⁷.

De manera que el tipo cierra la posibilidad de la comisión de este delito en los casos en los que la sociedad no cotice en un mercado regulado, aunque sí deja abierta la posibilidad utilizando de forma un tanto extensiva la remisión a la “legislación del mercado de valores”. Dentro de dicha denominación, nos encontramos con que empresas dependientes o subsidiarias de otras cotizadas no tienen necesariamente que ser sociedades cotizadas para tener un deber de publicar y difundir información conforme a la mencionada legislación, si bien al no ser una sociedad emisora de valores han de quedar fuera de la tipicidad.

De nuevo nos encontramos con la ley penal en blanco, algo que debido a la particularidad de la legislación penal en lo relativo al mercado de valores se constituye como una especie de constante, pues no se dice en el texto de la ley penal qué información debe ser “falseada” para cometer un delito, sino que hace una remisión genérica a la legislación del mercado de valores y a la referencia a los folletos de emisión⁸⁷⁸.

Que hace necesario acudir a la legislación del mercado de valores para conocer a qué se refiere la ley penal cuando tipifica la falsificación de los llamados folletos de emisión. Al utilizar sólo el término falsearan la información económico-financiera, provoca que no quede claro qué se tiene que falsear, es decir, que no distingue entre el contenido auténtico y el contenido verdadero de

⁸⁷⁶PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores)pág 66

⁸⁷⁷PUENTE ABA, L.M. op.citpág 68.Así dice la autora que en cualquier caso la conducta ha de recaer sobre documentos que van a ser dirigidos al público en general, con la finalidad de captar eventuales financiadores; de este modo, quedarían al margen del tipo penal aquellas falsedades contenidas en documentos que no se van a hacer accesibles al público: por ejemplo, determinados documentos que han de dirigirse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en un momento previo a la difusión del folleto informativo relativo a la negociación de los valores (art. 26 de la Ley 24/1988, 28 de julio, del Mercado de Valores); asimismo, tampoco deberían incluirse aquí los casos de falsedad dirigidos a la obtención de un crédito de una entidad financiera, puesto que en tales casos los documentos falsos irán dirigidos específicamente a la posible entidad financiadora, no al público en general.

⁸⁷⁸Téngase en cuenta que a través de este precepto se hace responsable del contenido de los folletos de emisión a los administradores de hecho o de derecho a los efectos del art. 282 bis CP, contraponiéndose a lo establecido por los arts. 32 y ss. del RD 1310/2005, de 4 de noviembre, y del art. 28.1 LMV.

un documento, sino que genéricamente se refiere a “falsearen”, por lo que aunque volveremos en su momento sobre la problemática relativa al concurso de delitos, en este momento ya se nos plantea el problema de si no se consiguieran captar inversores como exige el tipo de injusto, nos encontraríamos ante un delito de falsedad en documento mercantil de los arts. 390 y siguientes del Código Penal⁸⁷⁹.

Es preciso señalar que el delito del art. 282 bis 2º párrafo, no se consuma con la mera obtención de la inversión u otro de los medios comisivos, sino que es necesario que se produzca el efectivo perjuicio patrimonial. Por ello, algunos autores como CHOCLÁN MONTALVO se referían a que la conducta podía estar cubierta por el delito de estafa o de apropiación indebida⁸⁸⁰.

Finalmente, se hace referencia al supuesto de que se produzca un perjuicio de especial gravedad que debe ser producido por la inversión o el préstamo concedido, por ejemplo, es decir, siendo imputable objetivamente el autor de la falsificación del folleto o de la información societaria que debe ser publicada y difundida según la legislación del mercado de valores⁸⁸¹.

De ello se deriva lógicamente la necesidad de la existencia de una relación de causalidad entre la falsedad y el perjuicio patrimonial, como sucede en el delito de falsedad en documentos sociales, como ocurre en el delito de estafa⁸⁸², lo que impedirá la aplicación a muchos supuestos en los que se aprecie una conducta ilícita debido a la visión patrimonialística que emplea el art. 282 bis⁸⁸³.

4. Informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la LMV

En realidad el objeto material como vemos está integrado por “*folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros o las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de*

⁸⁷⁹Vid., sobre las diferentes posibilidades de falsedades documentales en la jurisprudencia recientes, las STS 626/2007, de 5 de julio (Caso Bono) y la SAP Madrid (Secc. 15ª) 323/2008 de 4 de julio (Caso Ácido Bórico). Críticamente, sobre las interpretaciones jurisprudenciales en relación a las falsedades documentales, QUINTERO OLIVARES, G.op.cit(Los escándalos financieros por falsedad en la contabilidad y función del Derecho penal económico), Pág. 182. “...mención separada merece la diferente idea que el Tribunal Supremo tiene de la falsedad documental según se trata deCasoFilesa o de Argentina Trust”.

⁸⁸⁰CHOCLÁN MONTALVO, J.A.op.cit(“El delito de estafa), pág. 410.

⁸⁸¹La jurisprudencia del TS ha venido entendiendo que el importe que debía ser considerado como de especial gravedad eran 36.000euros (entre otras, la STS 860/2008, de 17 de diciembre), en relación con el delito de estafa agravada del art. 250.1.6º CP, importe que ha sido elevado por la LO 5/2010 de 22 de junio a 50.000 euros.

⁸⁸²Vid., por todos, BAJO FERNANDEZ, M. *Los delitos de estafa en el Código penal*. Edit. Universitario Ramón Areces. Madrid, 2004. pág. 56.

⁸⁸³Vid., en el mismo sentido para el delito de falsedad en documentos sociales del art. 290 CP, GOMEZ INIESTA, D. op.cit (Aspectos jurídico-administrativos y penales de la falsificación de la información contable de las sociedades anónimas cotizadas). pág. 292.

valores sobre sus recursos, actividades y negocios presente y futuros". Nos explica FARALDO CABANA que las informaciones incluyen la que los emisores tienen obligación de publicar periódicamente (art. 35 LMV), y las llamadas otras obligaciones de información (art. 36 LMV); así como la que se debe aportar y registrar en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en relación con la admisión o negociación en un mercado secundario oficial (art. 96 LMV⁸⁸⁴).

Y así en el art. 35 LMV destacamos, por un lado, la información periódica a los emisores. El informe financiero anual en el plazo de cuatro meses desde la finalización de cada ejercicio que comprenderá las "cuentas anuales" (coincidiendo en el objeto material del art 290) y el informe de gestión. Asimismo, someterán sus cuentas anuales a "auditoría de cuentas". El informe de auditoría se hará público con el informe financiero anual.

Asimismo, también, deberá difundirse un informe financiero semestral. Los emisores deberán asegurarse de que el informe se mantiene a disposición del público durante al menos cinco días. El informe financiero semestral comprenderá: las cuentas anuales resumidas, un informe de gestión intermedio, y las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido.

Sin perjuicio de lo dispuesto en el art. 82 LMV los emisores harán público y difundirán con carácter trimestral durante el primero y segundo semestre del ejercicio una declaración que contenga: los hechos y operaciones significativas que hayan tenido lugar en el periodo correspondiente y su incidencia en la situación financiera del emisor. Asimismo, una descripción financiera del emisor. Esta información deberá remitirse a la CNMV que comprobará que la información se ha elaborado de conformidad con la normativa aplicable. Es importante reseñar como explicita el nº 5 del art. 35 que no estarán sujetos al cumplimiento de lo dispuesto en este artículo, los emisores que tengan emisiones de valores de deuda admitida a negociación en un mercado secundario oficial u otro mercado regulado domiciliado en la UE cuyo valor nominal sea inferior a 56.000€.

Finalmente y por resultar prolijo el art. 35.7 LMV dicta que reglamentariamente se establecerán unos plazos para la presentación de la información⁸⁸⁵.

⁸⁸⁴FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis). Pág. 1087.

⁸⁸⁵Art. 35.7 LMV:

- a) *Los plazos y demás requisitos para remisión a la CNMV de la información financiera.*
- b) *Los requisitos para publicación y difusión de la información periódica.*
- c) *Los plazos para la publicación de la información trimestral.*
- d) *El contenido de la declaración de responsabilidad, así como los órganos o personas del emisor que deberán realizarla.*
- e) *El contenido de la información financiera semestral y trimestral, y en su caso, las adaptaciones y excepciones que correspondan para determinadas categorías de valores, mercados o emisores.*

Entre las obligaciones de información que constituirían también el objeto material del delito, habría que incluir como explica MARTINEZ-BUJAN PEREZ la información descrita en el art. 53 LMV apartados 1 a 5 relativas a las obligaciones del accionista y de los titulares de otros valores e instrumentos financieros⁸⁸⁶.

Se trata de obligaciones que incumbiría a todo aquel que adquiriera o transmita acciones en una sociedad cotizada, de comunicar a la sociedad, a la Bolsa, y a la CNMV que si alcanza o supera un 5% del capital de la sociedad. Y es pertinente traer a colación la Directiva 2007/44 CE que viene a fijar el límite cuantitativo ante una participación significativa pasando del 5% al 10%. Y aunque no llegue al 10% sería “participación significativa” si ejerciese una “influencia notable en la gestión de la entidad”.

Otro sector doctrinal incluye como información que también habría que incorporan en el objeto material del delito “el informe anual de gobierno corporativo (art. 61 bis LMV), el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros (art. 61 ter)”⁸⁸⁷.

En esta materia, como razonan con criterio muy acertado MARTINEZ-BUJAN PEREZ y BONILLA PELLA⁸⁸⁸, hay que ser muy cuidadosos con el principio de legalidad penal, que exige, como estamos analizando, que el contenido del informe verse sobre los recursos, actividades y negocios presentes y futuros. Y en esta línea, de razonamiento, concluye que pudiera entenderse incluíble en el “objeto material” determinados contenidos del informe anual del gobierno corporativo, siempre que afecten a los recursos o a las actividades de la sociedad.

Desde luego, es evidente, desde nuestra reflexión que quedarían excluidos per se, las participaciones en sociedad de responsabilidad limitada (SL), ya que no tienen carácter de “valores” y no podrán estar representadas por medio de títulos o de anotaciones en asientos, ni denominarse acciones; también quedarían excluidas las cuotas que integran el capital de las sociedades de garantía recíproca. El criterio referente para excluir estos instrumentos como “valores

f) *Los principios contables aceptables para emisores de Estados no miembros de la Unión Europea.*

g) *Cualquier otro aspecto que sea necesario para aplicación de este artículo y en particular el contenido de la información que se precise para la publicación de estadísticas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*

⁸⁸⁶MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores*) pág. 106.

⁸⁸⁷PUNTE ABA, L.M. op.cit(El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores). pág. 59.

⁸⁸⁸BONILLA PELLA, J. op.cit(Fraude de inversores) 2011. 278/2552, que añade como comenta MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 107, “los reglamentos de Junta y Consejo”.

negociables”, lo sería que no son títulos-valor, ni “valores representativos” mediante anotaciones en cuenta.

Explica MARTINEZ-BUJAN PEREZ el caso del falseamiento del folleto de una OPA; ya que, por un lado, ni se cumple el requisito del sujeto activo (no es una sociedad que emita valores) y de otro, la sociedad oferente actúa con propósito inversor al que se exige en el tipo penal, o sea, con el propósito de adquirir unos valores a través de la oferta que realiza al potencial vendedor. Lo que habría sería más bien una “*estafa de desinversión de capital*”⁸⁸⁹.

Lo que se pretende es que el destinatario de la oferta lleve a cabo una desinversión, es decir, que se desprenda de los valores que posee⁸⁹⁰.

Se trata de ofrecimientos por parte de una persona física o jurídica a los accionistas de una sociedad cotizada pero que venden sus acciones al proponente en los términos establecidos en la misma oferta. Y en su opinión, es interesante señalar que este tipo de documentación sí se incluye en el delito del artículo 173 bis del Texto italiano de Intermediación en Materia Financiera, TUF, ya que el tipo penal, si bien se denomina como “falsedades en el folleto”, incluye también expresamente la difusión de información falsa en los “documentos que han de publicarse con ocasión de las ofertas públicas de adquisición”⁸⁹¹.

Ciertamente estamos ante dos ámbitos diferentes, puesto que el folleto emitido con ocasión de la oferta de venta o suscripción de valores pretende buscar financiación de potenciales inversores, mientras que la documentación publicada en las ofertas públicas de adquisición pretende precisamente lo contrario, es decir, el adquirente de los valores es el mismo sujeto que hace la oferta. En cualquier caso, se ha puesto de relieve que los deberes de información en ambos casos siguen una línea similar, puesto que en el caso de ofertas de venta se pretende que el potencial inversor conozca claramente las características de los valores que va a adquirir, y en el supuesto de las ofertas de compra es necesario que el potencial vendedor posea también una información exhaustiva, para que sepa si el precio y condiciones de la oferta son justas y para que pueda valorar, como en el caso anterior, el carácter ventajoso de la operación que pretende realizar. Es cierto que, en ambos casos, la legislación del mercado de valores busca tutelar los intereses de los inversores, garantizando que posean una información completa que les permita valorar el riesgo de cualquier posible operación que realicen en el ámbito del mercado de valores; en este sentido, tanto cuando compran como cuando venden están sujetos al riesgo de sufrir perjuicios

⁸⁸⁹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores*)pág. 107 y 108.

⁸⁹⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.citpág 108. También VALMAÑA OCHAITA, M.op.cit (El folleto de la OPA). pág. 350.

⁸⁹¹PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores)pág. 59-61; también RECALDE CASTELLS, A.op.cit (Régimen jurídico de las OPAs. Concepto, función económica y principios de ordenación) pág. 27.

patrimoniales, si no tienen datos correctos sobre el significado y consecuencias de la operación.

El precepto español no hace esta misma mención expresa, y si bien concluye con una cláusula general relativa a toda clase de documentos que deban ser publicados conforme a la legislación del mercado de valores, se establece que tal difusión ha de realizarse “*con el propósito de captar inversores o depositantes, colocar cualquier activo financiero, u obtener financiación por cualquier medio*”. Esta característica que se predica de los documentos informativos no resulta ciertamente compatible con la naturaleza de una OPA, que no busca captar inversores ni tipo alguno de financiación, sino precisamente lo contrario, quien invierte y adquiere valores es el propio autor de la oferta pública. Por consiguiente, este tipo de folletos informativos, o cualquier otro tipo de documentación que deba hacerse pública en el procedimiento de ofertas de adquisición de valores, no podrán encajar en el objeto material del artículo 282 bis CP.

Por el contrario MARTINEZ-BUJAN PEREZ, entiende que el falseamiento de la información contenida en un folleto de una OPA no tendría problema para aplicar la idoneidad para causar un perjuicio para el patrimonio del potencial vendedor, esta sería la mejor solución de *legeferenda* a la vista de las diferencias entre la estafa de inversión de capital y la estafa de “desinversión⁸⁹²”.

En el caso del art. 282 bis, se produce una comunicación (que no publicación) de la información que se falsea (sin exigir ninguna idoneidad) y el destinatario es el colectivo difuso de inversores y/o depositantes. En cambio en el segundo caso, el destinatario es un sujeto determinado (puede ser una importante sociedad) a que se dirige la OPA, por lo que la “técnica de la tipificación” será diferente⁸⁹³.

Efectivamente, añadimos por nuestra parte, que el sujeto no es “indeterminado” al tratar de una sociedad, normalmente cotizada. Y no podría aplicarse el tipo del art. 282 bis, porque la “oferta” es una operación que se realizaría fuera del “mercado de valores”, y la “oferta” sustraería a los valores cotizados de su negociación en dicho mercado, al margen del sistema de contratación de esos valores. Por consiguiente no encajan todos los elementos para formar parte del tipo del art. 282 bis.

Y en esta línea de razonamiento, explican MARTINEZ GUTIERREZ/MAYORGA TOLEDANO este contrato complejo se desarrolla en un contexto especial que domina la operación: la componente societaria. No

⁸⁹²MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 108; también VALMAÑA OCHAITA, M. op.cit(*El folleto de la OPA*). pág 351.

⁸⁹³MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 108; también VALMAÑA OCHAITA, M. op.cit(*El folleto de la OPA*). pág. 350

obstante, la OPA exige para su perfección la aceptación de los sujetos a los que va dirigida, y por tanto un objetivo del folleto explicativo de la oferta (art.s 17, 18, 19 y el anexo RD 1060/2007). Es un documento que recoge el compromiso y obligaciones que asume el oferente, además de ofrecer la información completa, sobre todo el proceso, los sujetos y los valores afectados. Antes de publicarse el folleto de oferta debe ser aprobado por la autoridad supervisora⁸⁹⁴.

Pudiera pensarse (no exento de dificultad) que en una interpretación extensiva del “art. 282 bis en su apartado “cualquier información económico-financiera que encajásemos en el injusto penal” (la protección de un colectivo difuso de inversores) que en el folleto explicativo de la OPA, el principio de transparencia se concreta en la “necesidad de difundir la información posible entre el público con el fin que todo inversor elabore en base a ella su estrategia de inversión”. En este caso, y en palabras de MARTINEZ GUTIERREZ/MAYORGA TOLEDANO, se realiza a través de la protección específica de un “colectivo concreto de inversores”, los accionistas, o los tenedores de los valores convertibles o que dan derecho a la suscripción o adquisición de acciones de la sociedad afectada⁸⁹⁵.

No habría que olvidar que la finalidad de la oferta se centra en adquirir o en reforzar el control de una sociedad mediante la instrumental adquisición de los valores; y la oferta va dirigida a “todos los titulares de los valores”. En este punto, sería interesante analizar (pero se escapa a nuestro estudio) las tomas de control indirectas o sobrevenidas de la sociedad afectada (art. 60 LMV)⁸⁹⁶.

⁸⁹⁴MARTINEZ GUTIERREZ, A./MAYORGA TOLEDANO, M.C. “Las ofertas públicas de adquisición de valores cotizados en los mercados de valores”. En *Derecho Mercantil Vol. 6: Contratación en el mercado de valores*. JIMENEZ SANCHEZ, G.J. y DIAZ MORENO, A. (Coords.). Edit. Marcial Pons. Madrid, 2014. Pág. 260 y 286; GOMEZ-JORDANA, I., MARTIN DE NICOLAS, G. y SAAVEDRA, J. “Tipología de Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)”. En: *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Nº 7, 2010. pág. 147 y ss.; RECALDE CASTELLS, A. op.cit(Régimen jurídico de las OPAs. Concepto, función económica y principios de ordenación). En *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*. JUSTE MENCIA, J. y RECALDE CASTELLS, A. (Coords). Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2010; y muy interesante TAPIA HERMIDA, “Las ofertas públicas de adquisición de valores”. En *Los mercados financieros* pág 763-787. CONLLEDO, F. y PALOMO ZURDO, R.J. (Dtores). Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2013.

⁸⁹⁵MARTINEZ GUTIERREZ, A./MAYORGA TOLEDANO, M.C. op.cit(Las ofertas públicas de adquisición de valores cotizados en los mercados de valores). pág. 286.

⁸⁹⁶PUNTE ABA, L.M. op.cit(El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores)pág. 59. Así explica la autora que el art. 35 LMV establece otras obligaciones de información para las sociedades emisoras de valores. Y así como explica a mayor abundamiento VILLACAMPA ESTIARTE, C.op.cit “Las falsedades contables en el Proyecto de Ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007”. pág. 455. Se regularía el deber de hacer público cualquier cambio en los derechos inherentes a los valores emitidos y así mismo toda la información relativa a las nuevas emisiones de deuda.

Y en relación al art. 61 bis LMV. Se trata, explica la autora de la obligación de las sociedades anónimas cotizadas de publicar determinados informes: el primero de ellos referido, con carácter general, a la estructura social y gobierno de la entidad, y a otras cuestiones como por ejemplo las posibles restricciones a la transmisibilidad de sus valores; y el segundo de ellos relativo a las remuneraciones que perciben los miembros del Consejo de Administración.

Y nos llama la atención en el ámbito de la responsabilidad del folleto que el art. 28.3 LMV y el art. 36 RD 1310/2005 determinen que los responsables del folleto están obligado a indemnizar a los adquirentes de buena fe por los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado como consecuencia de la “falsedad de la información incluida en el folleto” o de la “omisión de datos relevantes...”. Y la posibilidad de que dicha falsedad u omisión sean susceptibles de ser sancionados por la CNMV, en virtud del art. 99 r) que lo califica como infracción muy grave⁸⁹⁷.

Pudiera pensarse que existe una contradicción entre el art. 92 y el 99 r) de la LMV. Ya que en el primero se determina que la CNMV debe llevar un registro específico de los folletos informativos aprobados por ella; pero sin embargo, la incorporación a los mismos de dicha información sólo implican el reconocimiento de que aquellos contienen toda la información requerida por las normas que fijan su contenido. No obstante, en virtud del art. 99 r) la CNMV si podría sancionar a los responsables del folleto por falta de veracidad⁸⁹⁸.

Por lo demás, teniendo en cuenta que el folleto informativo es un documento mercantil, y que el autor del delito es un particular, resulta discutible la tipicidad de los casos más habituales: los de falseamiento para “faltar a la verdad en la narración de los hechos” del art. 390.1.4 CP. Puede tener valor orientativo, en relación a este extremo, la Consulta de la Fiscalía General del Estado (FGE 15/1997) sobre el art. 290 CP, que se muestra partidaria de considerar que todas las modalidades típicas previstas en el art. 390.1 CP tienen cabida en el art. 290 CP⁸⁹⁹.

⁸⁹⁷art. 99 r) que califica como infracción muy grave:

“r) El incumplimiento de las obligaciones establecidas en el artículo 60 y 61 de esta Ley y en la normativa que se dicte al amparo de lo dispuesto en este artículo. En particular:

- *El incumplimiento de la obligación de presentar una oferta pública de adquisición de valores; su presentación fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales que impidan a la Comisión Nacional del Mercado de Valores tenerla por presentada o autorizarla; o la realización de la oferta pública sin la debida autorización.*
- *La falta de publicación o de remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la información y documentación que haya de publicarse o enviarse a aquella, como consecuencia de actuaciones que obliguen a la presentación de una oferta pública de adquisición de valores, en el transcurso de la misma o una vez finalizada, cuando la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo.*
- *La publicación o el suministro de información o documentación relativas a una oferta pública de adquisición con omisión de datos o con inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño, cuando la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo.*

r bis) El incumplimiento por los órganos de administración y dirección de las obligaciones establecidas en el artículo 60 bis de la Ley y en su desarrollo reglamentario.

r ter) El incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 34 y 60 ter de esta ley y en su desarrollo reglamentario”.

⁸⁹⁸MARTINEZ GUTIERREZ, A./MAYORGA TOLEDANO, M.C. op.cit(Las ofertas públicas de adquisición de valores cotizados en los mercados de valores). págs. 260-286

⁸⁹⁹BONILLA PELLA, J. op.cit(Estafa de inversores) ref. 12/2530 y ss.; también BONILLA PELLA, J. op.cit (Fraude de inversores) ref 17/6247.

En lo que atañe a las “informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores”, la mayoría de la doctrina entiende que el legislador está pensando en la información trimestral, semestral o anualmente las sociedades emisoras de valores deben poner a disposición de la CNMV (las denominadas “continuing obligations”). Su alcance debe quedar limitado a la información a la que se refieren los arts. 11 y 12 del RD 1310/2005: “los requisitos de información para la admisión a negociación en un mercado secundario oficial y las cuentas anuales”⁹⁰⁰.

⁹⁰⁰Artículo 11. Requisitos de información para la admisión a negociación en un mercado secundario oficial español:

La admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial español estará sujeta al cumplimiento previo de los requisitos de información siguientes:

- a) La aportación y registro en la CNMV de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable, determinados, de conformidad con la orden ministerial que desarrolle el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio.
- b) La aportación y registro en la CNMV de las cuentas anuales del emisor, preparadas y auditadas de acuerdo con la legislación aplicable a dicho emisor.
- c) La aportación, aprobación y registro en la CNMV de un folleto informativo, así como su publicación.

Artículo 12. Cuentas anuales:

1. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 26.1.b) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, el emisor, de acuerdo con la normativa que le sea aplicable, deberá aportar para su registro en la CNMV sus cuentas anuales individuales y consolidadas, en el caso de que esté obligado a formular estados consolidados. Los estados deberán comprender, al menos, los tres últimos ejercicios en el caso de valores participativos, y los dos últimos ejercicios en los demás casos. Asimismo, los estados deberán haber sido preparados y auditados de acuerdo con la legislación aplicable al emisor.

2. La CNMV podrá aceptar cuentas anuales del emisor que cubran un período inferior a los señalados en el apartado anterior cuando se dé alguna de las siguientes circunstancias:

- a) Que el emisor sea un vehículo de objeto especial, es decir, un emisor cuyos objetivos y fines sean fundamentalmente la emisión de valores, y los valores a los que se refiera la admisión sean valores de titulización, o bien sean valores que estén garantizados, siempre que el garante haya publicado cuentas anuales auditadas que cubran los tres últimos ejercicios.
- b) ...
- Letra b) del número 2 del artículo 12 eliminada por el número cinco del artículo primero del R.D. 1698/2012, 21 diciembre, por el que se modifica la normativa vigente en materia de folleto y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores por la transposición de la Directiva 2010/73/UE («B.O.E.» 31 diciembre). Vigencia: 1 enero 2013
-
- *b) Que la CNMV así lo decida en interés del emisor o de los inversores, siempre que entienda que los inversores disponen de la información necesaria para formarse un juicio fundado sobre el emisor y sobre los valores cuya admisión a negociación se solicita. En el caso de emisores con un historial financiero complejo, se considerará que los inversores disponen de la información necesaria cuando el folleto informativo contenga la que exige el Reglamento (CE) n.º 211/2007, de 27 de febrero, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 809/2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que se refiere a la información financiera que debe figurar en los folletos cuando el emisor posee un historial financiero complejo o ha adquirido un compromiso financiero importante. Letra b) del número 2 del artículo 12 introducida en su actual redacción por el número cinco*

En opinión de este autor, la restricción típica a los recursos, actividades y negocios presentes y futuros, del emisor carece de lógica, dado que bastaría con la falsa información sobre cualquier “Hecho Relevante”, o sea aquel cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización, a la vista de lo dispuesto en el art. 82 LMV⁹⁰¹.

Por ello se afirma que han de proceder de sociedades que pueden participar en un mercado de valores; precisamente se trata de evitar la difusión de información falsa en el momento en que una sociedad de tales características decide captar inversores, y para ello hace públicos todos los aspectos económicos de la vida societaria, intentando atraer a posibles participantes en el capital social⁹⁰².

En palabras críticas de NIETO MARTIN, las informaciones deben versar sobre “los recursos, actividades y negocios presentes y futuros” pero “carece de lógica”, dado que hubiese bastado con que se exigiese una falsedad sobre “cualquier información relevante” o sea, según el art. 82 LMV (visto supra) aquella cuyo conocimiento puede afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros, y, por tanto, pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario⁹⁰³.

del artículo primero del R.D. 1698/2012, 21 diciembre, por el que se modifica la normativa vigente en materia de folleto y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores por la transposición de la Directiva 2010/73/UE («B.O.E.» 31 diciembre). Vigencia: 1 enero 2013.

⁹⁰¹MORALES GARCÍA, O.op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). Pág 238 y ss.

⁹⁰²PUNTE ABA, L.M.op.cit8El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores).pág 60 Así dice la autora que en cualquier caso, la conducta ha de recaer sobre documentos que van a ser dirigidos al público en general, con la finalidad de captar eventuales financiadores; de este modo, quedarían al margen del tipo penal aquellas falsedades contenidas en documentos que no se van a hacer accesibles al público: por ejemplo, determinados documentos que han de dirigirse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en un momento previo a la difusión del folleto informativo relativo a la negociación de los valores (art. 26 de la Ley 24/1988, 28 de julio, del Mercado de Valores); asimismo, tampoco deberían incluirse aquí los casos de falsedad dirigidos a la obtención de un crédito de una entidad financiera, puesto que en tales casos los documentos falsos irán dirigidos específicamente a la posible entidad financiadora, no al público en general.

⁹⁰³NIETO MARTIN, A.op.cit(Nociones fundamentales de Derecho Penal. Parte Especial). pág. 492.

CAPÍTULO V.

ELEMENTO SUBJETIVO. ERROR

I. ELEMENTO SUBJETIVO

1. Cuestiones Previas

El delito del art. 282 bis es de comisión exclusivamente dolosa para la mayoría de la doctrina. Se exige además la presencia de alguno de los siguientes elementos subjetivos del injusto: “*el propósito de captar inversores o depositantes, el de colocar cualquier activo financiero, o el de obtener financiación por cualquier medio*”. Se construye, un tipo de resultado cortado: es sancionada una determinada conducta, “la creación de una falsedad”, siempre que venga acompañada de alguna de las intenciones señaladas anteriormente.

El dolo debe ir referido no solo a la propia falsedad, sino al conocimiento de plasmación en un documentodestinado a ser publicado y difundido, y en el caso específico de la información relativa a la sociedad, el conocimiento de que se trata de aquella que según la legislación del mercado de valores debe ser publicado y difundido⁹⁰⁴, las finalidades que integran el elemento subjetivo del injusto aparecen descritas “alternativamente⁹⁰⁵”.

Y es por ello que explica HURTADO ADRIAN, el legislador ha creado “un tipo mixto alternativo”, en virtud de lo cual es suficiente con que concurra una de ellas en el ánimo del “agente” para que se cumpliese el “injusto de este delito⁹⁰⁶”.

No obstante, nos parece más adecuado el razonamiento de MARTINEZ-BUJAN PEREZ que recalca que lo alternativo, es solo el elemento subjetivo del injusto, pero no la acción ni el resultado, y es que en línea con la explicación del autor en los “delitos de consumación anticipada”, el elemento subjetivo cumple una función definitoria del tipo de acción de que se trate, de tal manera que si dicho elemento no se acredita, el tipo penal no entraría en juego⁹⁰⁷.

Al contrario que los art. 282 y 290, el art. 282 bis ha recurrido a esta clase de elementos subjetivos y ha renunciado a configurar un elemento objetivo de aptitud o peligro hipotético; tanto en el delito de publicidad engañosa como en el de falseamiento de documentos sociales se exige que la falsedad sea idónea, para producir un perjuicio económico, lo que no se precisa la estafa de inversiones (art. 282bis).

⁹⁰⁴MENDOZA BUERGO B. op.cit (falsedad de la información económica financiera para inversiones 2016) pág 1291 n°12002.

⁹⁰⁵MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 121.

⁹⁰⁶HURTADO ADRIAN, A. op.cit(La estafa de inversores y/o crédito (art. 282 bis)).pág. 201.

⁹⁰⁷MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 121.

Curiosamente en el Anteproyecto y en el Proyecto de 2007 no se refería a elemento subjetivo alguno; sino a un elemento objetivo de idoneidad para engañar y el resultado material de la efectiva captación u obtención (“*de modo apto para producir engaño y de ese modo conseguir captar inversores y obtener créditos o préstamos*”)⁹⁰⁸.

Y como hemos visto también en el Anteproyecto de Ley Orgánica que fue aprobado por el Consejo de Ministros de 14 de julio de 2006 se hablaba literalmente del “*ánimo de engañar a los consumidores para captar sus inversiones u obtener créditos*”⁹⁰⁹.

Pero, a nuestro juicio, en el texto de *lege lata*, la similitud con la estafa, tiene sus diferencias, ya que como hemos visto, no se exige “idoneidad en la falsedad” ni tampoco el resultado efectivo del perjuicio patrimonial. Es decir, que la inversión de facto “no es requisito consustancial de la consumación”.

En la misma línea, como hemos visto también en el Anteproyecto de Reforma del Código Penal de 2008 se hacía expresa referencia a la “*necesidad de un engaño típico*” que “desafortunadamente” desaparecía en el Proyecto de Reforma de 2009.

El delito es de exclusiva comisión dolosa, siendo únicamente posible para FERNANDEZ PALMA y MORALES GARCIA “el dolo directo” al tratarse de un delito de consumación anticipada.⁹¹⁰ La consumación se produce en el instante en que se produce la acción, siempre y cuando en dicho momento se acredite en el ánimo de la gente la presencia de algunas de las específicas intenciones descritas como elemento subjetivo del injusto; a ello habrá que añadir como queda dicho la idoneidad de la acción, medida *ex ante*, para lesionar el bien jurídico. Es importante resaltar que no es necesario que el autor llegue a obtener la inversión, el depósito, colocación del activo o la financiación; si esto sucede se aplicará el tipo cualificado del párrafo segundo.

El tipo del injusto exige, por un lado, el falseamiento de la información financiera, y además, con el propósito de captar inversores y/o depositantes. Es

⁹⁰⁸Boletín oficial de las Cortes Generales. Congreso de los Diputados VIII legislatura serie A. Proyectos de Ley 15 Enero.

⁹⁰⁹FERNANDEZ PALMA, R. y MORALES GARCIA, O. “Seminario sobre el anteproyecto de reforma del Código penal de 2006”. En *revista de Internet, Derecho y Política*. Febrero 2007. [http:// idp.uoc.edu](http://idp.uoc.edu). También MORALES GARCÍA, O., op.cit “Art. 282 bis Código penal” pág 312 y ss. En efecto, en el Proyecto de 2007 el falseamiento de la inversión debía ser apto para producir engaño, lo que llevaba aparejado que de este modo consiguieran captar inversores u obtener créditos, si bien la técnica legislativa era defectuosa por múltiples razones. En primer lugar porque la captación de inversores no debería ponerse en el mismo plano que la obtención de créditos. Pero en segundo término se erguía y además erróneamente una lógica parecida a la estafa: lo lógico de los nexos normativos entre cada estadio, “equivocadamente” quedaba desierto como el engaño y no el error. Porque había que convenir que el instrumento engañoso era la falsificación, por lo que su idoneidad no lo sería para producir engaño, sino para producir error.

⁹¹⁰FERNANDEZ PALMA, R. y MORALES GARCIA, op.cit pág.312 y ss.

decir, lo que caracteriza al tipo básico es el falseamiento de la información pero con el propósito de la “captación”, por lo que si la falsedad se realizara fuera de ese propósito, quedaría excluida de la “conducta típica” que describe el artículo 282 bis.

El falseamiento de la información sólo es posible cuando se haga con la intención o “propósito de captar inversores o depositantes, colocar cualquier tipo de activos financieros, u obtener financiación por cualquier medio”. Como explica GONZALEZ RUS, ésta es la construcción correcta del “elemento subjetivo del injusto”, para la necesaria concurrencia en la apreciación del delito. El legislador, solo ha querido que la conducta sea posible cuando suponga un peligro real para los intereses económicos de los demás intervinientes en el mercado de valores⁹¹¹.

Resulta criticable, explica PUENTE ABA que el legislador haya prescindido de un elemento de peligro hipotético, que aporta una mayor legitimidad a la intervención penal en este ámbito. Lo deseable sería castigar aquellas falsedades documentales que fuesen idóneas para producir un perjuicio económico al colectivo de posibles inversores, lo cual equivaldría a limitar la sanción penal a los casos de falsedades especialmente relevantes, referidas a datos fundamentales sobre la situación financiera de la entidad, o sobre el nivel de riesgo de la inversión, etc. A pesar de la ausencia de tal requisito de aptitud, al menos deberían quedar excluidas, reiteramos una vez más, del tipo “las falsedades burdas o evidentes, que no pueden considerarse creíbles en absoluto y que por lo tanto no pueden suponer ningún riesgo para los intereses económicos de los potenciales inversores⁹¹²”.

No basta para la comisión de este delito con la concurrencia del dolo típico, entendido como conocimiento y voluntad en la realización de los elementos del tipo objetivo. Además debe concurrir el elemento subjetivo consistente en que la falsedad se realice con el propósito de captar recursos en cualquiera de las modalidades previstas en la norma.

Faltando este elemento subjetivo, el comportamiento podrá constituir otra de las modalidades delictivas a las que hemos hecho referencia anteriormente, particularmente el delito societario de falseamiento de las cuentas o el delito de falsedad en documento mercantil⁹¹³.

La falsedad va unida al “propósito” de captación, pero no exige el resultado efectivo: que la inversión se produzca.

⁹¹¹GONZALEZ RUS, J.J. op.cit.(Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones) pág. 606.

⁹¹²PUENTE ABA, L.M.op.cit. (*Delitos económicos contra los consumidores y delito publicitario*).pág. 229, y la misma autora PUENTE ABA, L.M.op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores). pág. 67.

⁹¹³BONILLA PELLA, J. op.cit (estafa de inversiones). Epígrafe 2568.

Las finalidades que integran el elemento subjetivo del injusto, aparecen descritas (como hemos comentado supra) “alternativamente”. De ahí, que concluye MARTINEZ-BUJAN PEREZ⁹¹⁴, es suficiente que concurra una de ellas, en el ánimo del agente, para que se cumpla el injusto de este delito.

Es por ello que debería haberse exigido la idoneidad en la falsedad; de lo contrario como descriptivamente señala QUERALT JIMENEZ llegaríamos al absurdo enunciado: “castigar pese a producir beneficios⁹¹⁵”

El tipo penal requiere, como estamos explicando, una actuación dolosa integrada por un especial elemento subjetivo: los sujetos deben actuar con el propósito de captar inversores o depositantes, colocar cualquier tipo de activo financiero, u obtener financiación por cualquier medio. Pese a que el legislador ha denominado este tipo penal como “estafa de inversores”, en el Preámbulo de la L.O 5/2010, lo cierto es que este elemento subjetivo es distinto al delito de estafa. Es decir, el art. 282 bis no requiere un perjuicio económico, requisito éste exigido por el delito de estafa (art. 248 del CP). Además, el ánimo de lucro del delito de estafa se difumina (no se trata de hacerse con el patrimonio de otras personas físicas o jurídicas, sino de pretender obtener financiación económica para la empresa mediante información falsa⁹¹⁶).

Nos encontramos ante un elemento subjetivo del injusto, caracterizado por que se exige un ánimo de obtener esa financiación o ese inversor. En los casos en los que la información sea falseada por un motivo distinto -que resulta difícilmente imaginable por la amplitud con la que está redactada el tipo de injusto- como pudiera ser para obtener un mejor puesto en un ranking de empresas o para conseguir que se realice una emisión de algún tipo de instrumento financiero sin la supervisión de la CNMV, quedarían fuera del ámbito de la tipicidad que establece el art. 282 bis⁹¹⁷.

2. Dolo directo

Para la mayoría de la doctrina el delito es de exclusiva comisión dolosa, siendo únicamente posible para estos autores “el dolo directo” al tratarse de un delito de consumación anticipada (por todos MARTINEZ-BUJAN PEREZ,

⁹¹⁴MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (Derecho penal económico y de la empresa). pág. 266.

⁹¹⁵QUERALT JIMENEZ, J.op.cit (*Derecho penal Español*). Epígrafe 23.

⁹¹⁶PRAT WESTERLINDH, C. op.cit(Estafa de inversores). pág. 7/11.

⁹¹⁷A modo de ejemplo, en este grupo de casos entrarían los conocidos casos de Afinsa o Forum Filatélico. También serían parte de estos casos aquellos en los que se emiten pagarés, por ejemplo, para los que no hace falta folleto alguno ni queda bajo la supervisión de la CNMV. Por tanto, ambos supuestos no podrían ser reconducidos al delito de estafa de inversiones, sino que deberán ser encuadrados, si es que se dan los elementos típicos, dentro del delito de estafa o apropiación indebida...

PUENTE ABA, MORALES GARCIA, BONILLA PELLA)⁹¹⁸. La consumación se produce en el instante en que se produce la acción, siempre y cuando en dicho momento se acredite en el ánimo del agente la presencia de algunas de las específicas intenciones descritas como elemento subjetivo del injusto; a ello habrá que añadir como queda dicho la idoneidad de la acción, medida *ex ante*, para lesionar el bien jurídico. Es importante resaltar que no es necesario que el autor llegue a obtener la inversión, el depósito, colocación del activo o la financiación; si esto sucede, se aplicará el tipo cualificado del párrafo segundo.

Desde el plano de culpabilidad, parece que el legislador ha querido exigir un dolo directo específico en este delito(dolo directo de primer grado), por lo que exige en el tipo el propósito claro de querer conseguir financiación, inversores o la colocación de algún producto financiero a través de las falsedades recogidas en el folleto, o sobre la información que deben hacer pública las sociedades cotizadas.

Todos los delitos contra los consumidores son exclusivamente dolosos y no admiten la sanción de conductas imprudentes. Así LAMARCA PEREZ opina que estos delitos como el que analizamos exigen en el autor una determinada finalidad subjetiva de su conducta (vgr., captar inversores o depositantes⁹¹⁹...)

En opinión de FARALDO CABANA el delito del art. 282 bis párrafo primero es doloso siendo en principio admisible hasta el dolo eventual, ya que recuerda esta autora que el dolo debe abarcar no solo la falsedad de la información, sino también la eventualidad del perjuicio que pueden sufrir los sujetos pasivos⁹²⁰.

En cambio, opina PUENTE ABA para quien el delito del art. 282 bis es de comisión exclusivamente dolosa. Exige la presencia de un elemento subjetivo de lo injusto: el propósito de captar inversores o depositantes⁹²¹.

Algunos autores como BONILLA PELLA aunque lo estima como un delito doloso y reduce el ámbito típico a las formas de dolo directo, no descarta la existencia del “dolo eventual” (que también explicaremos *infra*) pero lo reduce a aquellos casos en los que se hicieran afirmaciones sabiendo que en una elevada probabilidad “éstas” son falsas⁹²².

⁹¹⁸MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*) pág 120. También MORALES GARCÍA, O.,op.cit “Art. 282 bis Código penal” pág 312 y ss.En el mismo sentido, PUENTE ABA, L.M.op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores). pág. 67-ss. También BONILLA PELLA, J. op.cit (estafa de inversiones). Epígrafe 2568-ss.

⁹¹⁹LAMARCA PEREZ, C. op.cit(*Derecho penal, parte especial*). pág. 389.

⁹²⁰FARALDO CABANA, P.op.cit(Art. 282 bis) pág. 1089.

⁹²¹PUENTE ABA, L.M. op.cit(El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.)

⁹²²BONILLA PELLA J. op.cit (estafa de inversiones) pág 281 n°2568

El legislador ha querido exigir un dolo directo específico en este delito, por lo que es necesario en el tipo el propósito claro de querer conseguir financiación, inversores o la colocación de algún producto financiero a través de las falsedades recogidas en el folleto o sobre la información que deben hacer pública las sociedades cotizadas⁹²³.

El dolo directo es consustancial a todas las genuinas estructuras de consumación anticipada, trátase de delitos mutilados de dos actos o de delitos de resultado cortado⁹²⁴.

Por nuestra parte, opinamos que el elemento subjetivo del injusto, es el factor relevante y definitorio para desencadenar la “acción típica”. De ahí que si dicho elemento como explica MARTINEZ-BUJAN PEREZ no se acreditase el “tipo penal” no entraría en juego. Por consiguiente, se dice con razón que la realización del tipo comporta un compromiso directo del autor con la vulneración del bien jurídico⁹²⁵.

No cabe la comisión imprudente del delito, pues no se prevé expresamente por el legislador, de acuerdo con el art. 10 y 13 del CP, y además con la propia estructura del tipo antes narrada, no existe pena para la comisión imprudente del art. 282 bis CP al no estar expresamente tipificado.

En opinión de QUERALT JIMENEZ se decanta porque es un delito *ex lege* doloso. Pero es curioso que para este autor opina que no se requiere ningún elemento subjetivo del injusto que muestre un “ánimo de lucro” por parte del sujeto activo. Para este autor el sujeto activo falsifica los datos de una inversión, y según su concepción “no persigue ánimo de lucro” lo que puede demostrarse en que la inversión era correcta y en absoluto perjudicial para los inversores, y pese a ello puede hacerse acreedor a la pena prevista al efecto⁹²⁶.

Para evitar tal absurdo, el elemento limitador esencial de este delito que lo desactivaría “debiera ser, la idoneidad de la falacia para generar perjuicio”, es decir, una vez más, el elemento de aptitud. Dicho de otro modo: habría falsedad pero no engaño. De lo contrario llegaríamos al absurdo enunciado: “castigar pese a producir beneficios”. Obsérvese, en fin que los demás delitos de este capítulo y los con él emparentado, requieren o ánimo de lucro u obtención de beneficio, sin embargo, el delito del art. 282 bis, no lo exige.

Es un delito de comisión dolosa y como bien explica CORCOY BIDASOLO/MIR PUIG es un delito mutilado en dos actos teniendo en cuenta que la acción del sujeto activo trasciende la acción típica actual, dirigiéndose ésta

⁹²³ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit (*Los delitos bursátiles*). págs. 198 - 199.

⁹²⁴MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 133. LUZON PEÑA, D. *Curso de Derecho penal. Parte General I*. Madrid, 1996. pág. 309

⁹²⁵MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 134

⁹²⁶QUERALT JIMENEZ, J.op.cit(*Derecho penal Español. Parte especial*). Epígrafe 23.

a realizar otra actividad posterior del mismo sujeto, lo que se pone de manifiesto en las persecución de estos tres fines: a) el propósito de captar inversores o depositante; b) colocar cualquier tipo de activo financiero, c) obtener financiación por cualquier medio⁹²⁷.

El dolo debe abarcar el falseamiento de la información económica-financiera contenida en el folleto de emisión, o en la información que la sociedad deba publicar conforme a la legislación del mercado de valores; pero también debe concurrir un elemento subjetivo de lo injusto específico determinado por el propósito de captar inversores o depositante, o colocar cualquier activo u obtener financiación por cualquier medio, de manera que si el falseamiento no se hace con esa finalidad, no cabría aplicar este delito, sin perjuicio de resultar aplicable el delito del art. 290 CP⁹²⁸.

El art. 290 CP constituye una modalidad dolosa de falsedad en documento mercantil, cualificado a decir de CARREÑO AGUADO no tanto por la condición del sujeto, cuanto por los límites del deber de configuración extrapenal que informa la situación especial de determinados sujetos⁹²⁹.

La conducta falsaria descrita en el art. 290 CP deber haber sido perpetrada por su factor con el conocimiento cabal y la voluntad de querer los elementos que condicionan objetivamente el tipo incriminado. Se trata de un delito en el que su configuración no admite otra forma comisiva que la realizada a través del dolo directo, al no estar expresamente tipificada para dicho supuesto la forma imprudente. La STS -2ª- 932/2006, de 5 de octubre de 2006, dice que “el tipo penal del art. 290 CP exige una actuación dolosa por parte del autor”.

El quebrantamiento negligente por parte de los administradores de alguno de sus deberes, particularmente del deber de diligencia, comprensivo a su vez de los deberes de administrar –*stricto sensu*–, de informarse, de investigar y de vigilancia, traducido en defectos de celo que comporten la omisión o alteración de datos contables, podrán ser objeto de reclamación civil a través de las acciones individuales o sociales oportunas que puedan ejercitar la sociedad, sus socios o terceros, pero no podrán sin embargo conformar la infracción delictiva sancionada en el art. 290 del Código Penal⁹³⁰.

⁹²⁷CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG.op.cit(*Comentarios al Código Penal. Reforma LO 5/2010.*)pág. 264.

⁹²⁸GARCIA SANZ, J. op.cit(*La protección penal del mercado financiero*) pág. 59.

⁹²⁹CARREÑO AGUADO, J.op.cit (*El tratamiento jurídico penal de la inveracidad en la información social*) pág. 405

⁹³⁰SEQUEROS SAZATORNIL, F./DOLZ LAGO, M.J. *Delitos societarios y conductas afines. La responsabilidad penal y civil de la sociedad, sus socios y administradores, 3ª edición. Adaptado a las últimas reformas: Ley 14/2013 de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores.* La Ley, 2013. Pág. 222. Contrariamente habrá que entender excluido el dolo y en consecuencia la aplicación del precepto en aquellos supuestos en los que el administrador aún queriendo realizar la falsedad, por cualquier razón adopta las previsiones y cautelas necesarias para neutralizar cualquier riesgo que pueda proceder de su actuación de tal manera que la misma carezca de repercusión negativa para el patrimonio.

Es un delito de comisión dolosa, tanto en el tipo básico como en el cualificado y supercualificado, y no exige el elemento subjetivo del injusto, “el ánimo de obtener lucro”. Al no exigir la idoneidad en la falsedad corremos el riesgo de penalizar conductas falsarias, que a la postre resultaron rentables y/o beneficiosas.

Es así que el legislador exige un “dolo directo” en este delito, por lo que hemos analizado en capítulos anteriores, se exige el propósito deliberado de querer conseguir inversores o la colocación de activos, a través de una conducta falsaria contenida en los folletos o en la información económico-financiera que la sociedad emisora de valores debe difundir.

No se trata (porque no hay ánimo de lucro) que haya perjuicio económico. No es “hacerse (como dice PRAT WESTERLINDH) con el patrimonio de otras personas; sino pretender obtener financiación económica para la empresa, mediante información falsa⁹³¹”.

La finalidad con la que se difunde la “información empresarial falsa” es esencial en este tipo penal.

Se trata de difundir información falsa utilizando el sistema financiero para conseguir financiación. Inicialmente, el tipo penal básico (como hemos reiterado) no requiere que se obtenga la financiación, o se hayan captado inversores o capitales; sino que la difusión de información falsa (contenida en los folletos) persiga estos fines⁹³².

La doctrina descarta la posibilidad de la comisión imprudente del delito; aunque se discute la posibilidad de concurrencia del “dolo eventual”⁹³³. Sobre todo (reiteramos por nuestra parte) cuando en el sujeto activo –administrador de hecho y/o derecho- se le exige un “ánimo consciente y deliberado de llevar a cabo la acción del delito (falseamiento de la información económico-financiera).

En nuestra opinión, el tenor literal del art. 282 bis, es expresivo y contundente y solo admite el dolo directo: “*con el propósito de captar*”.

⁹³¹PRAT WESTERLINDH, C. op.cit (Estafa de inversores). pág. 7/12. Pese a que el legislador ha denominado este tipo penal como “estafa de inversores”, lo cierto es que este elemento subjetivo es distinto al delito de estafa. Es decir, el art. 282 bis (La Ley 3996/1995) no requiere un perjuicio económico, requisito éste exigido por el delito de estafa (art. 248 del CP (La Ley 3996/1995).

⁹³² PRAT WESTERLINDH, C. op.cit pág. 7/12.

⁹³³BAJO FERNANDEZ, M.op.cit(*Los delitos de estafa en el Código penal*). pág. 199; también BONILLA PELLA, J. op.cit(Estafa de inversores) pág. 281 n° 2567. Un dolo directo de primer y segundo grado. La existencia de dolo eventual podría plantearse en aquellos casos en los que se hicieran afirmaciones sabiendo que con una muy elevada probabilidad son falsas.

3. Dolo eventual

Podrían concurrir algunos casos en los que se plantea la posibilidad de aceptar la concurrencia del dolo eventual como suficiente para la comisión del delito de estafa de inversiones. Al respecto, si bien el dolo entendido como conocimiento y voluntad, debe abarcar el falseamiento de la información económico-financiera contenida en el folleto de emisión, o en la información que en la sociedad deba publicar conforme a la legislación del mercado de valores, también deberá abarcar un ánimo específico consistente en el propósito de captar inversores o depositantes, o colocar cualquier tipo de activo u obtener financiación por cualquier medio.

Por ello resulta complicado aceptar para BAJO FERNANDEZ la posible concurrencia del dolo eventual en este delito, pues no puede decirse que concorra ese ánimo de obtener inversores o financiación cuando existe dolo eventual, aunque por parte de algún sector doctrinal entiende que si pudiese darse el dolo eventual cuando concurren elementos subjetivos del injusto⁹³⁴.

Algunos autores plantean la hipótesis en aquellos casos en los que se hicieran afirmaciones sabiendo que con muy elevada posibilidad fueran falsas⁹³⁵.

En opinión de otros el “dolo” debe abarcar no solo la falsedad de la información, sino la eventualidad del perjuicio que pudieran sufrir los sujetos pasivos⁹³⁶. Otros como HURTADO ADRIAN son de la convicción que aunque la actuación falsaría se lleve a cabo con el propósito que exige el tipo (en la medida que se entienda que, además la acción ha de ser idónea para tal captación), si se admitiera la tesis del delito de aptitud, quien la desarrollase debiera conocer, o al menos, representarse que fuera idónea a tal fin⁹³⁷.

Sin embargo, nosotros no somos proclives a admitir la hipótesis del dolo eventual, pues choca con el elemento subjetivo del injusto del art. 282 bis, y no se cohonestan, la falsedad de la información, encaminada por un propósito en el autor, al tiempo de llevar a cabo el falseamiento con el “dolo eventual”. Y así, porque como dice MARTINEZ-BUJAN PEREZ resulta conceptualmente incompatible con el dolo eventual, porque la falsedad aparece indisolublemente vinculada al elemento subjetivo de la acción⁹³⁸.

Efectivamente, desvinculada la “idoneidad” (que no se exige en la conducta del art. 282 bis) para causar un perjuicio económico a los destinatarios de la inversión, parece inocuo incidir sobre el tema.

⁹³⁴BAJO FERNANDEZ, M.op.cit(*Los delitos de estafa en el Código penal*). pág. 59.

⁹³⁵BONILLA PELLA, J.op.cit (Fraude de inversores”) pág. 281/2567.

⁹³⁶FARALDO CABANA, P. op.cit(Art. 282 bis) pág. 1089.

⁹³⁷HURTADO ADRIAN, A. op.cit (La estafa de inversores y/o crédito),pág. 201.

⁹³⁸MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 134.

HURTADO ADRIAN en torno a la posibilidad de admitir o no el dolo eventual explica recurrentemente que a efectos reales es difícilmente concebible que quien esté guiado de ese propósito no sea consciente de que la acción que desarrolla no sea la adecuada a ese fin⁹³⁹.

Con certera ironía, puntualiza a este singular razonamiento MARTINEZ-BUJAN PEREZ que no es que lo vea “difícilmente concebible”, es que resulta del todo punto imposible. Con lo que coincidimos plenamente, ya que en su línea de razonamiento, que compartimos una cuestión es la *lege lata*, y otra la modificación de *legeferenda*. Esto es, si el delito del art. 282 bis fuese (que no lo es de iure) de “comunicación de datos falsos” (que hemos examinado en el capítulo correspondiente a la conducta) podría admitirse el dolo eventual⁹⁴⁰.

Según se admite, como explica MARTINEZ-BUJAN PEREZ, en el delito de publicidad falsa del art. 282 CP español, así como en el delito de estafa de inversión de capital del art. 264 a StGB alemán⁹⁴¹.

La doctrina como vemos no es unánime en la admisión de la concurrencia del dolo eventual en el art. 282 bis. La posibilidad de su discusión en admitirla radicaría que el tipo objetivo de este delito, no contiene referencia alguna a otra de los elementos básicos del tipo objetivo de la estafa, como es el perjuicio patrimonial, y que como dice GALAN MUÑOZ se puedan castigar conductas realizadas con un dolo más liviano y diferente de aquel que sanciona el referido delito patrimonial, ya que, al no exigir su tipo de injusto ni la efectiva producción del perjuicio patrimonial ajeno, ni tan siquiera que su conducta típica tenga que resultar objetivamente idónea para ocasionarla, se provoca que tampoco dichos hechos tengan que ser abarcados por el dolo de su autor, con lo que no existirá obstáculo alguno para que este delito pueda castigar, aquellos casos en los que quien realizase su falsificación típica lo hubiese hecho estando completamente seguro de poder evitar que la misma se pudiese materializar en daños a terceros, ni tampoco en aquellos otros en los que ni siquiera se hubiese representado como posible que su realización pudiese llegar a ocasionarlos, supuestos ambos que, consecuentemente, podrán ser castigados por esta nueva figura delictiva, pese a resultar completamente irrelevantes a efectos de la de estafa⁹⁴².

No cabe, pues, plantearse la cuestión de la admisibilidad del dolo eventual, habida cuenta de que dicha clase de dolo queda ya conceptualmente excluida. En efecto, la doctrina dominante, que nosotros hemos analizado, ha venido entendiendo con razón que el dolo directo es consustancial a todas las genuinas estructuras típicas de consumación anticipada, trátase de delitos mutilados de dos actos o de delitos de resultado cortado.

⁹³⁹HURTADO ADRIAN, A. op.cit (La estafa de inversores y/o crédito) pág. 201.

⁹⁴⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 135.

⁹⁴¹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit pág. 135.

⁹⁴²GALAN MUÑOZ, A. op.cit(El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 131.

Y, a partir de las premisas de la concepción significativa de la acción, cabría añadir que lo que sucede en los delitos de consumación anticipada es simplemente que el elemento subjetivo cumple ya una función definitoria del tipo de acción de que se trate, constituyendo un criterio conceptual más para valorar la acción, de tal manera que si dicho elemento no se acredita, el tipo penal no entra en juego; sentado esto, es obvio entonces que en tales casos, al vincularse indisolublemente el elemento subjetivo a la acción ejecutada, podrá afirmarse que la realización del tipo en cuestión comporta un compromiso directo del autor con la vulneración del bien jurídico⁹⁴³.

Otros autores, como BONILLA PELLA, llegan a admitir el dolo eventual, cuando se “*hicieran afirmaciones sabiendo que con una muy elevada probabilidad son falsas*” (como hemos visto⁹⁴⁴); FARALDO CABANA arguye que “el dolo debe abarcar no sólo la falsedad de la información, sino la eventualidad del perjuicio que pueden sufrir los sujetos pasivos”⁹⁴⁵.

Y GALAN MUÑOZ explica una concepción amplia admitiendo el dolo eventual para aquellos que entiendan que también en el art. 282 bis CP los engaños se efectúan esperando poder responder a las obligaciones patrimoniales que se contraen para conseguir la financiación pretendida⁹⁴⁶.

Determinaría que concurriesen en dichos engaños tanto el ánimo de lucro como aquel desprecio hacia los patrimonios de los posibles financiadores que caracteriza al (“dolo eventual”) de lesionarlos, y sin duda abriría las puertas a que la estafa pudiese castigar su realización.

En el supuesto del párrafo segundo del art. 282 bis (tipo agravado y superagravado o hipercualificado). Por un lado nos encontramos ya no con un delito de resultado cortado de peligro; sino con un delito claro de resultado (lesión patrimonial), y el dolo es elemento configurador.

De lo anterior se deriva la dificultad de que el dolo abarque todo el resultado prohibido, pues si el tipo exige el dolo directo, no siendo suficiente el dolo eventual para la configuración típica, será necesario que el resultado-

⁹⁴³MARTINEZ-BUJAN PEREZ, Cop.cit. (*Estafa de inversores y de crédito*)págs. 133 - 134; También del mismo autor MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (Derecho penal económico y de la empresa) pág. 330.

⁹⁴⁴BONILLA PELLA, J. op.cit(*Estafa de inversores*). pág. 281 n° 2567.

⁹⁴⁵FARALDO CABANA, P. op.cit(Art. 282 bis)pág 1089.

⁹⁴⁶GALAN MUÑOZ, A.op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP). pág. 123. Están a favor de la posible admisión de la comisión de la estafa con dolo eventual y, por tanto, de su posible aplicación a este tipo de casos, NUÑEZ CASTAÑO, Eop.cit. (*La estafa de crédito*). pág. 126 y ss; BAJO FERNANDEZ, M. “La protección penal del crédito”. En *Poder Judicial* n° especial IX sobre Nuevas formas de delincuencia, Consejo General del Poder Judicial. 1989. Pág. 181; o de forma más reciente MUÑOZ CONDE, F. op.cit (De la llamada estafa de crédito). pág. 521. En contra, sin embargo, se manifiesta TIEDEMANN, K. quien excluye expresamente la posibilidad de apreciar el delito de estafa cuando se realiza un engaño para obtener créditos ajenos, pero con un mero dolo eventual respecto posibilidad de pago de lo comprometido en *LeipzigerKommentar*, Bnd. 9. V. de Gruyter. Berlín, 2012. pág. 612.

perjuicio patrimonial haya sido conocido y querido por el autor. Por ello, resulta esencial diferenciar entre uno y otro supuesto, dado que el legislador ha confeccionado una figura delictiva de muy difícil integración en el resto del Código Penal⁹⁴⁷.

4. Toma de postura

Desde nuestro punto de vista en el delito de la estafa de inversiones, se trata de una conducta delictiva que sólo admite la comisión por dolo directo y excluye el dolo eventual. Esta exclusión del dolo eventual resulta coherente ya que el delito es de los que se caracteriza por ser un delito como un tipo de intención, de “consumación anticipada y resultado cortado”. En este sentido, el dolo directo es consustancial a los delitos de “consumación anticipada”. Esta afirmación se refuerza porque es imprescindible la concurrencia de un elemento subjetivo adicional al dolo (en nuestro caso el “propósito de captar clientes...”) tiene que ser efectivo, no se admite la probabilidad. El dolo eventual implicaría la realización de una conducta con una representación de un resultado posible, pero no querido. ¿Cómo es trasposable esta reflexión al sujeto activo del 282 bis que falsea la información (elemento relativo), con un propósito de “captar inversores”?

¿Cómo es posible si quisiéramos admitir la teoría del dolo eventual en el art. 282 bis entender el contenido de injusto eventual? ¿Si no de por qué el propósito de captación inversores; es decir, este resultado, y en algo no buscado por el sujeto activo? Entonces no se podría aplicar el tipo básico del art. 282 bis, porque quedaría fuera de su ámbito de punibilidad. Es decir, encaje mal la aplicación del dolo eventual en el art. 282 bis que nos habla del “propósito”. No es que el sujeto activo no destine especiales esfuerzos en la evitación del suceso.

Nosotros creemos que el art. 282 bis exige un dolo directo, porque se dan los elementos intelectual y volitivo en la realización del tipo, porque hay conocimiento y voluntad de querer producir un resultado dañoso, se realiza la conducta conociendo y queriendo el posible resultado. Se requiere la realización del tipo objetivo. ¿Cómo no se va a saber en el art. 282 bis que se está realizando un tipo objetivo? Es que el sujeto activo quiere el resultado, falsea la información con el propósito de “captar inversores”, está queriendo el resultado de captar inversores o depositantes, no la posibilidad del mismo. En relación con el tipo agravado, puesto que nos encontramos ante un delito de resultado, el dolo debe abarcar el mismo, y en el mismo, sí sería posible la comisión mediante dolo eventual, puesto que el dolo abarca la producción del perjuicio, aunque fuera discutible si el propósito era captar inversores o simplemente provocar un perjuicio en los inversores.

⁹⁴⁷ZABALA LOPEZ-GOMEZ C. op.cit (*Los delitos bursátiles*) pág. 200.

II. ERROR

1. Cuestiones Preliminares

Cabe preguntarse en este lugar expositivo, la posible concurrencia del error (art. 14 CP), con las dos variantes; el error de tipo 14.1 y el error de prohibición 14.3. A nuestro modo de ver, como el tipo básico no exige ninguna idoneidad, quedarían fuera la información falsa que el sujeto falsea y como dice bien BAJO FERNANDEZ, entiende aquel sujeto que es absolutamente inocua y no forma parte del contenido esencial del listado de documentos que ha de publicitarse a tenor de la legislación del mercado de valores. Por el contrario, en el caso de falsedad en el folleto de emisión resulta más complicado aceptar la posible concurrencia del error, puesto que la persona que elabora el folleto y que se responsabiliza del mismo no es un ciudadano común, sino que es precisamente una persona con capacidad para obligar a una sociedad emisora de valores y con ciertos conocimientos del mercado de valores, por lo que debe conocer qué documentos pueden ser tenidos en cuenta por los inversores o acreedores, por lo que no sería posible aceptar un error de tipo sobre el folleto, estaríamos hablando de iniciados en el mercado de valores, no del hombre medio ideal que no conoce apenas su funcionamiento y es lego en este tipo de mercados tan sofisticados⁹⁴⁸.

La persona que elabora el folleto, y que se responsabiliza del mismo, resulta ser una persona designada según la legislación extrapenal, con capacidad para obligar a una sociedad emisora de valores, (art. 27.2 LMV) y además responsable con su firma, por lo que debe conocer que documentos pueden ser tenidos en cuenta por los inversores o acreedores, por lo que no sería posible aceptar un “error de tipo sobre el folleto”. De la misma manera, y por similar razonamiento tampoco sería aplicable la concurrencia de un error sobre la prohibición. Ya que es difícil a tenor de lo preceptuado en la LMV (y en concreto art. 27 y 28), que el administrador de hecho y/o de derecho se le hiciese concurrir en el supuesto de un “error de prohibición”, pues no parece posible aceptar que esa persona tenía un conocimiento deformado sobre la prohibición que hace concurrir en el supuesto error de prohibición.

En la vertiente negativa del dolo recuerda que el error sobre el tipo conduciría en todo caso (aunque sea vencible) a la absolución, dado que el delito del art. 282 bis sólo admite la forma dolosa de imputación⁹⁴⁹.

⁹⁴⁸BAJO FERNANDEZ, M. y BACIGALUPO SAGESSE, S., op.cit(*Derecho penal económico*) pág. 228. ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit(*Los delitos bursátiles*). pág. 200.

⁹⁴⁹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*) pág.135. Se refiere al error sobre el tipo objetivamente vencible, que es al que se refiere el art. 14, inciso 2º CP. Y es que, en efecto, de conformidad con la concepción sistemática de la que parte en la teoría jurídica del delito, si el error sobre el tipo es objetivamente invencible, no cabrá afirmar ya la predecibilidad general (faltando la causalidad o la imputación objetiva); así las cosas, es el error sobre el tipo objetivamente vencible el que abre la puerta al error que regula el art. 14 del CP en el que se distingue, pues, el error sobre el tipo subjetivamente invencible y el error sobre el tipo subjetivamente vencible).

En este sentido, a juicio de MARTÍNEZ-BUJAN, no hay duda de que si el administrador cree erróneamente que no está obligado a facilitar información o que los datos que omite no son relevantes para una adecuada información, estaremos ante un error sobre el tipo y no ante un error sobre la prohibición⁹⁵⁰.

2. Error sobre los elementos objetivos del tipo: error de tipo

En este punto reflexionamos la posibilidad de concurrir error sobre los elementos del tipo. Por ejemplo, cuando el sujeto activo (administradores de hecho y/o derecho) falsease una información económico-financiera que entiende que es “inocua o poco relevante”. Sobre este particular se entiende que es poco verosímil aceptar el caso, por ejemplo, que en la falsedad de un folleto de emisión se acepte la concurrencia del error⁹⁵¹.

Desde luego que esta cuestión, tiene especial relevancia para quienes son partidarios de la teoría de la culpabilidad, en virtud de la cual el error de tipo excluye en todo caso el dolo, dejando a salvo la imprudencia si el error es vencible, en tanto que el error de prohibición incide solamente en la culpabilidad, por lo que la cuestión aquí planteada no tendría la misma relevancia para los defensores de la teoría del dolo, en virtud de la cual tanto error el error de tipo como el error de prohibición excluyen el dolo⁹⁵².

A los efectos de este análisis, interesa dejar sentado que si el error recae sobre el sustrato fáctico o empírico del elemento, no habrá mayores inconvenientes para afirmar la exclusión del dolo, y que en consecuencia, admitir que estamos frente a un error de tipo. Sin embargo, los problemas se presentan cuando “el error recae sobre el significado normativo, en su caso jurídico, del elemento⁹⁵³”.

No existe unanimidad en cuanto al tratamiento jurídico-penal de los supuestos de error sobre los elementos normativos del tipo, encontrándose en la doctrina diversas posturas al respecto; así, en primer lugar, hay quienes sostienen que en estos casos estamos frente a un error de subsunción irrelevante por no constituir error de tipo ni de prohibición; en segundo lugar, un sector niega que se trate de un error de tipo y defiende la posibilidad de apreciar un error de prohibición o un simple e irrelevante error sobre la punibilidad, y en tercer lugar, otra parte de la doctrina entiende que normalmente ese error es, o

⁹⁵⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág136.

⁹⁵¹ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit pág. 201. Sobre la “vencibilidad e invencibilidad del error en la relación al error de Derecho penal y error de Derecho extrapenal. COBO DEL ROSAL, M./QUINTANAR DIEZ, M.op.cit (Instituciones de Derecho Penal) pág. 196 y ss.

⁹⁵²VEGA GUTIERREZ JZ. op.cit (Mercado de valores en Derecho Penal) pág 386 citando a DIAZ Y GARCIA CONLLEDO M., “*El error sobre los elementos*”. Edit La Ley. 2008. pág 189-190.

⁹⁵³VEGA GUTIERREZ JZ. op.cit (Mercado de valores en Derecho Penal) pág 386. Citando a DIAZ Y GARCIA CONLLEDO.M, en LUZON PEÑA/MIR PUIG (dirs), *Cuestiones actuales*, 1999.Pg 82.

bien irrelevante o bien un error de prohibición, aunque admiten que si el error impide comprender los presupuestos mismos de la prohibición, estaremos ya frente a un error de tipo⁹⁵⁴.

A juicio de LUZON PEÑA, esta última postura es la más correcta, ya que puede haber casos en los que la errónea interpretación de un concepto jurídico impida, igual que si se tratara de un supuesto de error sobre el sustrato fáctico, el conocimiento de los presupuestos mismos de la prohibición y que, en consecuencia, dé lugar a un error de tipo⁹⁵⁵.

A la misma solución llegan autores como (BACIGALUPO y ARROYO), aunque sin distinguir entre el error que recae sobre el sustrato fáctico y el error que versa sobre el significado normativo; así, Bacigalupo señala que si bien el art. 14 guarda silencio en cuanto al tratamiento aplicable a los casos de error sobre elementos normativos, lo cierto es que nada impide la aplicación analógica de las reglas del error de tipo o de prohibición, lo que dependerá de la incidencia del error sobre los elementos positivos del delito. En tal sentido, sostiene este autor que “quien tiene un error sobre un elemento normativo no tiene conocimiento de todos los elementos del tipo, y por lo tanto, la analogía se da con el error de tipo y no con el de prohibición, dado que el error del autor no afecta su conocimiento de la relación entre el hecho y el derecho”⁹⁵⁶. Por su parte Arroyo entiende que si el sujeto desconoce la significación jurídica del elemento del tipo, desconoce a su vez, la antijuridicidad de su conducta, “pero su error es ya un error sobre el tipo que excluye el dolo y la aplicación del tipo doloso”, por lo que- a su juicio- “la falta de conocimiento de la antijuridicidad afecta en estos supuestos al dolo del tipo y no tan solo a la culpabilidad”⁹⁵⁷ y finalmente MUÑOZ CONDE cree que es inevitable considerar como error excluyente del dolo (error de tipo) todo error sobre elementos normativos o sobre elementos relativos a la antijuridicidad establecidos en los tipos penales respectivos⁹⁵⁸.

⁹⁵⁴DÍAZ y GARCIA CONLLEDO M. “El error en el Derecho penal económico” en *cuestiones actuales de Derecho penal empresarial* (dir) SERRANO PIEDECASAS/DEMETRIO CRESPO págs. 39-61

⁹⁵⁵VEGA GUTIERREZ JZ. op.cit (Mercado de valores en Derecho Penal) pág 387 citando a LUZON PEÑA D. *Curso de Derecho penal. Parte General I*. EditHispamer. Managua. 1997

⁹⁵⁶BACIGALUPO ZAPATER, op.cit (Principio de derecho penal). pág 235

⁹⁵⁷VEGA GUTIERREZ JZ. op.cit (Mercado de valores en Derecho Penal) pág 387-388 citando a ARROYO ZAPATERO, *Delitos contra la Hacienda Pública*, 1987. págs 123-126-127. A favor de esta solución invoca, además de las razones dogmáticas apuntadas, otros factores de índole práctico, tales como: a) que en el proceso penal puede tener mayor éxito el argumento del acusado relativo a que desconocía o malinterpretó la norma, y b) que las convicciones político criminales dominantes son proclives a reducir la intervención penal del Estado en materia de delitos económicos, por lo que para evitar un “puente de plata” a los infractores será preciso de legeferenda la creación de tipos imprudentes; a juicio de MUÑOZ CONDE op.cit(El error en Derecho Penal) pág. 131, éste último argumento sólo refuerza la idea de que el error que recae sobre elementos normativos constituye un error excluyente del dolo (error de tipo).

⁹⁵⁸VEGA GUTIERREZ JZ. op.cit (Mercado de valores en Derecho Penal) pág 388 citando a MUÑOZ CONDE, *El error en Derecho Penal* Edit Tirant lo Blanc edición primera 1989, pgs 60-143. Así también JESHECK/WEIDEND, *Tratado* (trad.OlmedoCardenete) , 2002, pg.330, consideran que el error de tipo puede recaer sobre la totalidad de los elementos objetivos del tipo, incluidos los conceptos jurídicos contenidos en éste y otros elementos normativos, ya que el dolo exige que el sujeto haya comprendido correctamente el significado de tales elementos en el marco de la valoración paralela a la esfera del

La teoría que sirve a VEGA GUTIERREZ , para encontrar sentido al error en el análisis del art. 285 de abuso de información privilegiada bursátil atiende al “criterio del sentido material auténtico del elemento”, teoría defendida por DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO en la doctrina española y que básicamente consiste en afirmar el dolo típico-con la consiguiente exclusión del error de tipo-cuando el sujeto conoce que en su hecho concurre el sentido o significado material auténtico, teniendo en cuenta que dicho “sentido” a veces es muy evidente (v.gr., cuando el legislador lo prevé expresamente), pero en ocasiones será más complejo de descubrir por el intérprete o aplicador del derecho⁹⁵⁹.

Dentro de los elementos normativos, el citado autor brinda especial relevancia a la distinción entre elementos de sentido y de valor, siendo los primeros aquellos cuyo sentido se hace comprensible por las normas de referencia (del tipo que sean), mientras que los de valor incorporan una valoración, frecuentemente negativa (v.gr, actos lúbricos o de exhibición obscena, cruel, etc); tal distinción es fundamental, pues- a su juicio- el tratamiento del error sobre los elementos de valor implica un mayor nivel de complejidad, mientras que en los elementos de sentido DÍAZ Y GARCÍA CONLLEDO sugiere que el error sobre la concurrencia del sentido material auténtico del elemento normativo es un error de tipo excluyente en todo caso del dolo⁹⁶⁰.

En el caso del art. 282 bis, podríamos admitir un error de tipo en la información económica que la sociedad debe publicar y difundir, en el sentido de que es compleja y puede no conocer este emisor toda la información que debe difundir (aunque está obligado) en un momento dado, aunque se nos hace del todo imposible que el mismo emisor no sepa la información económico financiera contenida en los folletos de emisión porque es información tasada y registrada por la CNMV, antes de ser definitivamente publicada y difundida.

3. Error de prohibición

El error de prohibición⁹⁶¹ no afecta a la parte subjetiva del tipo (dolo o imprudencia), sino a la culpabilidad, como sostiene la mayoritaria “teoría de la culpabilidad” y confirma en Derecho Español el art. 14.3 CP⁹⁶².

profano; así también, RODRÍGUEZ DEVESA/SERRANO GÓMEZ, DPE PG, 1995, Pg 626, CUELLO CONTRERAS, DPE PG , 2002. Pg 706.

⁹⁵⁹VEGA GUTIERREZ JZ. op.cit (Mercado de valores en Derecho Penal) pág 389 citando a DIAZ y GARCIA CONLLEDO, “el error en Derecho Penal económico” en SERRANO-PIEDECASAS/ DEMETRIO CRESPO (dirs) , *Cuestiones actuales de Derecho penal de empresa*, 2010. pág 51.

⁹⁶⁰VEGA GUTIERREZ JZ. op.cit (Mercado de valores en Derecho Penal) pág 389 citando a DIAZ y GARCIA CONLLEDO, en Luzón Peña/ Mir Puig dirs). *Cuestiones actuales*, 1999. pág 107.

⁹⁶¹VEGA GUTIERREZ,J.Z. op.cit (*Mercado de Valores en Derecho Penal*)pág 390.

⁹⁶²VEGA GUTIERREZ JZ. op.cit (Mercado de valores en Derecho Penal) pág 390 citando a LUZON PEÑA, Curso, 1997, pgs 466,467; por el contrario, en la doctrina española hay quienes, como MIR PUIG op.cit (Derecho Penal, parte general), págs552-558, defienden la teoría del dolo, absolutamente

Tampoco podríamos aceptar fácilmente la concurrencia de un error sobre la prohibición, precisamente por el argumento ofrecido respecto al error sobre el tipo en relación con el folleto de emisión, pues si mediante la legislación extrapenal, en concreto el art. 27 y ss. LMV exigen la firma y que una persona con capacidad de obligar a la empresa se responsabilice, no parece posible aceptar que esa persona tuviera un conocimiento deformado sobre la prohibición que haga concurrir en el supuesto un error de prohibición. Téngase en cuenta, añadimos por nuestra parte, que conforme al citado art. 27 LMV, del documento –folleto–, se refiere a la información que debe contener tanto respecto al emisor, como a los valores negociados. Deberá incluir toda la información “necesaria”, para que los inversores puedan evaluar la situación, por ejemplo, de los activos, pasivos, situación financiera, beneficios, pérdidas, etc.⁹⁶³.

Explica VEGA GUTIERREZ, que es muy difícil que un operador del mercado de valores pueda alegar error de prohibición, puesto que no es ciudadano medio normal, añadimos, sino una persona con cierto conocimiento del mercado de valores que además ahora debe pasar el test Mifid para clasificarse como tipo de inversor, y que nadie invierte su dinero sin estudiar antes donde lo invierte, aunque los mercados se hayan convertido en una ruleta rusa en los últimos años, los expertos saben qué y dónde recomendar y los grandes inversores difícilmente pierden dinero⁹⁶⁴.

Este autor opina que la regulación del error de prohibición contenida en el art. 14.3 establece una rebaja obligatoria de pena (1 o 2 grados) cuando el error fuera vencible, declarando la exención de responsabilidad criminal en los supuestos de error invencible, y que precisamente esta solución ofrecida por la norma es criticada por los efectos prácticos que genera en el Derecho penal económico. En este sentido también, BAJO FERNANDEZ sostiene que esta regulación parte del supuesto de la escasa posibilidad de un error de prohibición en los delitos tradicionales “en los que la conciencia de la antijuridicidad forma parte del conjunto de reglas éticas que regulan el comportamiento ordinario del sujeto, tales como el homicidio, la falsedad, el robo o la violación”; sin embargo sostiene que en el ámbito del Derecho administrativo y en el Derecho penal económico, en los que la conciencia de la antijuridicidad está supeditada al conocimiento de la norma, la extensión del castigo a todos los casos de error de prohibición vencible supone una vulneración del principio de intervención mínima y un abuso del *iuspuniendi* por parte del legislador⁹⁶⁵.

minoritaria en Alemania. En tal sentido, este autor sostiene que el art. 14.3 CP no acoge, necesariamente, la teoría de la culpabilidad, por lo que – a su juicio- también podría interpretarse desde el prisma de una teoría del dolo matizada por la admisión de un distinto tratamiento del error excluyente del dolo natural y del error que no excluye el dolo natural, sino que solo impide que este se convierta en *dolus malus*.

⁹⁶³COBO DEL ROSAL, M./QUINTANAR DIEZ, M. Instituciones de Derecho Penal. Parte General. Madrid, 2004. pág. 196 y ss.; ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit (*Los delitos bursátiles*) pág. 201.

⁹⁶⁴VEGA GUTIERREZ JZ. op.cit (Mercado de valores en Derecho Penal) pág 391.

⁹⁶⁵VEGA GUTIERREZ JZ. op.cit (Mercado de valores en Derecho Penal) pág 391 citando a BAJO FERNANDEZ op.cit (El error de prohibición) pág 5496;

Y concluye sugiriendo BAJO FERNÁNDEZ, que no es necesario esperar la reforma de dicho precepto para salvar los efectos negativos que se producen en materia de delitos económicos, por lo que en atención al juicio moral o ético social sobre el comportamiento humano que rige en la sociedad española- debe presumirse que la aplicación de la norma al caso concreto estará condicionada por esta mentalidad al momento de interpretar los elementos valorativos que determinan la vencibilidad o invencibilidad del error, de manera que- desde esta perspectiva- habría que admitir la impunidad del error vencible de prohibición cuando se trate de delitos en los que la conciencia de la antijuridicidad dependa del conocimiento de la norma, lo que determinará ya el carácter invencible del error⁹⁶⁶.

⁹⁶⁶BAJO FERNANDEZ M, op.citpág 5496

CAPÍTULO VI.

FORMAS ESPECIALES DE APARICIÓN DEL DELITO

I. ITER CRIMINIS

1. Actos preparatorios

Explica MUÑOZ CONDE, que el concepto de ejecución, como el de consumación, es de naturaleza formal y va referido al tipo delictivo concreto de cuya ejecución se trata. De ahí se desprende que para la distinción entre acto ejecutivo (punible) y acto preparatorio (en principio impune, salvo que se le haya elevado a la categoría de delito autónomo, como los del art. 400: tenencia de útiles para la falsificación de moneda o de documentos y el art. 371: tenencia de precursores para la elaboración de drogas), haya que recurrir, en principio a una teoría formal. Es decir, por imperativo del principio de legalidad, sólo lo que, conforme a los criterios de interpretación normalmente aplicables a la ley penal (gramatical, histórico, sistemático y teleológico) pueda considerarse como “ejecución del delito” y, por lo tanto, del tipo, debe entrar a formar parte del concepto de tentativa⁹⁶⁷.

En los casos en que su punibilidad esté expresamente prevista, la conspiración, proposición y provocación se castigan con la pena inferior en uno o dos grados a la señalada para el delito correspondiente.

Dada la naturaleza de participación intentada de estas figuras, se rigen también por el principio de accesoriedad limitada, en éste caso hipotética, ya que no es necesario que se llegue a la realización del hecho proyectado. Esto quiere decir que, por lo menos, el hecho proyectado debe constituir el tipo de injusto de un delito, aunque falte la culpabilidad en quién o quienes vayan a realizarlo⁹⁶⁸. En consecuencia los actos preparatorios destinados a la falsificación de las informaciones económico-financieras contenidas en el folleto de emisión o las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la LMV sin llegar al registro de la CNMV quedarían impunes.

De acuerdo con los art. 17.3 CP por el que la conspiración y la proposición para delinquir sólo se castigarán en los casos especialmente previstos en la ley, y el art 18.2 CP en el que la provocación se castigará exclusivamente en los casos en que la ley así lo prevea, y al conectarlo con el capítulo referente al mercado y los consumidores donde se ubica el art. 282 bis CP, al no estar expresamente previstos por la Ley, los actos preparatorios en el art. 282 bis, quedan impunes.

⁹⁶⁷MUÑOZ CONDE.F y GARCÍA ARÁN.M, *Derecho penal, Parte general*. Edit Tirant lo Blanch. Valencia. 2010. pág 417.

⁹⁶⁸MUÑOZ CONDE.F y GARCÍA ARÁN.M, *op.cit*pág 449.

2. El momento de la consumación del delito en el art. 282 bis párrafo 1º

La consumación del tipo básico requiere que el instrumento financiero de que se trate haya sido admitido a negociación, pudiendo acceder a él los terceros⁹⁶⁹.

Si el delito puede dividirse hipotéticamente en dos momentos consumativos; tendríamos en un primer momento, al exigirse únicamente la falsedad en los documentos citados, el delito se consuma cuando se realiza tal acción siempre que venga acompañada de alguna de las intenciones descritas anteriormente, es decir, que sería un delito de falsedad documental. Así es entendido por la mayoría de la doctrina (PUENTE ABA, FARALDO CABANA, MARTÍNEZ-BUJAN, ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, y GONZALEZ RUS, para quién en un primer momento en el párrafo primero se castigaría expresamente una falsedad en documento mercantil, semejante a la del art. 392.1, y que sería atípica conforme al mismo dado que en ese precepto no se contemplan las falsedades ideológicas⁹⁷⁰).

Por el contrario, en un segundo momento consumativo, otro sector de la doctrina entiende que el delito se consuma, cuando se publican o difunden tanto los folletos como la información económico-financiera.(MORALES GARCIA, RODRÍGUEZ PUERTA-MORON LERMA, MENDOZA BUERGO, BROSETA/MARTINEZ SANZ Y MARTÍNEZ-BUJAN, en su segunda hipótesis en la que le satisface mejor político-criminalmente, en la que aduce que el *iter* (desde que la sociedad decide emitir el valor hasta su efectiva negociación) no es el mismo que el de la publicidad falsa, por lo que sería lógico que la consumación no se produzca hasta que la publicidad esté en condiciones de llegar al consumidor, porque ése es el momento en el que por regla general, debe situarse la vulneración efectiva del bien jurídico e igual GONZÁLEZ RUS al analizar el tipo del 282bis donde explica que sería cuando se difunde o publique la información falseada⁹⁷¹).

⁹⁶⁹SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ op.cit (El delito de estafa de inversiones) pág. 398.

⁹⁷⁰FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1089; MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Derecho penal económico*). 1999. pág. 266; PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 68 especialmente; GONZALEZ RUS, J.J. op.cit (Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones). pág. 606. El legislador ha querido que la conducta sólo sea posible cuando suponga un peligro real para los intereses económicos de los demás intervinientes en el mercado de valores.

⁹⁷¹BROSETA/MARTÍNEZ SANZ, *Manual de Derecho Mercantil*. EditTecnos. Madrid. 2011. pág 292. En el caso concreto del folleto de emisión se considera que se pone a disposición del público cuando se publique en alguna de las formas previstas en el art. 25.2 R.D 1310/2005, esto es: en uno o más periódicos; en formato impreso puesto a disposición del público del mercado en el que los valores se admiten a negociación; o en formato electrónico en la página web del emisor, del mercado en el que se admite a negociación o de la propia CNMV.MARTINEZ-BUJAN PÉREZ. op.cit (Estafa de inversiones) pág 129, también GONZALEZ RUS JJ, op.cit (Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociado en los mercado de valores y la estafa de inversiones), pág. 606.

Los tipos cualificados, atendiendo a su redacción, habrían de consumarse cuando el autor obtiene de forma efectiva la financiación pretendida. Ello genera importantes problemas concursales con el delito de estafa, como veremos.

En suma, será necesario para entender consumado el delito de estafa de inversiones que la información se haya falseado con un determinado fin, y que además el que ha elaborado esa información sea consciente y lo haya hecho con el fin de captar inversores u obtener financiación⁹⁷².

En el tipo básico del párrafo primero del art. 282 bis CP la consumación a nuestro entender se produce en el instante en que se lleva a cabo la acción de falsear la información, siempre y cuando en dicho momento se acredite en el ánimo del agente la presencia de alguna de las específicas intenciones descritas como elementos subjetivos del injusto (captar, obtener, colocar). No es necesario, desde luego, que el autor llegue a obtener la inversión, el depósito, la colocación del activo o la financiación; si esto sucede, se aplicará el tipo cualificado del párrafo 2º, siempre que además se acredite el perjuicio para los sujetos pasivos.

Ahora bien, con lo anterior “no está dicho todo” sobre el instante concreto en que se produce la consumación, puesto que, una vez que se confecciona la información falsa por parte del administrador, es preciso determinar cuándo entra realmente esa información falsa en el tráfico jurídico o, dicho con mayor precisión, cuándo se produce, en concreto, la afectación al bien jurídico tutelado en el art. 282 bis⁹⁷³.

Ahora bien, a diferencia de otras legislaciones comparadas (el falso prospecto art. 173 TUF italiano) es requisito la “comunicación de datos falsos”. Si se separa en la dicción del art. 282 bis párrafo primero, lo que se precisa para la consumación es la acción falsaria del sujeto activo (administrador de hecho y/o derecho), en el contenido informativo de los folletos “o las informaciones que la sociedad debe difundir y publicar”, luego estas acciones son posteriores al comportamiento falsario del autor que el que se penalice, siempre (que se pruebe) el propósito de la captación de inversores. En consecuencia no se requiere que esa información llegue a publicarse y/o difundirse.

Así en esta línea interpretativa, explican FARALDO CABANA y PUENTE ABA no habría que esperar hasta el momento de la efectiva difusión pública de la información para entender consumado el delito⁹⁷⁴.

⁹⁷²ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit (*Los delitos bursátiles*) pág. 200.

⁹⁷³MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Estafa de inversores) pág. 127 - 128. ; también del mismo autor “Derecho penal económico y de la empresa”. pág. 330; y además FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1089 y ss.

⁹⁷⁴FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1089; PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores). pág 68.

No obstante, como explica MARTINEZ-BUJAN PEREZ (y hemos visto nosotros en el capítulo correspondiente), hay al menos dos posibilidades para entender “consumado el delito”, añadiendo por nuestra parte, que ello se produce porque el art. 282 bis, remite a un ley penal en blanco, (como lo es la LMV), y en ésta (y siguiendo el razonamiento del autor citado), teóricamente podrían distinguirse momentos intermedios, o sea, entre el inicial de la mera recepción de la información falsa por parte de la CNMV y la efectiva difusión entre el público (esencialmente, el momento de la verificación previa por la CNMV del cumplimiento de los requisitos, la cual puede denegar motivadamente la verificación en ciertos casos, conforme al art. 6 RD 1310/2005, y el de la autorización del organismo rector del correspondiente mercado secundario concreto en el que vaya a negociarse el valor, vid. art. 32 LMV; además, en el caso concreto del folleto, el momento de su aprobación por la CNMV, diez días después de su presentación, y el de su inscripción en el correspondiente registro administrativo que ha de llevar la CNMV conforme al art. 92 c) LMV). Sin embargo, creemos que esas posibilidades intermedias deben ser descartadas, tanto por razones dogmáticas como político-criminales, razones que se deducen de las consideraciones que exponemos a continuación respecto a las dos soluciones básicas apuntadas, que responden fielmente a la doble naturaleza que se puede predicar del delito analizado⁹⁷⁵.

Así las cosas, las posibilidades que expone MARTINEZ-BUJAN PÉREZ y que analizamos, serían las siguientes:

a) Una posibilidad sería entender que la consumación se produce ya cuando el documento falseado se presenta ante la CNMV y es objeto de registro. Esta interpretación es la que se ajusta mejor al tenor literal del precepto y a la naturaleza de un genuino delito de falsedad documental construido como un delito de resultado cortado, dado que es en ese momento cuando el administrador (constatado el específico propósito antijurídico que lo anima) ya ha culminado completamente la ejecución de hecho típico y el documento entra en el tráfico jurídico con su potencialidad para desplegar todas sus consecuencias⁹⁷⁶.

b) La otra opción sería la sostenida por autores como RODRIGUEZ PUERTA-MORON LERMA y MORALES GARCIA en que la consumación se

⁹⁷⁵MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 129; también del mismo autor op.cit“Derecho penal económico y de la empresa”. pág. 330.

⁹⁷⁶MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 129; también del mismo autorop.cit (Derecho penal económico y de la empresa) pág. 330. Ahora bien, una vez que se confecciona la información falsa por parte del administrador, es preciso determinar cuándo entra realmente esa información falsa en el tráfico jurídico tutelado en el art. 282 bis. Ante tal interrogante, hay al menos dos posibilidades: una sería entender que la consumación se produce ya cuando el documento falseado se presenta ante la CNMV y es objeto de registro; otra consiste en entender que la consumación se produce en el momento en que la información falsa es efectivamente difundida entre el público, solución que ha sido sostenida en nuestra doctrina. Así las cosas, el alcance de la tentativa dependerá, obviamente, de la posición que se adopte con respecto al momento consumativo.

produce en el momento en que la información falsa es efectivamente difundida entre el público⁹⁷⁷.

Conforme a este criterio (que a nuestro juicio no es la *mens legislatoris* del art. 282 bis) contrario al dictado del precepto aludido, ya que no es condición imprescindible que la información fuera difundida al “público colectivo de inversores”. Y ello porque entienden que se está refiriendo a “valores negociados”, que todavía no se han emitido, por lo que a tenor de ese razonamiento si no se ha concluido la “negociación de valor” no se integra en el tipo penal por lo que entendería MORALES GARCIA que sólo podríamos calificar el hecho como tentativa⁹⁷⁸.

En esta línea interpretativa también se situaría MENDOZA BUERGO para quien la consumación no bastaría con falsear la correspondiente información, sino también haber publicado la misma. Y en su opinión la configuración del comportamiento típico parece cerrar la posibilidad de apreciar tentativa. Así en línea con este razonamiento explica el supuesto que no se haya llegado a publicar el documento con la información falsa por razones ajenas a la voluntad del sujeto activo o incluso que el autor comience el comportamiento falsario sin poder acabarlo⁹⁷⁹.

Desde nuestro punto de vista esta concepción del momento consumativo partiría de la explicación que es necesario que el folleto o información económico-financiera estuviese a disposición del público “inversor”. Mantenemos, que no es así, ya que nada dice el art. 282 bis, en ese sentido, y lógico sería pensar ciñéndose a la regulación legislativa, que el momento “consumativo” se produce cuando se presenta la información falseada a la CNMV para su verificación, comprobación y registro en el tipo básico.

Nos parece adecuado el análisis sobre los diferentes momentos consumativos que explica BONILLA PELLA refiriéndose a la información

⁹⁷⁷RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORÓN LERMA, E.op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores) pág. 314. El delito se consumaría con la difusión o publicitación de información financiera “falsa”. También MORALES GARCÍA, O.op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis) pág. 235; Para PAREDES CASTAÑON, J.M., “Los delitos de peligro como técnica de incriminación en el Derecho penal económico: bases político-criminales”. En *RDPCR*, nº 11. 2003. Pág. 153, para quien la interacción normal del delito es que la consumación se produzca cuando llega la publicidad al consumidor, es cuando se “vulnera el bien jurídico” y esa interacción no se produce con el simple acto comunicativo. En cambio en el art. 282 bis la imposibilidad de una interacción normal se produce ya en el acto comunicativo en el que el sujeto activo transmite la información falsa a la autoridad reguladora, es decir, la entrega a la CNMV.

⁹⁷⁸MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis) pág. 235, además, que entre la emisión del valor (acompañada del folleto) y su efectiva negociación en el mercado regulado media un largo *iter*, en el transcurso del cual el folleto deberá ser objeto de registro en la CNMV y el valor habrá de ser admitido a cotización, lo que, entre otras cosas, exigirá el acuerdo correspondiente con la entidad gestora del mercado regulado de que se trate (conforme a lo señalado en los arts. 5 y ss. del RD 1310/2005, donde se regulan los requisitos de admisión a negociación de valores en mercados regulados).

⁹⁷⁹MENDOZA BUERGO, B. op.cit (Delitos patrimoniales, delitos contra el mercado –art. 282 bis CP–). pág. 1213. Nº 12004.

destinada a la CNMV y su posterior publicación. Para el autor el falseamiento hecho con el propósito de captar recursos en cualquiera de las formas previstas, consume el delito, la diferencia sustancial explica afecta al contenido del falseamiento, pero no a las modalidades de éste. En su análisis sobre la “falsedad frente a publicación de información falsa”, señala que el proceso que lleva a la publicación de la información, al menos en los que se refiere a los folletos informativos, es largo y complejo y en él intervienen numerosos sujetos, fundamentalmente reguladores. En todo caso la CNMV, pero también el Banco de España en ocasiones. El proceso que termina con la publicación, comienza con la presentación de un primer borrador ante la CNMV, que es devuelto con comentarios, sucediéndose numerosos intercambios de borradores y comentarios hasta llegar a un texto final. No son pocas las ocasiones en que no tiene lugar la publicación ni la emisión. A veces, ocurre por simples circunstancias del mercado, otras porque la CNMV considera que la información no es suficiente o que es deficiente. Ante esa sucesión de intercambios, de negociaciones, de verdaderos tiras y aflojas entre el emisor y el regulador, difícilmente puede entenderse que la falsedad en la información remitida en algún momento a la CNMV pueda tener relevancia típica si no llega a publicarse. Es aquí donde encontramos una contradicción en el autor que ya nos decía que con la falsedad de la información, el delito quedaba consumado⁹⁸⁰.

Pueden además producirse otra serie de cuestiones o circunstancias ajenas o no al emisor que pueden alterar la información como por ejemplo: la corrección de la información falsa remitida inicialmente, por el emisor al supervisor, bien por el propio emisor o bien por instrucciones de aquél, así como la intervención en el proceso de terceras entidades como son el director de la emisión o los asesores y auditores del emisor. Además da una idea para una posible argumentación en la defensa de los autores del delito y es que con los diferentes momentos que se producen en el *iter*, las falsedades en el proceso de negociación con la CNMV difícilmente podrían considerarse típicas, ya que podría argumentarse que esas informaciones inicialmente intercambiadas no se proporcionaban con la idea de su publicación inmediata, sino con la intención de ser objeto de discusión con el supervisor. Lo que no puede constituir objeto del delito, a juicio de BONILLA PELLA son las informaciones remitidas a la CNMV, aunque sean falsas, si la finalidad de esa información no es la difusión o publicidad, ya que no pone en peligro el bien jurídico protegido por el tipo al no poder hacerse accesible la información a los potenciales inversores. Y concluye con una contradicción en la que sostiene que el delito no se habrá cometido en grado de tentativa cuando se falseen los documentos aunque no se lleguen a difundir, ya que con el falseamiento se produce ya la consumación, con independencia de que se llegue a difundir la información falseada⁹⁸¹.

⁹⁸⁰BONILLA PELLA J.op.cit pág.571

⁹⁸¹BONILLA PELLA, J.op.cit (Estafa de inversiones) pág 571. N° 6250-6251 Y precisa el autor, que normalmente la CNMV procura tener un único interlocutor, pero muchas veces esto no es posible por la especialidad de las distintas materias que tratan en estos procesos. Siendo esto así, el número de variables se multiplica y a las dificultades teóricas para considerar la eventual falsedad como relevante jurídico-penalmente se unen las dificultades prácticas para determinar el origen de la falsedad. Además la

Esta contradicción puede resolverse decantándonos por entender que sea consumado cuando se entrega la información falseada a la CNMV para ser registrada, antes de que se publique, puesto que así puede deducir de la lectura del tipo básico del delito.

3. Nuestra opinión en torno al momento de la consumación del delito: “falseamiento versus publicación”

No podemos entender que como explican RODRIGUEZ PUERTA-MORON LERMA el delito se consuma en el momento que el folleto o información económico-financiera esté a disposición del público “inversor⁹⁸²”.

Por nuestra parte, no creemos que el legislador esté pensando en ese “momento consumativo”, sino cuando se presenta la información falseada a la CNMV, y no habría que esperar a que en el mercado secundario se produzca la contratación del “valor negociable”.

Aunque parezca una obviedad, debe entenderse lo que es un mercado primario en el que circulen los valores, de un mercado secundario en el que se produce la contratación del “valor negociable”.

Cuando se alude a la consumación del delito, la discusión se centra, por un lado, en quienes piensan que lo es en el momento de la “emisión” en el mercado primario de los valores (opinión que sustentamos nosotros en base a la “*inteligencia legislatoris*” del precepto y la remisión que hace al mercado de valores) y, por otro lado, quienes piensan que se produce en el momento en que los valores son negociados en el mercado secundario. Así las cosas, en el caso de

intervención del supervisor debería limitar las falsedades relevantes a aquéllas que se basen en datos fácticos falsos proporcionados por la entidad emisora. Todo ello, lleva a pensar que sólo pueden considerarse como falsedades, a los efectos del art 282 bis, aquéllas que figuren en el documento final que se publique o esté destinado a la publicación si ésta no tiene lugar, y siempre que se basen en datos fácticos falsos proporcionados por el emisor.

⁹⁸²RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORÓN LERMA, E. op. cit. (Delitos relativos al mercado y a los consumidores. pág. 314). Opinan que el delito se consuma con la difusión o publicitación de información financiera falsa. En nuestra opinión, discrepamos de este criterio, pues como hemos analizado el art. 282 bis, no exige *per se*, el requisito de la publicidad del valor y/o folleto. Tampoco coincidimos con la reflexión de MORALES GARCIA, O. op. cit. (fraude de inversiones). pág., 235, para quien desde la emisión del valor (acompañada del folleto) y su efectiva negociación, media un “*largo iter*”, en el que el folleto debe ser objeto de Registro en la CNMV...; pero este Registro, como hemos señalado, no es un requisito constitutivo, sino una simple exigencia administrativo-formal, y no de control sustantivo del valor o folleto. A nuestro modo de ver, la negociación o comercialización de los valores ni es, ni puede ser (como indicábamos en el Cap. V –la conducta típica-) por tanto el resultado que determine la consumación de este delito. La “información” es el objeto material de la conducta. En este sentido, GONZALEZ RUS, J.J. op. cit. (Reformas pretendidas en los delitos relativos al mercado y a los consumidores) <http://librosRevistas-derechoVlex.es>. También el mismo autor, op.cit. (Delitos de falsedad documental de información sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones) pág. 603 y 604.

los valores cotizados, una vez que hubieran salido a Bolsa; en caso contrario el falseamiento sería atípico⁹⁸³.

Ahora bien, no debemos olvidar que existen valores cotizados y otros no. Ya que las sociedades que operan en los mercados de valores, pueden hacerlo a través de instrumentos financieros muy variados y “no siempre cotizados”.

De ahí que como opina MENDOZA BUERGO se limita también el tipo de sociedad o aquella que siendo o no cotizada en Bolsa emita algún valor negociado en un mercado de valores nacional (por ejemplo, Cajas de Ahorro, o entidades no nacionales que emitan valores negociados en mercados españoles⁹⁸⁴).

Naturalmente se excluirán aquellas sociedades que actúan al margende los mercados de valores. De todas formas, el legislador se refiere a las sociedades que emiten valores negociables en un “mercado de valores” concepto más amplio que las sociedades cotizadas.

Y como dice RECALDE CASTELLS la lista de valores negociables es abierta y se extiende incluso a figuras “análogas”⁹⁸⁵.

El falseamiento es difícil ya que debe proceder la aprobación de la CNMV del folleto en cuestión y/o instrumento económico-financiero pudiera entenderse que el sujeto activo, falsea la información en la descripción de las características de los riesgos, de las condiciones de la oferta, todo ello entendiendo que la consumación del delito se produce con la emisión de los valores negociables con la puesta a disposición del folleto en la CNMV y no tanto en su efectiva distribución en el público.

En nuestra opinión, (ya examinado supra) la pretensión del legislador con la inclusión de este nuevo delito del art. 282 bis es la protección de los inversores particulares que pueden ver lesionados sus patrimonios al vulnerarse la regla de la transparencia y veracidad en la información de los instrumentos económico-financieros y el correcto funcionamiento del mercado financiero.

⁹⁸³GOMEZ MARTIN, V. op.cit (Sabotaje informático, top manta, importaciones paralelas y fraude de inversores: ¿algunos exponentes de un nuevo derecho penal económico?). En Revista Jurídica de Cataluña (RJC), Vol. 109, nº 4, 2011. págs. 15 - 16; también BONILLA PELLA, Jop.cit. (Delitos relativos al mercado y a los consumidores)pág. 2552.

⁹⁸⁴MENDOZA BUERGO, B. op.cit (Delitos patrimoniales, delitos contra el mercado) pág. 1212. Nº 12004.

⁹⁸⁵RECALDE CASTELLS, A.op.cit (Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores) pág. 120; también HIERRO ANIBARRO, S.op.cit (Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizados). pág. 135; y BONILLA PELLA, J. op.cit (Estafa de inversiones) pág. 277-2542-; RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E. op.cit (Estafa de inversores) pág. 314 y ss.; SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ op.cit (El delito de estafa de inversiones)pág. 395.

Finalmente, y como resumen y elemento determinante para entender la “consumación del delito”, cabe concluir que el valor negociable debe ponerse siempre en conexión con la idea de emisión de valores negociables. Y en coherencia con esta afirmación el falseamiento de la información puede producirse ya desde el momento en el que se presenta los valores a verificación y comprobación en la CNMV. Por ejemplo, porque el administrador de hecho y/o derecho falsee los informes financieros o los estados financieros semestrales o anuales que reflejan una imagen no veraz del patrimonio o de la situación económico-financiera. También porque se falsee el plan de auditoría interna o porque se falsea la documentación de las actividades que como dice LOPEZ SANTANA hubieran de ser “subcontratadas y/o externalizadas⁹⁸⁶”.

Estos sujetos activos al participar en la gestión de los valores negociables pueden ejecutar esta “falsedad documental”. Piénsese, como muy bien explica PUENTE ABA, son sujetos idóneos para llevar a cabo falsedades en el ámbito de la inversión, además del folleto, el art. 282 bis CP habla de otros documentos que la sociedad debe publicar y difundir sobre sus recursos, actividades, y negocios presentes y futuros con el propósito de captar inversores⁹⁸⁷.

Desde nuestro punto de vista y en relación a la “consumación del delito” (como hemos analizado supra) el delito se consume no solo con las falsedades respecto a los valores que lleguen ciertamente a negociarse, sino atendiendo a la *ratio* del legislador en el art. 282 bis CP, “también a los que estén en negociación”.

Sin embargo, como explica MARTINEZ-BUJAN PÉREZ, a esta interpretación, la segunda posibilidad dónde se consumaría el delito cuando efectivamente se difundiera la información públicamente, cabe efectuar una objeción de índole político-criminal, en la medida en que una conducta así definida ya tendría perfecto acomodo en el delito del art. 290 en la práctica totalidad de los casos, con lo que el art. 282 bis CP sería superfluo, y, además, el nuevo delito no vendría a cubrir el ámbito de criminalidad que resulta más necesario, esto es, el de una publicidad falsa cualificada, por realizarse en el terreno del mercado de valores (en la que el peligro típico únicamente se materializa cuando la falsedad es realmente difundida entre sus destinatarios y cualquiera de éstos puede tener acceso a ella). Aunque ciertamente en el art. 282 bis solo se castigaría la conducta de difundir la información falsa por aparte del propio administrador-falsificador⁹⁸⁸.

El art. 282 bis, como hemos visto permite imponer una mayor pena que el art. 290; y se parte (como pensamos nosotros) que el delito del art. 282 bis se

⁹⁸⁶LOPEZ SANTANA, N.op.cit (Los protagonistas del tráfico desarrollado en los mercados de valores) págs. 86- 87.

⁹⁸⁷PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores). págs. 71 - 72.

⁹⁸⁸MARTINEZ-BUJAN PÉREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 131

consume en el momento de la presentación ante la CNMV; se argumenta por la doctrina que no existe razón que justifique esa mayor penalidad. Sin embargo, a nuestro juicio, esa mayor pena, la impone el legislador precisamente por tratarse de un producto, el “bursátil” que exige una transparencia, control y veracidad constante por la propia mecánica de los mercados de valores⁹⁸⁹.

4. Tentativa

La tentativa dependería del momento en que se considera consumado el delito. Así BONILLA PELLA, es de la opinión que no puede sostenerse que el delito se haya cometido en grado de tentativa cuando se falseen los documentos aunque no se lleguen a difundir, ya que con el falseamiento se produce ya la consumación, con independencia de que se llegue a difundir la información falseada.

Por el contrario MENDOZA BUERGO entiende que en la consumación del delito debe requerirse no sólo falsear la correspondiente información, sino también haber publicado la misma. Frente a la opinión, continúa la autora, de que la configuración del comportamiento típico parece cerrar la posibilidad de apreciar tentativa, cabe pensar en el supuesto en que no se haya llegado a publicar el documento con la información falsa por razones ajenas a la voluntad del sujeto activo o incluso, que el autor comience el comportamiento falsario sin poder acabarlo. Asunto distinto es que tal conducta por sí misma merezca sanción penal, puesto que resulta muy alejada de la lesión de los bienes jurídicos protegidos. Además en el tipo básico del art 282 bis no se exige que se llegue a producir la inversión o financiación⁹⁹⁰.

Situados en la posición interpretativa segunda, entendiéndose el momento de la consumación, cuando la difusión de información se da entre el público, el autor de la falsedad podría desistir válidamente de la tentativa emprendida en tanto en cuanto no se hubiese producido la efectiva negociación del valor, con arreglo a la norma general del desistimiento recogida en el art. 16-2 y 3 del CP, o sea, en la medida en que sea él quien evite voluntariamente la consumación del delito; de lo contrario, si la falsedad en la información se descubre al margen de su propio desistimiento, será castigado por tentativa⁹⁹¹.

⁹⁸⁹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit. pág. 131.

⁹⁹⁰MENDOZA BUERGO, B. op.cit (Delitos patrimoniales, delitos contra el mercado –art. 282 bis) pág. 1213. Nº 12005. También la misma autora op.cit (Falsedad de la información económica financiera, para inversores año 2016) pág. 1292 nº12005.

⁹⁹¹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 132. Otra cuestión, como indica MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis) pág. 232, sería excluir el falseamiento de folletos que no pretenden negociar los valores en “mercados secundarios”. En estos casos el bien jurídico no se asentaría tanto en la protección de la información que debe proporcionarse a los inversores, cuanto en la propia robustez de los mercados secundarios con la particularidad añadida de que carecería de sentido la mención del folleto como referente informativo. Y es que, en efecto, según se explicará después, el emisor puede quedar exento de la obligación de publicar el folleto, sea por las características de los valores emitidos, sea por las del potencial inversor; y si los bonos de ahorro emitido

También el mismo autor, nos habla de que cabría hablar de tentativa inacabada antes de que el documento sea presentado a la CNMV, (tomando como válida la primera hipótesis, dónde el falseamiento consuma el delito) cuando se llevan a cabo conductas tendentes a configurar la información falsa, y explica el autor que una vez que la información es registrada en la CNMV el delito se consuma y ya no podría beneficiarse el autor de la figura del desistimiento, aunque el 282 bis no la prevé como causa de anulación de la pena, pero sí en el Derecho alemán en los arts. 264 a y 265 b del StGB como hemos visto en el capítulo de derecho comparado⁹⁹².

La opinión sustentada por RODRIGUEZ PUERTA-MORON LERMA (analizada *supra*) con su tesis podría hablarse de “tentativa”. Si entendemos que la acción falsaria requiere de la inscripción en el registro de valores de la CNMV, podría hablarse de “tentativa inacabada” antes que el documento esté en la CNMV, y una vez registrada la información, estaríamos ante un delito consumado. Por el contrario si la consumación se produce en el momento que el folleto o información económico-financiera está distribuida ya entre el público, podría apreciarse la fase de tentativa, si los folletos y/o los instrumentos económico-financieros no estuviesen distribuidos y/o difundidos entre el público.

Para GONZÁLEZ RUS, nada impediría apreciar la tentativa cuando la difusión o publicación de los folletos con la información falsa no llega a producirse por causas ajenas al autor⁹⁹³.

FARALDO CABANA considera que puede haber tentativa con el simple falseamiento, sobre la base de entender que se trata de un “delito de emprendimiento”, que en sí mismo consiste en una tentativa que se eleva a la categoría de delito autónomo. Sin embargo, el hecho de que se trate de un delito de emprendimiento no se opone a admitir la tentativa, puesto que lo decisivo es

por una sociedad de valores con publicación de folleto son nominativos, queda excluida la posibilidad de negociación en mercados secundarios. Vide también MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 133. Para SANTANA VEGA, D./GOMEZ MARTIN, V. op.cit (Art. 282 bis). pág. 624, en el tipo “no se incluyen los folletos de valores que no van a ser negociados”. MORALES GARCÍA, O.op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis) pág. 232, quien distingue correctamente entre las conductas tendentes a configurar un folleto con información falsa y el falseamiento en este sentido estricto del folleto.

A este ámbito de tentativa es al que se refieren RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORÓN LERMA, E. op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores) pág. 314, al afirmar que “podrá apreciarse el delito en fase de tentativa, cuando los folletos o cualesquiera otros documentos falseados no se hubieran distribuido o difundido”.

Y MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis) pág 232. Cuestión diferente es (como añade este autor en la pág. 236) valorar la decisión del legislador penal de excluir de la órbita típica el falseamiento del folleto emitido por sociedades que no pretenden negociar los valores en mercados secundarios. Tal exclusión no posee una explicación razonable. *Prima facie*, cabría pensar en que, dado que los mercados secundarios son objeto de una minuciosa regulación y de un riguroso control, existirían mayores necesidades político-criminales de castigo penal.

⁹⁹²MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 131-132.

⁹⁹³GONZALEZ RUS JJ op.cit. (Delitos de falsedad documental de información sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones) pág.606

que la conducta del falseamiento de la información admita, a su vez, una ejecución imperfecta⁹⁹⁴.

Desde otra perspectiva, se entiende así, explica GALAN MUÑOZ, perfectamente que el legislador haya optado por configurar este delito como un verdadero delito de peligro abstracto, ya que, al hacerlo conseguirá que el desistimiento voluntario carezca prácticamente de trascendencia en relación a este tipo de conductas⁹⁹⁵.

Máxime si se parte, como aquí se hace, de que, al encontrarnos ante un delito de mera actividad y peligro abstracto, no cabe apreciar su realización en grado de tentativa⁹⁹⁶.

Nuestra opinión en torno a la tentativa, en coherencia con el momento de consumación, es que, en términos generales, no se puede dar porque lo entendemos como un delito de mera actividad en el que la falsificación de la información económico financiera en los folletos de emisión u otras informaciones que la sociedad deba publicar o difundir consumarían la acción delictiva en el tipo básico del art. 282 bis.

II. AUTORÍA Y PARTICIPACIÓN

1. Cuestiones preliminares; las diferentes teorías de imputación objetiva en la autoría y participación en los delitos socioeconómicos

Respecto a la autoría en primer lugar, dejamos claro que el artículo 282 bis señala específicamente a los administradores de hecho y de derecho de una sociedad emisora de valores negociables en el mercado de valores, y que su estudio en profundidad con las características y problemática, la hemos tratado y analizado en profundidad en el Capítulo III “Los Sujetos”. No obstante, lo analizamos desde otra perspectiva en el punto de la autoría del art. 282 bis.

El problema está en resolver la participación en el delito y el posible dilema de la participación de personas que no son administradores de hecho o de derecho pero que cooperan con actos necesarios a la realización del tipo del art. 282 bis, entre los cuales estarían los auditores, los contables o la persona responsable de la negociación con la CNMV sobre el folleto, y la resolución de su participación como autor, coautor, autor mediato o cooperador necesario.

Explica MUÑOZ CONDE que en los delitos especiales propios, el particular sólo puede responder, en todo caso, como partícipe del delito especial.

⁹⁹⁴FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1089

⁹⁹⁵GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP) pág. 140.

⁹⁹⁶PRAT WESTERLINDH, C. op.cit (Estafa de inversores) págs. 7 y ss.

Sin embargo, tras la reforma por L.O 15/2003, de 25 de noviembre, el art. 65.3 CP, siguiendo una línea jurisprudencial ya previamente establecida, autoriza a los tribunales parapoderar en estos casos al inductor o al cooperador necesario la pena inferior en grado⁹⁹⁷.

El problema dogmático consiste en hallar el criterio material que permita atribuir a los que deciden la ejecución de un hecho delictivo la cualidad de autor, autor mediato o coautor, aunque no intervengan directamente en su ejecución. Para ello no solo se debe tener en cuenta la estructura y el modo de funcionamiento de las organizaciones en cuyo seno se cometan los delitos, sino también la propia naturaleza del delito en cuestión. Los casos de los que se tienen que ocupar los Tribunales en esta materia son muy complejos; normalmente se realizan a través de varios actos, de forma a veces masiva, durante un lapso de tiempo más o menos largo y en diferentes lugares, por varias personas, cada una cumpliendo una función previamente establecida por quienes tienen el control de la organización.

Esto hace que la delimitación y la imputación de la autoría presente también algunas particularidades en este ámbito. Así, por ejemplo, no es fácilmente aplicable aquí la tesis de la autoría mediata sirviéndose de un aparato de poder, o por lo menos, hay que hacer en ellas algunas correcciones.

Para MUÑOZ CONDE el requisito que plantea mayores problemas para ser aplicado en el ámbito empresarial es el de la fungibilidad de los meros ejecutores. En estos ámbitos, a menudo el ejecutor de las acciones concretas que realizan el tipo de un delito no es un anónimo ejecutor intercambiable arbitrariamente, sino una persona que posee conocimientos especiales sin los que no sería posible la realización de esos hechos y que por eso mismo, es difícilmente sustituible (piénsese, por ejemplo, en un cualificado especialista en contabilidad o en cuestiones fiscales, o en un buen conocedor del funcionamiento del mercado bursátil o de las transferencias o creación de fondos en paraísos fiscales). Pero posea o no estos conocimientos técnicos especiales, la mayoría de las veces no es más que un instrumento que actúa sin intención, limitándose a realizar la conducta, siguiendo las instrucciones que se le dan, sin que ello le suponga directamente ningún provecho personal, ni conciencia de participación en una operación delictiva. En cualquier caso, existe aquí una coautoría de los que en la cúspide de la empresa deciden, organizan o planifican la ejecución de uno o varios delitos, renunciando para ello una vez más al concepto de coautoría como “coejecución”, que es todavía más discutible en el ámbito de la delincuencia empresarial⁹⁹⁸.

⁹⁹⁷MUÑOZ CONDE.F y GARCÍA ARÁN.M, op.cit pág 446.

⁹⁹⁸MUÑOZ CONDE.F y GARCÍA ARÁN.M, *Derecho Penal, Parte general. 9ª Edición, revisada y puesta al día conforme a las L.O 1/2015 y 2/2015, de 30 de marzo*. Edit Tirant Lo Blanch. Valencia. 2015 págs. 484-486.

En opinión de MUÑOZ CONDE, puede decirse en la medida en que los que ejecuten las acciones delictivas concretas sean meros instrumentos irresponsables (los llamados “ejecutivos”) que existe una coautoría mediata, combinando el criterio de coautoría aquí mantenido con el de autoría mediata en sentido estricto, es decir, utilizando un instrumento no responsable⁹⁹⁹.

Un sector doctrinal importante (ROXIN, NUÑEZ CASTAÑO, GIMBERNAT ORDEIG, MUÑOZ CONDE) aboga por la utilización de la teoría denominada “instrumento doloso no cualificado”¹⁰⁰⁰.

Estamos ante supuestos en que el autor mediato (“el hombre de atrás”) utiliza como instrumento a una persona que actúe dolosamente, pero que no reúne la cualificación necesaria para ser autor del delito especial. La peculiaridad especial de estos casos es que el instrumento actúa de forma plenamente responsable y con dolo, sin embargo afirman la existencia de autoría mediata sobre la base de que en los delitos especiales propios es autor en el que infringe su deber específico, por mucho que su aportación ejecutiva al hecho sea inexistente y por mucho que el dominio de la acción corresponda a una persona no cualificada¹⁰⁰¹.

De este modo sería autor del delito el autor mediato cualificado, mientras que el instrumento doloso no cualificado respondería como partícipe en el hecho del autor mediato. Así en el caso del falseamiento de cuentas anuales del art 290 CP para NUÑEZ CASTAÑO, sería autor el administrador de la sociedad, mientras que el asesor o contable responderían como partícipes del hecho cometido por aquel, de este modo se consiguen evitar las lagunas de punibilidad más frecuentes en el falseamiento de documentos sociales¹⁰⁰². Esta conclusión de la autora en cita, es perfectamente transposable al delito de estafa de inversiones del art. 282 bis CP, por lo que podríamos aplicar la teoría del instrumento doloso no cualificado para tipificar la participación de auditores, contables o personas

⁹⁹⁹MUÑOZ CONDE.F y GARCÍA ARÁN.M, op.cit pág 454-455.

¹⁰⁰⁰El principal defensor de esta teoría, como base de la fundamentación de la autoría mediata del *extraneus* fue ROXIN “TaterschaftundTatherrschaft”. Hamburgo 1963. Pg 256-ss, citado por GIMBERNAT ORDEIG, op.cit (Autor y cómplice) . pág 263-ss; por el contrario, niega la autoría mediata en los delitos especiales propios a través de un instrumento doloso no cualificado. pág 378.

¹⁰⁰¹La consideración de que autor en los delitos especiales propios es aquel que infringe su deber específico, parte principalmente de la “teoría de los delitos que consisten en la infracción de un deber” (“Pflichtdelikte”) desarrollada por ROXIN en “Taterschaftund Tatherrschaft”, citado en NUÑEZ CASTAÑO, op.cit (Estafa de crédito) pág 378 y ss.Así para ROXIN, en los delitos que consistan en la infracción de un deber, entre los que se incluyen los delitos especiales propios, es autor aquel que infringe el deber, sea la que sea su contribución al delito; y el que no infringe el deber no es autor ni aunque tenga el dominio del hecho, de este modo, según este autor, la solución es clara: el *intraneus* infringe el deber, y por ello, es autor; el *extraneus* no y por ello es cómplice. En España, GÓMEZ BENITEZ, Teoría jurídica del delito, cit pág 155. También tomado de NUÑEZ CASTAÑO op.cit (Estafa de crédito) pág 378 y s.s se inclina por afirmar “que en los delitos especiales propios es suficiente que el sujeto activo infrinja su deber específico para que sea considerado autor, aunque no domine la realización del hecho”, esto le lleva a apreciar la posibilidad de considerar autor mediato al *intraneus* que se vale para realizar la acción de un instrumento doloso no cualificado que respondiera como partícipe, cfr. NUÑEZ CASTAÑO.E, op.cit pág 380.

¹⁰⁰²NUÑEZ CASTAÑO op.cit (Estafa de crédito) pág 379.

responsables de la CNMV en el hecho delictivo, además ambos delitos comparten objeto material como son las cuentas anuales.

NUÑEZ CASTAÑO llega a las mismas conclusiones a través de la teoría de la imputación jurídica de la declaración, donde la declaración documental abandona la procedencia mental de tal declaración, y señala como autor del documento y, en el caso de faltar a la verdad, como autor del documento, y en el caso de faltar a la verdad, como autor de la declaración falsa a aquel de quien, jurídicamente, proceden tenor y firma del documento, es decir, aquella persona a quien se le deba imputar la declaración legalmente; resulta claro que el administrador, al suscribir el documento falseado, está asumiendo el contenido del mismo y se convierte, por consiguiente, en responsable de lo allí declarado: es decir, con su firma, el administrador hace suyas las declaraciones contenidas en el documento¹⁰⁰³.

De este modo, en las cuentas anuales falsas formuladas por un asesor o contable y firmadas por el administrador que conoce esta falsedad, sería autor del delito cometido (art. 290 CP) el administrador, mientras que el asesor o contable respondería como cooperador necesario del mismo, llegando a la misma conclusión que la anterior teoría pero sin tantos artificios¹⁰⁰⁴.

FEIJOO SANCHEZ opina que, en el ámbito de los delitos socioeconómicos, que es evidente que la función de la teoría de la imputación objetiva no es sólo limitar una responsabilidad basada en la causalidad, como viene sucediendo en los delitos contra la vida o contra la salud. En este contexto la normativización de la tipicidad presenta otras ventajas político-criminales adicionales: en una rama del ordenamiento jurídico-penal en el que la percepción de que se trata de un instrumento de conducción económica da lugar a la configuración de tipos penales como infracciones administrativas o mercantiles cualificadas, la teoría de la imputación objetiva, como teoría del injusto específicamente penal, permite reducir la intervención de la pena en aquellos supuestos en los que, utilizando una terminología tradicional, realmente resulta merecida y necesaria, excluyendo así una responsabilidad penal excesivamente formal. Esta comprensión de la imputación objetiva permite destacar como el primer nivel del juicio o valoración que supone todo juicio de imputación (negativa, como la que hace el derecho penal) toma en consideración si objetivamente la conducta realizada se corresponde con el tipo de hechos con

¹⁰⁰³NUÑEZ CASTAÑO. E, op.cit págs 378-379

¹⁰⁰⁴NUÑEZ CASTAÑO. E, op.cit pág. 379, opina que en la mayor parte de los casos, los administradores de la sociedad no tienen los conocimientos necesarios ni para formular las cuentas anuales de la sociedad, ni para falsear las mismas, por consiguiente necesitan de la colaboración y auxilio de un experto que responderá como cooperador necesario, al cooperar con un acto sin el cual el hecho no se hubiese producido. Cfr. MUÑOZ CONDE/GARCIA ARÁN, op.cit (Derecho penal. Parte general). pág 455. GÓMEZ BENITEZ, (Teoría jurídica del delito) .pág 135 y GIMBERNAT ORDEIG, (Autor y cómplice) pág 203-204., citados ambos en NUÑEZ CASTAÑO. E,op.cit (La estafa de crédito) pág 379.

respecto a los que la norma penal establece un deber de evitación (prohibiendo u obligando)¹⁰⁰⁵.

Estas ideas podemos traspolarlas en algún sentido al ámbito de los delitos contra el correcto funcionamiento del mercado y la prohibición de realizar conductas antijurídicas en su seno.

Sobre los delitos económicos como delitos de infracción de deber, continúa FEIJOO SANCHEZ, que es evidente que no se trata de un mero problema de autoría y participación, sino que tiene que ver con el fundamento último del injusto penal y las razones por la que se imputa el hecho típico a un sujeto. La mera idea de que hay delitos en los que la autoría no se puede construir a partir de la idea de “dominio psicofísico de los procesos causales”, resulta, en opinión del autor, meramente fenomenológica y “corta de miras”. La teorización de estos supuestos debe exceder el ámbito de la autoría y participación porque se trata de una cuestión previa; antes de delimitar los diversos niveles de responsabilidad con respecto a un hecho descrito en una ley penal ha de afrontarse cuál es el fundamento de dicha responsabilidad¹⁰⁰⁶.

Todo delito supone la infracción de un deber que se deriva de la norma de conducta- de prohibición, mandato o de cuidado-, pero esa no es la cuestión que se trata aquí, los delitos de infracción de deber: bien de no lesionar o bien de otro tipo de deberes distintos al mero no lesionar.

Lo que suelen denominarse delitos de infracción de deber son delitos que tienen que ver con relaciones jurídicas que exceden del mero deber de no inmiscuirse (ilegítimamente) en asuntos o ámbitos ajenos. No se comparte pues, la idea originaria de los delitos de infracción de deber como delitos en los que la autoría requiere la infracción de un deber extrapenal entendido como un deber previo a la norma penal y procedente de otras ramas del sistema jurídico. Son por el contrario, criterios normativos estrictamente jurídico-penales (vinculados, por tanto a la función social del derecho penal) los decisivos, con independencia del fundamento de injusto penal¹⁰⁰⁷.

En este sentido la doctrina en lengua española ha intentado en los últimos tiempos superar la “doctrina originaria de los delitos de infracción de deber” de ROXIN enriqueciendo materialmente delitos como el delito de infracción tributaria-que se encuentra en el centro del debate- o los delitos societarios, para que no sean interpretados como una mera bolsa de deberes extrapenales (o, dicho de otra forma más exacta, donde se recogen como sancionables una serie de

¹⁰⁰⁵FEIJOO SANCHEZ.B, “Problemas de imputación objetiva en el derecho penal económico, en *Cuestiones actuales de derecho penal empresarial*. Obra colectiva SERRANO-PIEDCASAS J.R-DEMETRIO CRESPO.E (dirs). Edit COLEX.2010. págs. 66- 67.

¹⁰⁰⁶FEIJOO SANCHEZ.B, op cit pág 70.

¹⁰⁰⁷FEIJOO SANCHEZ.B, op cit.70.

deberes extrapenales) o como un tipo penal en blanco que exclusivamente protege o garantiza con pena deberes extrapenales¹⁰⁰⁸.

En este sentido tienen razón ciertas críticas a esta categoría relacionadas con la insuficiencia explicativa del criterio de la infracción del deber extrapenal desde la perspectiva de la imputación jurídico-penal. La “relación de sentido” entre la infracción de deberes extrapenales y la “infracción de un deber especial de solidaridad garantizado jurídico-penalmente” solo puede ser establecida de acuerdo con específicos criterios jurídico penales derivados de la función social del Derecho Penal¹⁰⁰⁹.

Precisamente una teoría normativa del tipo tiene como tarea desentrañar los criterios para dicha “relación de sentido”. No se trata, por tanto, de afirmar simplemente que existen tipos penales que protegen deberes extrapenales, sino de partir de la constatación de que existe en nuestro derecho positivo tipos penales que protegen bienes jurídicos-individuales o supraindividuales- mediante la legítima estrategia de garantizar el cumplimiento de deberes especiales que tienen su origen en el desempeño de determinados roles jurídico-económicos (consejero ejecutivo de una sociedad que cotiza en bolsa, sujeto pasivo del impuesto de la renta obligado a pagar, etc...). No se trata de la curiosa conclusión de que el derecho positivo proteja deberes extrapenales con penas, sino que en ocasiones se puede constatar como las normas penales establecen un castigo con base en una imputación de hechos socialmente lesivos basada en criterios normativos ajenos al elemental principio de convivencia “no causes perjuicios a terceros”¹⁰¹⁰.

En sentido similar MARTINEZ-BUJAN PEREZ ha propuesto (en relación con el delito fiscal), una categoría de “delitos especiales propios de naturaleza mixta” con un componente de infracción de un deber y un componente de dominio. Este enriquecimiento material de los delitos de infracción de deber permite resolver adecuadamente una serie de problemas concretos. Especialmente la legitimidad del castigo de la participación (los *extranei* no pueden infringir un deber pero colaboran en la dimensión organizativa) y la posibilidad de que ciertos administradores de hecho (por ejemplo, principal responsable de la asesoría fiscal integrado en la plantilla de una empresa) puedan responder como autores de este delito y no sólo los que como administradores de hecho tengan una representación formal¹⁰¹¹.

La solución indica FEIJOO SANCHEZ, se viene ofreciendo en este trabajo a muchos problemas de imputación que presentan los delitos económicos y empresariales pasa por una correcta fundamentación material- y no meramente

¹⁰⁰⁸FEIJOO SANCHEZ.B, op cit. 71.

¹⁰⁰⁹FEIJOO SANCHEZ.B, op cit.71.

¹⁰¹⁰FEIJOO SANCHEZ.B, opcit pág 70- 71.

¹⁰¹¹MARTINEZ BUJAN PEREZ .*Autoría y participación en el delito de defraudación tributaria en política fiscal y delitos contra la Hacienda Pública*. Edit Universitaria RAMON ARECES .Madrid.2007. págs 69-104.

formal- de delitos que tienen que ver con especiales deberes de solidaridad o de colaboración cuya infracción equivale normativamente a “lesionar o poner en peligro”. Como señala el autor en otros trabajos anteriores, “la imputación de la afectación (lesión o peligro concreto) de bienes jurídicos o de ámbitos de organización ajenos no es privativo de lo que se denominan delitos de dominio o delitos en virtud de organización defectuosa, sino que sucede también con aquellos delitos que tienen que ver con la infracción de los deberes propios de una posición jurídica especial” lo único que sucede es que “existen dos formas diversas de fundamentar materialmente el injusto penal que tienen que ver con las razones diversas por las que alguien es competente del hecho delictivo, conllevando ambas formas la afectación de bienes jurídicos o de ámbitos de organización ajenos”. Si se asume una posición material como la sostenida aquí, concluye, la cuestión pasa a ser la identificación en la parte especial de los delitos que, excepcionalmente, tienen que ver con deberes que exceden el *neminem laedere*¹⁰¹².

Sobre la especial referencia que hace FEIJOO SANCHEZ a la imputación de hechos delictivos en estructuras empresariales, explica; que debido a las características del mundo económico, puede haber más sujetos competentes del hecho delictivo que el autor o los coautores del mismo (asesores fiscales, asesores jurídicos, intermediarios financieros etc) y añadimos por nuestra parte auditores , contables. En este ámbito caracterizado por una gran cantidad de contactos anónimos y estandarizados, muchas veces en el contexto de actuaciones profesionales habituales en el tráfico económico, la restricción de la participación criminal a límites razonables representa una acuciante necesidad práctica¹⁰¹³.

De la misma opinión se muestra CARREÑO AGUADO, quien pide al legislador la introducción paulatina, delito por delito, de los preceptos que oportunamente establezcan el castigo que corresponde a los intervinientes no cualificados¹⁰¹⁴.

Las teorías tradicionales del tipo sirven para imputar hechos delictivos en casos de empresas pequeñas sin demasiada complejidad u organizaciones empresariales donde existe un superior jerárquico que ostenta de forma monopolística el poder de mando y decisión sobre un grupo reducido de subordinados. Las cosas se complican cuando nos tenemos que enfrentar a las características que suele presentar la “empresa moderna” que, además no presenta una foto fija sino un perfil que cambia con demasiada rapidez.

¹⁰¹²FEIJOO SANCHEZ.B, op cit (Problemas de imputación objetiva) pág 72.

¹⁰¹³FEIJOO SANCHEZ.B, op.cit pág 76.

¹⁰¹⁴CARREÑO AGUADO. J, op.cit (El tratamiento jurídico-penal de la invericdad en la información social) pág 408. Conviene el autor en que debe ser el legislador quien se pronuncie sobre cada figura delictiva en relación con el art. 65.3 CP .

Un sector doctrinal señala FEIJOO SANCHEZ como lo decisivo no es quién ejecuta “de propia mano” las acciones (modelo de imputación “*bottom up*”), ni tampoco quien tiene un mayor rango jerárquico dentro de la estructura empresarial (modelo de imputación “*top down*”), sino que habrá que atenerse a la asignación material de competencias. Si bien en la praxis jurisprudencial relativa a los grandes casos de delitos económicos en nuestro país, especialmente los relacionados con las entidades bancarias más importantes, llama la atención el peso “personalista”, adoptándose las decisiones relevantes por una persona o, a lo sumo, un número reducido de personas, no se debe dejar de tener en cuenta que, con respecto a la comisión concreta de hechos delictivos, tienen gran relevancia las decisiones de los mandos intermedios o jefes encargados de secciones o departamentos específicos. A veces la responsabilidad como autores será sólo de éstos, y en otras ocasiones, su responsabilidad implica también la de sus superiores que llegan a tolerar determinadas prácticas o que no les ponen freno¹⁰¹⁵.

La responsabilidad individual en el ámbito de la denominada criminalidad de empresa pasa por la imputación objetiva del hecho a la organización empresarial. A partir de esta idea, explica FEIJOO SANCHEZ, el criterio normativo clave para imputar el hecho a un integrante de la organización, ya no es la de dominio, ni siquiera de dominio social con respecto al bien jurídico. Se trata de un criterio insuficientemente normativo en la medida en la que el dominio puede ser puramente casual, o incluso en supuestos de omisión simple, puede haber un fuerte dominio de la situación de desamparo sin que ello legitime la imputación del hecho. Y apunta el autor que el criterio decisivo es el de la competencia dentro de la organización, evidentemente teniendo en cuenta que el derecho penal no se rige por criterios meramente formales sino por criterios materiales. En este sentido lo que interesa es determinar quién ha operado en el caso concreto como administrador de hecho en una empresa, entendiendo esto en sentido amplio. El administrador de derecho solo interesa a efectos de imputación jurídico-penal cuando coincide con lo que el sistema jurídico-penal entiende como un administrador de hecho. Lo decisivo es que si lo establecen las leyes mercantiles se corresponden materialmente con la realidad; es decir, si alguien siendo administrador de Derecho se ha comportado real y materialmente como administrador de hecho con respecto al hecho relevante para el derecho penal (concepto funcional de administrador)¹⁰¹⁶.

Ciertos criterios normativos desarrollados desde la teoría de la imputación objetiva tienen especial relevancia en este ámbito: la delimitación objetiva de ámbitos de organización que hace que ni siquiera dentro de una organización empresarial todo sea cosa de todos, el principio de confianza etc. Se trata de criterios igualmente válidos para supuestos activos u omisivos, dolosos o imprudentes. La concepción material del injusto sostenida hace que no existan diferencias materiales entre los supuestos en los que los administradores o

¹⁰¹⁵FEIJOO SANCHEZ.B, op cit (Problemas de imputación objetiva) pág 77.

¹⁰¹⁶FEIJOO SANCHEZ.B, op .citpág 78

trabajadores de una empresa realizan una conducta delictiva en relación a los deberes negativos de la empresa (no contaminar por ejemplo) o los deberes positivos de la misma (contribuir al sostenimiento de cargas públicas, por ejemplo). Mientras en el primer supuesto se trata de determinar quién o quiénes detentan materialmente competencias con respecto al control de outputs lesivos de la organización, en el supuesto de deberes especiales el problema esencial de imputación consiste en determinar quién, siendo materialmente competente del cumplimiento de deberes especiales (por ejemplo, tributarios o de colaboración con entidades supervisoras como la CNMV por parte de la empresa o sociedad, infringe sus deberes en el marco de dichas competencias (en el caso del administrador de hecho porque fácticamente ha asumido dichos deberes especiales) o en el caso del art. 282 bis la persona responsable del folleto nombrada por la CNMV. FEIJOO SANCHEZ no está de acuerdo en que solo respondan los administradores de derecho a través de la cláusula de la actuación en nombre de otro (art. 31 CP) cuando un sujeto que detenta competencias que tengan que ver con el cumplimiento de deberes positivos por parte de la empresa no quepa la delegación ni el acceso a los especiales deberes que se encuentran en la base del injusto penal¹⁰¹⁷.

En lo que respecta a la responsabilidad penal del asesor, FEIJOO SANCHEZ nos muestra su posición, por lo que *mutatis mutandis* podemos utilizarla para el caso de los auditores, contables, y otros sujetos responsables del folleto como los emisores (art. 28.2 LMV) del delito del art. 282 bis ; en cuanto a la imputación del hecho “a través” de un autor autorresponsable al que se le ha facilitado la comisión del delito, cabe hacer aquí una referencia especial a la figura del asesor (jurídico, contable, fiscal etc) previa a la comisión del hecho delictivo. Cualquier profesional que presta sus servicios de asesoramiento se puede ver involucrado en una actividad delictiva. Lo decisivo es que la incorporación a la organización delictiva venga motivada por el propio sentido del comportamiento, es decir, no dependa exclusivamente de cómo otros se han aprovechado de la colaboración o información. En esta materia la teoría de la imputación objetiva ha realizado importantes contribuciones a través de la modernización y normativización de la tradicional “teoría de la prohibición de regreso” o bajo el manto del topos “conductas neutrales”¹⁰¹⁸.

En la actualidad el debate sobre “los límites mínimos de la participación” se centra en gran medida entre quienes entienden que lo decisivo es que la conducta adquiera por sí misma el sentido o significado objetivo de facilitar la futura comisión del delito y los que consideran que los conocimientos o las intenciones del partícipe (es decir, el tipo subjetivo) pueden cambiar la valoración jurídico-penal de la conducta convirtiendo una “acción en principio neutral” desde el punto de vista del sistema jurídico en una conducta punible. Los defensores de este segundo grupo de teorías, cuyo principal representante es ROXIN, (que, en general, suelen concebir la teoría de la imputación objetiva

¹⁰¹⁷ FEIJOO SANCHEZ.B, op .citpág 78- 79.

¹⁰¹⁸ FEIJOO SANCHEZ.B, op .citpágs 79-80.

como una mera teoría de criterios normativos para la imputación de resultados típicos) buscan excluir la mayoría de los supuestos de dolo eventual, especialmente cuando la actuación del posible partícipe se realiza durante la fase de actos preparatorios. De esta manera el conocimiento seguro, casi seguro o altamente probable o la intencionalidad convierten en incorrecto lo que objetivamente es correcto, estableciendo un tratamiento diferenciado entre las diversas modalidades de dolo que carece de anclaje en el Derecho positivo, por no decir que resulta incompatible con un sistema que establece en general diferenciaciones de tratamiento entre dolo e imprudencia, pero no entre diversos tipos de dolo. Por otro lado, curiosamente, parece que el favorecimiento con dolo eventual pasa a ser relevante cuando objetivamente se trata de una clara conducta de participación, perdiendo relevancia los criterios subjetivos¹⁰¹⁹.

En este ámbito de los asesores, apunta FEIJOO SANCHEZ resulta especialmente relevante que el asesoramiento se realiza en la fase de actos preparatorios (incluso puede que no haya una clara resolución delictiva por parte del que solicita el asesoramiento o consejo), por lo que objetivamente se precisa una clara adaptación específica al plan delictivo o a la futura organización del hecho delictivo. Mientras el asesoramiento (listado de países con determinadas características en su legislación) pueda tener otro sentido que el delictivo no se podrá hablar de participación. Ello es especialmente relevante cuando se trata de informaciones abstractas que se pueden obtener de diversas fuentes, sin vincular el suministro de la información a la realización de un hecho concreto (por ejemplo, información sobre persecución de hechos hipotéticamente delictivos y la aplicación del Derecho a esos casos). En estos casos es evidente que el aprovechamiento delictivo de la prestación es competencia exclusiva del que hace uso de dichas informaciones para llevar a cabo una conducta delictiva. Si el asesoramiento se torno claramente “consejo delictivo” entendido como “parecer o dictamen que se da para hacer o no hacer una cosa”, entramos de lleno en el ámbito de la participación. Más evidente es la cuestión si el consejo no engloba sólo una consulta sobre “si” se realiza la acción delictiva sino que incluye el “como” se realiza¹⁰²⁰.

Conectándolo con el delito previsto en el art. 282 bis cabría reflexionar sobre la posible responsabilidad del Consejo de Administración de una sociedad emisora de valores en el mercado de valores que da órdenes de vender productos tóxicos o falsificar folletos para captar inversores o depositantes y así conseguir financiación, según esta reflexión sobre la autoría y participación, serían autores los administradores de hecho o de derecho de la sociedad y partícipes aquellos responsables o personas con esos conocimientos específicos sin los cuales toda esta actuación delictiva no se habría podido llevar a cabo. Aunque las empresas se organizan de diferentes maneras, al final siempre hay una organización jerárquica, y siempre habrá órdenes que los subordinados tengan que cumplir, y aunque sea difícil siempre se podrá probar de quienes parten las decisiones

¹⁰¹⁹FEIJOO SANCHEZ.B, op .citpágs 79.

¹⁰²⁰ FEIJOO SANCHEZ.B, op .citpágs 79-80.

empresariales que pueden causar perjuicios (hemos leído en diversos medios de comunicación como Directores de sucursales bancarias eran obligados a vender participaciones preferentes, incluso a sus familiares, bajo la amenaza de despido).

2. La autoría del artículo 282 bis; especial atención a la configuración interpretativa de los “administradores” en la LMV.

En opinión de RODRIGUEZ PUERTA y MORON LERMA este tipo de conductas serán cometidas en el seno de una empresa directamente por los responsables de la misma; pero también es posible que se lleve a cabo a través de intermediarios en el mercado financiero, pero si no pertenecen a la empresa no podrán perseguirse. El autor debe reunir la condición de administrador de hecho o de derecho siendo posible que responda directamente la persona jurídica o empresa (como hemos visto *en el capítulo de los sujetos respecto al art. 31 bis CP*¹⁰²¹).

Se echa en falta que se limite exclusivamente a las sociedades y no incluya como dice el art. 297 a otras entidades que como las Cajas, que si pueden captar inversores para sus productos en los mercados¹⁰²².

Autores pueden serlo únicamente los administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora en el mercado de valores como hemos analizado previamente se estudio *supra*. Se trata, pues, de un delito especial propio, con una delimitación de sujetos semejante a la que caracteriza a los delitos societarios, y que debe ser interpretada de la misma manera que en ellos. En la Ley del Mercado de Valores se contienen concretas especificaciones sobre quiénes son responsables de la información que figura en los folletos de emisión de instrumentos financieros. En el caso de las informaciones que la sociedad debe publicar, los obligados son quienes la representen a estos efectos, conforme a la legislación del mercado de valores¹⁰²³.

La determinación de la clase de sociedad en cuyo marco pueden tener lugar la conducta delictiva delimita un círculo más amplio que el de las sociedades cotizadas. En palabras de SILVA SANCHEZ dicho círculo comprende no solo a éstas sino también a otras que sin serlo emitan valores negociados en los mercados. La doctrina especializada menciona, por ejemplo, el caso citado de las Cajas de Ahorro que han emitido valores representativos de deuda, tales sociedades pueden ser tanto españolas como extranjeras. Debe tratarse en todo caso de entidades emisoras, si bien un problema especial puede plantearse en relación con la sociedad matriz de aquella que efectúa la emisión. En la medida en que desde la matriz se controlen las características falsarias de la

¹⁰²¹RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E. op.cit (Estafa de inversores) pág. 314.

¹⁰²²QUERALT JIMENEZ, J.op.cit (*Derecho penal Español. Parte especial*) Epígrafe 23.

¹⁰²³GONZALEZ RUS, J.J. op.cit (Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones) pág. 605.

emisión realizada por la filial, cabe la responsabilidad de hacer responsables a sus administradores, que en tanto que sus administradores de hecho o derecho de dicha matriz pueden ser considerados, asimismo, administradores de hecho de la filial. (por ejemplo el caso de BFA y Bankia¹⁰²⁴).

Los responsables administrativos son más, incluso los traductores de mala fe (art. 28 LMV) pero como indica QUERALT JIMENEZ es acertada ésta limitación en el ámbito penal, pues es el administrador societario, al asumir las propuestas que recibe de los órganos correspondientes de su compañía, quien adopta la decisión formal y ejecutiva sobre cómo y cuándo salir al mercado para captar fondos¹⁰²⁵.

La autoría debe ponerse en relación las exigencias normativas de emisión del folleto, en opinión de MORALES GARCIA la cuestión no es baladí puesto que el tipo penal se limita al administrador de hecho o derecho de la sociedad emisora de valores¹⁰²⁶.

Quedaría fuera del alcance del precepto (insistimos una vez más) los meros intermediarios que carecen de atribuciones reales sobre el folleto o resto de informaciones típicamente descritas. Ahora bien, explica PUENTE ABA en virtud del art. 31 CP puede considerarse autor de un delito a un sujeto que realiza la acción típica sin reunir las condiciones propias del sujeto activo cualificado. Se recoge aquí la denominada institución del “actuar en lugar de otro” que debe ser interpretada en base a criterios materiales¹⁰²⁷.

Aunque estamos con PUENTE ABA cuando explica que cabe otros supuestos de administración propios del mecanismo de actuación en los mercados de valores y que pudieran participar en falsedades delictivas y nos referimos fundamentalmente a las “empresas de servicios de inversión”¹⁰²⁸.

¹⁰²⁴SILVA SANCHEZ, J. M. ./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ op.cit (El delito de estafa de inversiones) pág. 395.

¹⁰²⁵QUERALT JIMENEZ, J. op.cit (*Derecho penal Español. Parte especial*) “Epígrafe 23. .

¹⁰²⁶MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis) pág. 239.

¹⁰²⁷PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores)”pág 66 y ss.

¹⁰²⁸PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores). pág. 69. Según el **art. 63 LMV**, se consideran “**servicios de inversión**” los siguientes:

- a) La recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros.
Se entenderá comprendida en este servicio la puesta en contacto de dos o más inversores para que ejecuten operaciones entre sí sobre uno o más instrumentos financieros.
- b) La ejecución de dichas órdenes por cuenta de clientes.
- c) La negociación por cuenta propia.
- d) La gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes.
- e) La colocación de instrumentos financieros, se base o no en un compromiso firme.
- f) El aseguramiento de una emisión o de una colocación de instrumentos financieros.
- g) El asesoramiento en materia de inversión, entendiéndose por tal la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la

En conclusión y como hemos reiterado en el análisis explicativo de los sujetos activos coincidimos con FERNANDEZ BAUTISTA cuando propone la equiparación jurídico-penal del administrador de hecho con el administrador de Derecho, resaltando que lo indispensable es que el sujeto en cuestión tuviera la capacidad efectiva y material para llevar a cabo la conducta típica en toda su extensión, todo ellos con independencia del título bajo el que se lleve a cabo¹⁰²⁹.

ZABALA LOPEZ-GOMEZ razona la cuestión con un talante expansivo en su criterio y así dice que para el Derecho penal si puede ser considerado administrador de hecho, por ejemplo el director comercial de una sociedad emisora, que es quien precisamente trabaja en la empresa captando inversores. En suma, el administrador de hecho será precisamente el que ocupe la posición de garante en el momento en que se estén realizando éste tipo de actos defraudatorios¹⁰³⁰.

Y en esta línea discursiva laxa se incluirían también quienes ocupan los cargos de consejeros en las empresas de inversión, o los Directores Generales de las mismas, pueden realizar algunas de las conductas que se tipifican como infracciones en la LMV. Así sucede con las enumeradas en las letras i), II), o), p), q) y s) del artículo 99 LMV y en la letra r) del artículo 100 LMV, y por supuesto la fórmula abierta del artículo 101 (cuya constitucionalidad merece, al menos, dudosa a la luz de los artículos 9.3 y 25.1 CE, al no parecer que respete el principio de legalidad que, como principio penal aplicable por mor de la jurisprudencia constitucional, como más adelante se significa, a la imposición de sanciones administrativas, exige la de claridad y taxatividad en la determinación de las conductas prohibidas y de las sanciones aplicables. Claridad y taxatividad son imprescindibles condiciones de seguridad jurídica, con respecto a las leyes penales en blanco).

A mayor abundamiento la LMV, en su art. 67 apartado d), g) y h) del punto 2 alude a “Directores Generales o asimilados” y en el apartado j) exige que aquellas empresas de inversión cuenten con una compleja organización, extremo

empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. No se considerará que constituya asesoramiento, a los efectos de lo previsto en este apartado, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial.

h) La gestión de sistemas multilaterales de negociación.

Vid. Sobre estas entidades, con carácter general, BARRACHINA JUAN, E., *Derecho del mercado de valores*. Edit. Difusión Jurídica y Temas Actualidad. Barcelona, 2011. Pág. 284 ss; BROSETA PONT, M./MARTINEZ SANZ, F. *Manual de Derecho Mercantil Vol. II* 17ª Edit. Tecnos. Madrid, 2010. Pág. 302 y ss; CORTES, L.J. “Los mercados de valores”. En Curso de Derecho Mercantil. Vol. III. URÍA, R. y MENENDEZ, A. Edit. Civitas. Madrid, 2001. pág. 848 y ss; PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L. op.cit (Los mercados de valores) pág. 365-367. Puede verse también CORTES, L. J., *Lecciones de contratos y mercados financieros*. Edit. Civitas, 2004. pág. 211 y ss.

¹⁰²⁹FERNANDEZ BAUTISTA, S.op.cit (*El administrador de hecho y de derecho*) pág. 337.

¹⁰³⁰ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit (*Los delitos bursátiles*) pág. 204.

inviabile sin la existencia de personal de alta dirección. Por su parte, el Real Decreto 279/1989, de 22 de marzo, en su artículo 13, considera que ejercen “cargos de administración o dirección, los Administradores, los Directores generales y todos lo que desempeñen funciones de alta dirección bajo la dependencia inmediata del órgano de administración, de las Comisiones ejecutivas o de sus Consejeros Delegados”¹⁰³¹.

Como hemos analizado en capítulos anteriores el art. 282 bis, es un delito autónomo y especial. Y como hemos visto en el capítulo III, correspondiente a los sujetos activos, lo son tanto los de *iure* los administradores de derecho, como de *facto* los administradores de *hecho*, (siempre que con sus decisiones vinculen a la sociedad emisora de valores). De ahí que no participemos del criterio de la PUENTE ABA para quien resulta criticable que el legislador restrinja así el círculo de posibles sujetos activos de este delito, ya que no sólo puede ser cometido por los administradores de la sociedad, sino por otro tipo de sujetos que intervienen también en las ofertas realizadas en los mercados de valores, y que por tanto pueden realizar o participar en la falsedad delictiva¹⁰³².

No estamos de acuerdo, porque (como hemos analizado en el capítulo correspondiente a los sujetos activos) estos sujetos que intervienen también en las ofertas de emisión, encajarían en un concepto *lato sensu* dentro del ámbito de los administradores de hecho siempre que realmente realice funciones de gestión o administración de la sociedad. La persona que adopta o impone las decisiones de gestión de una sociedad, y concretamente las expresadas en los tipos penales. Esto es, quien de “hecho manda o gobierna desde la sombra” (este ha sido el criterio o doctrina legal mantenido por la jurisprudencia mercantil). Por ejemplo, incluiríamos, a los sujetos “responsables administrativamente del folleto, y que son *ex lege* administradores de la sociedad emisora”.

De todas formas la propia autora PUENTE ABA, extiende, el ámbito de la figura del administrador de hecho y por ende, la “autoría” tanto a entidades directoras u otras que se involucran en la emisión del folleto. Además de las ESI (Empresas de Servicios de Inversión). Cupiera pensar también en otras personas que intervienen directamente en la gestión de los valores emitidos como son los “auditores de cuentas” (no debe olvidarse el clarificador art. 35 LMV entre la

¹⁰³¹TAPIA HERMIDA, A.J. op.cit (La Responsabilidad administrativa y civil de los administradores y directores generales de las Sociedades y Agencias de valores) pág. 74. También CACHON BLANCO, J. E. op.cit (*Derecho del mercado de valores*) pág 184 y ss. Entendemos que cuando la LMV alude a Director General, la referencia es conjunta a “Directores Generales y asimilados”, con lo que parece estarse refiriendo al personal de alta dirección, pero también puede interpretarse como alusiva al personal de alta dirección, y al personal directivo. Con menos fortuna el Real Decreto 276/1989 se refiere a los “Administradores, los Directores Generales y todos los que desempeñen funciones de alta dirección”, con lo que parece querer separar las tres figuras. La cuestión de la necesaria extensión de los requisitos de idoneidad a los miembros gerentes del consejo de administración será analizada en su lugar, ahora se trata de justificar que la LMV y normativa reglamentaria conciben el Consejo de Administración con Comisión ejecutiva y Consejero o Consejeros Delegados e incluso con personal de alta dirección, o sin los dos últimos órganos sociales (lo que es sólo una posibilidad teórica) y con personal de alta dirección.

¹⁰³²PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) págs. 68 - 69.

información financiera que se debe publicar periódicamente, se encuentran los informes de las auditorías de cuentas, por lo que estos documentos podrían ser falseados por estos sujetos).

Evidentemente, todos los sujetos que hemos enumerado más arriba no son los titulares de los valores que se ofrecen en venta, pero sería imaginable su intervención en la conducta delictiva del art. 282 bis . De un lado, cabría imaginar su posible participación junto con la entidad emisora de los valores, colaborando con ella en la realización de la falsedad documental. Pero por otro lado, también sería factible que desarrollaran una actuación constitutiva de una auténtica autoría, cuando ostentan el dominio sobre el hecho delictivo, es decir, sobre la ejecución de la actividad falsaria; ello ocurriría cuando alguno de los sujetos anteriormente mencionados es quien directamente falsifica el folleto u otro de los documentos reflejados en el art. 282 bis ¹⁰³³.

Por todo lo expuesto hasta ahora, hubiera sido preferible configurar el art. 282 bis como un delito común, al estilo de las figuras italiana y alemana en este ámbito¹⁰³⁴. No obstante, aún con la actual redacción legal, sería posible aplicar el art. 282 bis a los casos en que la falsedad delictiva es realizada por alguno de los sujetos anteriormente indicados¹⁰³⁵.

La vía para calificar la actuación de tales sujetos como participación o autoría en este delito, se centra en su consideración como auténticos administradores de hecho de la sociedad emisora de los valores. Efectivamente, estamos ante personas que toman, en un ámbito muy concreto, determinadas decisiones sobre la vida y actuación de la sociedad, sin tratarse formalmente de sus administradores de derecho.

La afectación al bien jurídico protegido en este precepto no sólo concurre cuando la falsedad proviene del administrador de la sociedad emisora del documento, sino también cuando es realizada por otros sujetos que ejercen funciones propias de administración de la entidad sin ostentar este cargo formalmente. Así, cualquier sujeto que realice directamente o intervenga en la ejecución de las falsedades en los documentos que constituyen el objeto material de este delito, y que han de ser emitidos por las sociedades emisoras de valores.

¹⁰³³PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.)pág. 70-73.

¹⁰³⁴MAZZACUVA/AMATI, op.cit (Dirittopenaledell'economía. Problemi e casi). pág. 448-449; SGUBBI, F.op.cit (Il falso in prospetto) pág. 223. De hecho también la doctrina italiana reconoce que este tipo de comportamientos no sólo puede ser ejecutado por las sociedades emisoras de los valores, sino también por otros sujetos que participan en la confección del documento falso, v. gr. Asesorías o entidades de intermediación en el mercado de valores.

¹⁰³⁵Con excepción del último caso citado, relativo a las obligaciones de información que incumben a los propios mercados secundarios de valores, ya que como se ha visto los documentos informativos no emanan de la sociedad oferente de los valores y por lo tanto no encajan ya en el objeto material de este delito.

Naturalmente y como bien ha argumentado MENDOZA BUERGO, respecto a la configuración de la categoría de administrador, habrá que saber si hay que limitarla a la existencia de un deber institucional específico que se infringe con la conducta falsaria o si se trata de una cuestión fáctica de dominio en la elaboración del documento. De tal configuración depende también que se pueda considerar sujetos activos a los promotores o fundadores de una sociedad. En cuanto a los liquidadores, entiende la autora que no hay obstáculo en considerarlos administradores de la misma durante la fase de liquidación (en nuestra opinión no es principio asimilable, y que las funciones de liquidador se diferencian de las de un administrador de derecho, en su estatuto funcional). Resulta palmariamente demostrado como hemos examinado recientemente la consideración de los “auditores” como cooperadores necesarios del delito del art. 282 bis a través de la fórmula del art. 65.3¹⁰³⁶.

Y es por ello que quedarían fuera del alcance del precepto del art. 282 bis, las meros intermediarios que carecen de atribuciones reales sobre el folleto o demás información económico-financiera que debe presentarse en los mercados de valores.

Surgiría la duda a nuestro parecer con los administradores delegados. Precisamente por la dinamicidad del tráfico mercantil se ha multiplicado como dice CRISTOBAL MONTES en la práctica la figura del administrador delegado¹⁰³⁷.

En una línea de reflexión coincidente con nuestro criterio MORALES GARCIA explica que tanto la LMV como el reglamento de desarrollo contienen disposiciones específicas sobre los sujetos responsables del folleto. En efecto, el ya reiterado artículo 28 LMV responsabiliza al emisor, al oferente y a la persona que solicita admisión a negociación en los mercados regulados, así como a los administradores de éstos últimos, de la información que contiene el folleto, al tiempo que la extiende al garante de los valores sobre la parte que le corresponde sobre información que debe elaborar. Finalmente, se extiende administrativamente la responsabilidad hasta la entidad directora respecto de las labores de comprobación a las que viene obligada reglamentariamente y, a modo

¹⁰³⁶MENDOZA BUERGO, B. op.cit (Delitos patrimoniales, delitos contra el mercado –art. 282 bis CP-) pág. 1212. Nº 12003. También la misma autora op.cit (falsedad de la información económica financiera para inversores, año 2016) pág.1291 nº12003.

¹⁰³⁷Sobre la figura del administrador delegado pueden consultarse los trabajos de CRISTOBAL MONTES, A. *La administración delegada de la sociedad anónima*. Edit. Universidad de Navarra, S.A. Pamplona, 1977; IGLESIAS PRADA, J.L. *Administración y delegación de facultades en la sociedad anónima*. Edit. Tecnos. Madrid, 1971; págs. 80-210 RODRIGUEZ ARTIGAS, F. *Consejeros Delegados. Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración*. Edit. Montecorvo. Madrid, 1971, págs 150-230; también ALONSO UREBA, A. “Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores en una sociedad anónima”. En Revista de Derecho Mercantil, nº 198. 1990. pág. 655; FERNANDEZ DE LA GANDARA, L./SANCHEZ ALVAREZ, M.M. “Los delitos societarios. Reflexiones preliminares sobre la imposición de acuerdos sociales abusivos (art. 291 CP). En Actualidad Jurídica Aranzadi, año VI, nº 238, 21 de marzo de 1996. pág. 60-61; y RODRIGUEZ MONTAÑES, T. *La responsabilidad penal del administrador desleal y los nuevos delitos societarios*. Edit. Mc Graw-Hill. Madrid, 1997, págs. 100-180.

de cierre, sobre todos aquellos que han asumido responsabilidad expresamente por el contenido del folleto siempre que ello se haya hecho constar en él y las que no estando incluidas hayan autorizado el folleto.

La cuestión a dilucidar, entonces, es si dada la especialidad del precepto, las personas antes referidas y que serán las que habitualmente estarán envueltas en la suscripción o emisión del folleto, pueden responder personalmente como autoras del delito del art. 282 bis.

A su juicio (que compartimos) parece que todos los citados en la LMV y en el reglamento de desarrollo podrán ser considerados administradores de hecho de la sociedad por su relación con el contenido y función del folleto. Todas ellas, directa o indirectamente, participan con plenos poderes en la elaboración su contenido, que será aquél en el cual el inversor basará su juicio de idoneidad de la inversión. En definitiva, se trata de determinar si quienes ejercen facultades ejecutivas sobre la definición del folleto, pero no sobre otros aspectos de la vida de la sociedad emisora, podrán ser considerados administradores de hecho o incluso de derecho, en función del alcance del poder¹⁰³⁸.

3. Partícipes especiales del artículo 282 bis

En cuanto a la participación, en resumen, a través de las figuras de la participación se podrá castigar la intervención de aquellas personas que no pueden ser incluidas en la categoría del administrador (ni de Derecho, ni de hecho) así, podría castigarse, singularmente, a los auditores, y a las personas integrantes de la CNMV, como *extranei*, o cooperadores necesarios que (según el art. 26 LMV) tiene la misión de aprobar y registrar el folleto informativo, siempre que tuviesen conocimiento del contenido de la falsedad de la información incorporada al folleto¹⁰³⁹.

¹⁰³⁸MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis). Epígrafe 27. págs. 238 y 239. La cuestión no es baladí puesto que el tipo penal se limita al administrador de hecho o de derecho de la sociedad emisora de valores, la definición del alcance del concepto de administrador de hecho o de derecho es de extrema importancia. Si la entidad directora puede recibir un mandato para la verificación de la información financiera que debe figurar en el folleto (art. 35 RLMV) y en particular para verificar que “la información contenida en la nota de los valores relativa a la operación o a los valores no es falsa ni se omiten datos relevantes requeridos por la legislación aplicable”, está asumiendo facultades de dirección material efectiva de la sociedad emisora, pues asume por mandato de la emisora y con cobertura legal, la responsabilidad de determinar frente a terceros los estados contables y financieros a efectos de la emisión de valores o instrumentos financieros. Se comporta, pues, como lo haría la propia representada, aun cuando sean personas jurídicas diferentes, lo que la configura claramente como administradora de hecho.

¹⁰³⁹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*)pág. 144. Como dice el autor evidentemente, tras la introducción de la regla prevista en el nuevo art. 65-3 del CP español (merced a la LO 15/2003), cabrá aplicar, desde luego, este precepto, dado que es precisamente en los delitos de naturaleza mixta donde cobra pleno sentido dicha regla, prevista tanto para el inductor, como para el cooperador necesario (figura a la que cabría reconducir el caso paradigmático de los auditores, según acabo de indicar). Y, más allá del alcance de la regla del art. 65-3, será punible asimismo –a nuestro juicio- la mera complicidad, según viene sosteniendo la doctrina mayoritaria con la relación a los delitos especiales propios de naturaleza mixta; también SEQUEROS SAZATORNIL, F./DOLZ LAGO,

En estos supuestos nos encontramos con que se ampliará el “círculo de partícipes”, pero la autoría únicamente vendrá acaparada por quienes sean realmente los administradores de hecho o de derecho de la sociedad emisora de valores que son precisamente los que el tipo de estafa de inversiones quiere castigar como responsables del delito. Los restantes sujetos intervinientes en el folleto de emisión podrán tener una relevancia más o menos importante en el objeto de la opción falsaria del folleto de emisión. Podrán ser considerados *partícipes* en un delito especial propio, pero explica ZABALA LOPEZ-GOMEZ, el art. 282 bis restringe el círculo de autores a quienes sean administradores de hecho o de derecho en la sociedad emisora del valor. Por tanto, los restantes sujetos a los que se hace referencia en el art. 28 LMV que no podrán ser autores del delito de estafa de inversores por no reunir las condiciones para ser administrador, pero sí cooperadores necesarios del art. 282 bis CP, participando con actos sin los cuales el delito no se habría podido cometer; incluimos a los auditores, contables, emisores, persona nombrada por la CNMV para negociar la emisión y con poder para emitir los valores y cualquiera con una participación sin la cual, su actuación delictiva no se hubiera podido llevar a cabo¹⁰⁴⁰.

También MARTINEZ-BUJAN PEREZ es partidario de admitir la participación de cualquier sujeto que no sea administrador (*extraneus*), concebida como una “intervención conjunta” coincide con la misma posición de MIRO LLINARES, dado que, al poseer el delito del art. 282 bis un componente de dominio, el *extraneus* puede contribuir efectivamente al dominio del autor idóneo (*intraneus*¹⁰⁴¹).

Y aplica la regla del art. 65.3 para el caso de los delitos de naturaleza mixta, donde cobra pleno sentido arguye, previendo tanto para el inductor, como para el cooperador necesario (caso de auditores) y además sostiene la punibilidad según la doctrina mayoritaria de la “mera complicidad” en relación a los delitos especiales propios de naturaleza mixta. Y concluye con que a través de las figuras de participación se podrá castigar la intervención de aquellas personas

M.J.op.cit(*Delitos societarios y conductas afines. La responsabilidad penal y civil de la sociedad, sus socios y administradores*), pág. 131 y ss.; y también CARREÑO AGUADO, J. *El tratamiento jurídico penal de la inveracidad en la información social. Un propuesta de revisión del art. 290 CP*. La Ley, 2013. pág. 407.

¹⁰⁴⁰ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit pág. 206.

¹⁰⁴¹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág 143-144 . Como dice el autor evidentemente, tras la introducción de la regla prevista en el nuevo art. 65-3 del CP español (merced a la LO 15/2003), cabrá aplicar, desde luego, este precepto, dado que es precisamente en los delitos de naturaleza mixta donde cobra pleno sentido dicha regla, prevista tanto para el inductor, como para el cooperador necesario (figura a la que cabría reconducir el caso paradigmático de los auditores). Y, más allá del alcance de la regla del art. 65-3, será punible asimismo –a nuestro juicio- la mera complicidad, según viene sosteniendo la doctrina mayoritaria con la relación a los delitos especiales propios de naturaleza mixta; también SEQUEROS SAZATORNIL, F./DOLZ LAGO, M.J.op.cit (*Delitos societarios y conductas afines. La responsabilidad penal y civil de la sociedad, sus socios y administradores*) pág. 131 y ss.; y también CARREÑO AGUADO, J. op.cit (*El tratamiento jurídico penal de la inveracidad en la información social. Un propuesta de revisión del art. 290 CP*). pág. 407.

que no pueden ser incluidas en la categoría de administrador de hecho: así, podría castigarse, singularmente a los auditores y a las personas integrantes de la CNMV (según el art. 26 LMV) que tienen la misión de aprobar y registrar el folleto informativo, siempre que tuviesen conocimiento de la información incorporada al folleto¹⁰⁴².

Estamos de acuerdo con el autor, en que a estas mismas personas se les puede aplicar la “mera complicidad”, aunque somos partidarios de castigarlos como cooperadores necesarios de un delito del art. 282 bis.

De ahí que entendamos que, por ejemplo, los auditores, no entrarían en el concepto de administradores de hecho, ya que actuarían por mandato de otro, en concreto de quien ostentase la titularidad del órgano de administración. Es decir, carecerían de autonomía o falta de subordinación. Y para estar comprendido en el ámbito de la administración de “hecho” debe ejercer *motu proprio* un poder de dirección y gestión similar a los administradores de Derecho. Además debe añadirse (como examinábamos en el Capítulo III-Sujetos activos) la “habitualidad” en el ejercicio de tales funciones, permanencia o continuidad, que excluyen una función específica (como la auditoría de cuentas) en la gestión de la sociedad emisora, lo que impediría perseguir la conducta falsaria de un auditor por la vía del art. 282 bis, pero que podrá imputársele como cooperador necesario a través del art. 65.3. Tampoco por la vía del art. 290, pues como explica CARREÑO AGUADO, debe tratarse en todo caso como cooperador necesario en las falsedades en los documentos sociales cometidos por los sujetos activos que describe el tipo en cuestión. El informe de auditoría es objeto material de un tipo penal del que su autor, auditor no puede en ningún caso ser sujeto activo, sí quizás como *extranei*, al poseer los conocimientos técnicos sin los cuales no se pueden falsear esos documentos de la sociedad, añadimos. Siendo además esos documentos de la sociedad también parte del objeto material del art. 282 bis¹⁰⁴³.

Si bien se omite los administradores de sociedades cuyo objeto es la intermediación financiera sin emitir, como explica SILVA SANCHEZ, ellas mismas los valores con los que negocian. Es cierto que, en algún supuesto con respecto a éstos podría configurarse estimaciones de participación posible y

¹⁰⁴²MIRO LLINARES.F, *Conocimiento e imputación en la participación delictiva. Aproximación a una teoría de la intervención como partícipe en el delito*. Edit Atelier. Barcelona 2010. pág 95, nota 318. El autor entiende que “la única forma de cohestar accesoriedad y autorresponsabilidad es bajo la premisa de que el partícipe ni realiza él solo un injusto diferente al del deudor, ni colabora en la realización por éste del injusto, sino que co-realiza, con y a través del autor, el único injusto, el definido por el tipo penal específico de que se trate, mediante su integración en el injusto del autor que desde ese momento, ya no le pertenece solo al autor sino a ambos”. pág 136 citado en citado en CARREÑO AGUADO. J, op.cit (El tratamiento jurídico-penal de la inveracidad en la información social) pág 403.

¹⁰⁴³CARREÑO AGUADO, J. *El tratamiento jurídico penal de la inveracidad en la información social. Un propuesta de revisión del art. 290 CP*. La Ley, 2013. pág. 407-409; y también GONZALEZ VIZCAYA, E. “Los delitos societarios en el nuevo Código Penal”. En Actualidad Penal, n ° 10. 1997. pág. 229 y ss. Asimismo, SEQUEROS SAZATORNIL, F./DOLZ LAGO, M.J.op.cit (*Delitos societarios y conductas afines. La responsabilidad penal y civil de la sociedad, sus socios y administradores*) págs. 132 - 135.

como explica el autor citado vería como “*extranei*” y por tanto, en principio sujetos a la cláusula de atenuación del art. 65.3 CP, como cooperador necesario entre los cuales podrían estar los auditores, los contables y cualquier persona que realice un acto sin el cual no se pudiese haber cometido el delito del art.282 bis CP, añadimos¹⁰⁴⁴.

III. CONCURSOS

1. Las situaciones concursales del art. 282 bis con la estafa genérica del art. 248

En primer lugar, el delito de “estafa de inversiones”, entrará en concurso de leyes con el art. 248 , siendo de preferente aplicación en aquellos casos en que el sujeto activo tenga la cualidad de administrador de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociados y falsee información de carácter económico-financiera. En la redacción definitiva del art. 282 bis no se hace referencia a “engaño”, no obstante, parece necesario que al igual que la estafa genérica se produzca un engaño en el inversor, si entendemos que el falseamiento de la información económico-financiera para captar inversores constituye ya el engaño¹⁰⁴⁵.

Cabría afirmar que existe una especialidad por razón de los “sujetos y objeto material” pero además el tipo básico supone un adelantamiento de la intervención penal, pues no exige para su aplicación la existencia de un perjuicio patrimonial, quedando el tipo básico del art. 282 bis como una especie de tentativa de estafa genérica del art. 24.

Sentado todo lo anterior el legislador tampoco ha querido castigarlo más que la estafa por razón del sujeto y objeto, pues la pena más grave que prevé el 282 bis, coincide con la de los tipos agravados de la estafa (art. 250.1.5y250.2)¹⁰⁴⁶ de uno a seis años de prisión y de seis a doce meses. Ahora , tras la reforma 1/2015 hay un tipo de estafa superagravada, en el art. 250.2 donde se determina que “*si concurrieran las circunstancias incluidas en los numerales 4.º,5.º,6.º o 7º. Con la del numeral 1º. Del apartado anterior, se impondrán las penas de prisión de cuatro a ocho años y multa de doce a veinticuatro meses. La misma*

¹⁰⁴⁴SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ op.cit (El delito de estafa de inversiones) pág. 392. Las conductas realizadas por tales intermediarios no tendrían otro abordaje que el del delito de estafa común (art. 248 CP) y en cierta medida el del art. 290 CP.

¹⁰⁴⁵GARCIA SANZ, J. op.cit (La protección penal del mercado financiero) pág. 61.

¹⁰⁴⁶Sobre las dificultades de aplicación del delito de estafa genérica del art. 248 CP hasta la reforma operada por LO 5/2010, FEIJOO SANCHEZ, B. “Crisis económica y Derecho penal: Responsabilidad de los intermediarios financieros por la comercialización de productos de terceros”. En *Derecho penal económico y empresarial ante los desafíos de la Sociedad mundial del riesgo*. Edit. Colex, Madrid, 2010. Pág. 21 y ss.

*pena se impondrá cuando el valor de la defraudación supere los 250.000 euros.*¹⁰⁴⁷,

El art. 282 bis puede entrar en colisión con otras infracciones penales; Como dice PUENTE ABA será frecuente la verificación de situaciones concursales cuando se produce de forma efectiva la lesión del patrimonio de algún inversor¹⁰⁴⁸.

No resulta extraño que ya desde anteriores proyectos de modificación del Código Penal se pusiera de manifiesto por la doctrina que mediante el delito de estafa de inversiones se estaba simplemente criminalizando un momento previo a la lesión del bien jurídico, que llegaba a ser identificado con una tentativa del delito de estafa. Se configuraba así la estafa de inversiones como un tipo especial respecto al común que era el tipo de estafa. Las diferentes regulaciones que se han ido proponiendo en sede parlamentaria han experimentado algunos cambios, siendo el más relevante el producido desde el anteproyecto de 2007 al de 2008, en el que se hizo incluso desaparecer la referencia al “engaño” –elemento característico del delito de estafa-, de la redacción definitiva del precepto ofrecida por la LO 5/2010, de 22 de junio¹⁰⁴⁹.

Repárese al respecto en que, al hablar de “publicación de datos falsos, los autores del Proyecto de CP de 1980 se referían a una conducta posterior a la ejecución de la falsedad documental y cuyo autor no tiene por qué ser el falsificador (que, por lo demás, por imperativo legal tiene que ser administrador) del art. 290. Es más, cabría imaginar incluso una “conducta de publicación” que no tiene por qué ir necesariamente precedida de falsedad documental alguna (sea la falsedad documental societaria del art. 290 , sea la falsedad documental genérica del art. 392), siendo por tanto falsos solamente los datos que se dan a conocer al público.

Si tenemos en cuenta los elementos esenciales de delito de estafa del art. 248 como son: el engaño, el consiguiente error, el desplazamiento patrimonial como consecuencia del error producido por el engaño, y perjuicio patrimonial, siguiendo la reflexión de ZABALA-LOPEZ GOMEZ. Podemos concluir que nos encontramos ante un tipo especial del delito de estafa que se produce al falsear una determinada información económico-financiera para engañar a los inversores acreedores a comprar un instrumento financiero emitido por una sociedad. Y siguiendo este razonamiento podríamos llegar a considerar que nos encontramos ante un delito especial impropio, pues se aplicará este supuesto únicamente en los casos en los que se den la concurrencia de los administradores de hecho o derecho de la sociedad emisora de valores¹⁰⁵⁰.

¹⁰⁴⁷MUÑOZ CONDE/GARCIA ARÁN, op.cit (Derecho penal. Parte general. 2015). Pág 381-382.

¹⁰⁴⁸PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores) pág 70 y ss

¹⁰⁴⁹ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit (*Los delitos bursátiles*) pág. 209.

¹⁰⁵⁰ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit pág. 209.

Para quienes han defendido la subsunción de la estafa de crédito y de la estafa de inversiones en el art. 248., hay un concurso de leyes entre el art. 282 bis y aquel precepto que se habría de resolver, conforme al principio de especialidad, a favor del art. 282 bis si bien el art. 248.1 es más exigente en lo que se refiere a la intensidad del engaño y el resto de elementos del tipo frente a la simple falsedad y daño económico del 282 bis. Además respecto a los casos que no se puedan subsumir en el art. 282 bis, sigue vigente la discusión entre quienes defienden la subsunción de la estafa de crédito y la estafa de inversiones en el art. 248.1 y quienes se oponen a ella¹⁰⁵¹.

En nuestra opinión nos encontramos ante un tipo especial, en relación con el delito de estafa del art. 248, y que ha sido previsto por el legislador en el específico ámbito del mercado de valores (hablemos de sociedades emisoras). De ahí que a tenor del principio de especialidad (art. 8.1) deberá aplicarse al nuevo delito del art. 282 bis con respecto al delito genérico de estafa del art. 248; siempre y cuando el sujeto activo, lo fuera un administrador de hecho y/o derecho en una sociedad emisora de valores y que se hubiera falseado la información contenida en los folletos o en la información que dicha sociedad debe publicar a tenor de la legislación del mercado de valores.

En los restantes casos estamos con ZABALA-LOPEZ GOMEZ en que se deberá aplicar el tipo general del delito de estafa contenido en el art. 248. Sin embargo, no deja de ser algo inexplicable que se haya redactado de esta forma el delito de estafa de inversiones, incluso asignándole la misma pena que tenía el delito de estafa, pues resulta que este comportamiento, ya era incardinable dentro del delito de estafa, si bien la tentativa de estafa debía castigarse con una pena inferior a la del tipo básico en que ahora se convierta la denominada estafa de inversiones¹⁰⁵².

En este sentido, en efecto, pese a que resulta innegable que muchas de las conductas susceptibles de ser subsumidas y castigadas por el fraude de inversores, también podrán serlo simultáneamente por la estafa, con lo que su materialización en perjuicios patrimoniales permitiría, en principio, apreciar el correspondiente concurso de delitos entre el tipo básico de esta nueva figura y la concreta forma de estafa que valorase la intensidad de la lesión patrimonial efectivamente producida, habrá también que admitir que existen otras muchas, como, por ejemplo, todas las que se cometan sin un verdadero dolo de lesión patrimonial, que no tendrán encaje en el referido delito patrimonial, con lo que su plasmación en concretos perjuicios para “terceros” tampoco podrá dar lugar al comentado concurso¹⁰⁵³.

¹⁰⁵¹PASTOR MUÑOZ, N. op.cit (El nuevo Código Penal. Comentarios a la reforma) pág. 350.

¹⁰⁵²PUENTE ABA, L.M.op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores). pág. 75 y ss.

¹⁰⁵³GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP) pág. 141. No se puede compartir, por tanto, la postura defendida por RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E.op.cit (Estafa de inversores) pág. 315, ya que, como bien señala MARTINEZ-BUJAN PEREZ, Cop.cit

Estamos de acuerdo con PUENTE ABA cuando señala que en el art. 282 bis frente al tradicional delito de estafa “*se exige sin más que se verifique, por un lado, la falsedad documental, y por otro lado, el daño económico, pero sin exigir la prueba de una auténtica conexión entre ellos*”, lo que, de hecho, le llevó a afirmar que la “*aplicación única del tipo agravado del párrafo segundo del artículo 282 bis, quedaría únicamente reservada para aquellos casos en que, junto con la falsedad de los documentos sociales, se constatan perjuicios para los inversores pero sin que pueda demostrarse claramente ni la inducción a error derivada del documento, ni la conexión directa entre la información falsa y el perjuicio patrimonial*”, dado que, si éstos concurren, la estafa resultaría de preferente aplicación con respecto al tipo cualificado del art. 282 bis, al ser este último precepto, a su juicio, subsidiario respecto de aquél¹⁰⁵⁴.

No es necesario aquí ni que la falsedad sea idónea para generar error, ni mucho menos que llegue a materializarse la realización de un acto de disposición patrimonial para entender consumado el hecho. El juicio de idoneidad propio de la estafa, y que también contempla el art. 290 para la falsificación de cuentas o documentos que deban reflejar la situación económica o jurídica de la sociedad no es exigido en un precepto, el art. 282 bis, que busca el fortalecimiento de las estructuras de los mercados a los que se dirige. De manera tal, y con ello se vuelve al inicio de este argumento, que la obtención de la inversión no es requisito necesario para la consumación, ni tampoco excluirá la tipicidad la circunstancia de que la inversión obtenida llegue a ser neutra o incluso económicamente rentable. Allí donde se capte inversión que finalmente resulta rentable precisamente con base en la falsedad de la información, el hecho seguirá siendo típico, pues el objeto de la tutela no se circunscribe al patrimonio de los inversores, sino a las reglas de juego del mercado y particularmente las concernientes a los mercados regulados. Con todo, que la innecesariedad de vinculación entre la falsedad y la idoneidad para causar perjuicio legitime la existencia del precepto no quiere decir que la justifique¹⁰⁵⁵.

(*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 157, “*es cierto que en todos los casos en que se utilice una falsedad en la información como medio para cometer una estafa se cumplirá también el tipo del art. 282 bis-2º, pero no cabe formular la hipótesis inversa, esto es, no siempre que exista una falsedad en la información que acabe produciendo un perjuicio para inversores, etc., existirá un delito de estafa.*”

¹⁰⁵⁴PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 75 y ss.

¹⁰⁵⁵MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis) pág. 235. Piénsese en la hipótesis, a título de ejemplo, en que como consecuencia de la exageración de la información reflejada en el folleto se obtiene un mayor flujo de inversión, lo que permite, precisamente, obtener una rentabilidad que de otro modo y con menor flujo de inversión nunca habría sido posible. Importante para entender la exigencia de fortalecimiento de las estructuras de los mercados VALMAÑA OCHAITA, M. op.cit (*Algunas consideraciones sobre el marco jurídico protección del inversor en Derecho español*) pág. 8; FERNANDEZ PEREZ, N. op.cit (La protección jurídica del accionista inversor) pág. 267; GARCIA SANZ, J. op.cit (La protección penal del mercado financiero) pág. 46; SILVA SANCHEZ, J. M. SANCHEZ, J.M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ op.cit (El delito de estafa de inversiones) pág. 391. Quien insiste que la necesidad a la que la reforma del art. 282 bis pretende hacer frente es la garantía de integridad de los mercados financieros. Se trata de velar por la transparencia de estos, de

Es así que el art. 282 bis es ley especial frente a la estafa. En efecto, no cabe hablar de una relación lógica de especialidad entre los preceptos contenidos en los arts. 282 bis, segundo párrafo, y 248, desde el momento en que el delito que nos ocupa no reproduce todos los elementos de la estafa del art. 248. Lo correcto es, pues, diferenciar las hipótesis en que la estafa concurra con el tipo básico y aquellas en que concurra con el tipo cualificado, y con respecto a la segunda hipótesis entender que, descartado el criterio de la especialidad en las relaciones entre ambos preceptos, cada uno de ellos posee un ámbito de aplicación propio.

Para llegar a esta conclusión hay que partir de la base de que en el tipo cualificado del art. 282 bis, se está castigando un comportamiento compuesto por una falsedad documental y por la causación de un efectivo perjuicio, en nuestra opinión “económico”, que se asocia a aquélla, pero con la particularidad de que para su integración no son necesarios todos los elementos propios del delito de estafa: en particular, no se exige la inducción a error, ni la concurrencia de la conexión de riesgo. Así las cosas, es cierto que en todos los casos en que se utilice una falsedad documental en la información destinada al mercado de valores como medio para cometer una estafa se cumplirá también el tipo del art. 282 bis, 2º párrafo; pero no cabe formular la hipótesis a la inversa. De ahí que el art. 282 bis, 2º párrafo, sea ley subsidiaria. La ley principal no es solamente la estafa, sino más bien la estructura concursal formada por este delito y el tipo básico del art. 282 bis, primer párrafo¹⁰⁵⁶.

Por su parte, en lo que respecta a la primera de las hipótesis antes apuntadas, concurrencia entre el precepto del tipo básico del art. 282 bis, primer párrafo, y la estafa del art. 248, hay que entender que, si además de ejecutar la conducta definida en el tipo básico del párrafo 1º del art. 282 bis se realiza un delito de estafa con perjuicio para una persona concreta, existe un concurso de delitos: entre la falsedad en la inversión de valores, que representa un peligro para todo el colectivo de eventuales inversores y la estafa, en relación con el concreto inversor que ha sufrido una merma en su patrimonio explica PUENTE ABA. Y continúa la autora, con una supuesta hipótesis; como se sancionarían los casos en que se constate que el perjuicio para el inversor es debido a que ha incurrido en un error originado por la falsedad documental. En tal caso, siempre que efectivamente se acrediten daños patrimoniales individualizables en uno o varios inversores, nos encontraremos ante uno o varios delitos de estafa, y en relación concursal con el tipo básico del artículo 282 bis, ya que además de los daños efectivamente causados habrá que seguir valorando el peligro que sigue

forma que los inversores puedan tomar sus decisiones en condiciones de igualdad y veracidad; también véase SERRANO GONZALEZ DE MURILLO, J.L. “Delitos contra los intereses económicos de los consumidores y estafa”. *Revista Estudios penales y criminológicos* Vol. XXXI (2011). pág. 590.

¹⁰⁵⁶FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1090.

suponiendo, para el resto de potenciales inversores, la difusión del documento falso¹⁰⁵⁷.

En conclusión, el párrafo primero del art. 282 bis tipifica una “falsedad documental”.

Y como dice MARTINEZ-BUJAN PEREZ, incluso en el caso de que este tipo delictivo se configurase como un “tipo de peligro” de aptitud para la producción de un perjuicio patrimonial a los inversores (y con independencia además de que la conducta consistiese en una falsedad documental o en una comunicación o difusión de datos falsos), la solución sería asimismo la de apreciar un concurso de delitos¹⁰⁵⁸.

Eso sí, cuestión diferente es que en la práctica no sea tarea sencilla probar la existencia de una “genuina estafa en el mercado de valores”, que sea precisamente la consecuencia de la falsa información a el emisor, y no, de otras circunstancias como el comportamiento de algunos inversores¹⁰⁵⁹.

No se puede sancionar por delito de estafa genérica sino se dan todos los elementos del tipo: engaño-error-desplazamiento patrimonial-perjuicio económico. Sin embargo, al ser el tipo básico del 282 bis tipificado como un delito de falsedad documental, no necesita de todos esos elementos, por ello solo serán necesarios la falsedad y el propósito para realizar el tipo básico. Esta es la razón de la novedad de la inclusión, viendo uno de los aspectos positivos del artículo del nuevo tipo delictivo del art. 282 bis.

Se ponía así de manifiesto como el adelantamiento de las barreras de protección penal producido mediante la inicial creación de estos tipos delictivos no sólo había venido a facilitar el castigo de muchos de los engaños que se realizan en los mercados para captar financiación ajena, (pero que no se llegan a concretar en ningún perjuicio patrimonial); sino también lo habrían hecho con muchos de los que se mantenían al margen del tipo tradicional de la estafa, precisamente, por haber sido realizados sin el dolo de lesión que caracteriza la tipo subjetivo de dicho delito.

Sin duda, este hecho supuso una notable ampliación de la protección penal otorgada a los comentados sujetos frente a los engaños con los que se suelen encontrar en los mercados financieros, pero no consiguió evitar que nuestro legislador decidiese volver a ampliar su tutela, mediante la creación del controvertido y criticado delito de estafa de inversiones del vigente art. 282 bis¹⁰⁶⁰.

¹⁰⁵⁷PUENTE ABA, L.M.op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 76.

¹⁰⁵⁸MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (Derecho penal económico y de la empresa) pág. 331.

¹⁰⁵⁹NIETO MARTIN, A.op.cit (*Nociones fundamentales de Derecho Penal*) pág. 493.

¹⁰⁶⁰GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP) pág. 126.

Y si bien es cierto que la mayoría de estos “engaños” serían reconducibles al delito de estafa del art. 248 , y a las diversas cualificaciones del mismo (art. 250); ya que puede haberse producido un perjuicio a “multitud de personas de buena fe”. Con la nueva tipicidad –art. 282 bis- se pretende proteger los intereses de los consumidores en general, los llamados inversores, “antes de que puedan resultar perjudicados, creando para ello “un delito de peligro abstracto”, sin exigir una puesta en peligro concreta, y aún menos esperar a que se produzca el perjuicio¹⁰⁶¹.

Como explica BONILLA PELLA la idoneidad del engaño o el falseamiento, concebido éste como una modalidad de engaño, plantearía problemas insuperables de imputación objetiva en el ámbito de los mercados de valores. Mucho más la suficiencia del engaño. Su carácter objetivo, como apto “ex ante” para provocar el acto dispositivo, no permite desvincularlo totalmente del inversor que es engañado y éste puede ser de la más variada naturaleza; desde el pequeño inversor a la más sofisticada de las entidades financieras. Todo lo anterior no quiere decir que cualquier falseamiento de información sea relevante a los efectos del art. 282 bis. Debe ser un falseamiento que objetivamente sea eficaz para la captación de inversores o financiación. Es decir, que de una manera u otra oculte la verdadera situación patrimonial o financiera de la sociedad. Esto puede ocurrir por la ocultación o el falseamiento de información de naturaleza no estrictamente financiera pero que pudiera tener esa repercusión en el futuro¹⁰⁶².

Un ejemplo típico sería una información errónea sobre la situación de una determinada patente.

Se ha criticado si la conducta típica del art. 282 bis y por extensión el precepto en sí mismo, quedaría solapado con el delito de estafa. Y en esta línea interpretativa GALAN MUÑOZ para quien, si bien es cierto que el que la estafa limite su engaño típico exigiendo que sea adecuado o bastante para generar un error en su víctima, obliga a determinar cuáles lo serán y cuáles no, realizando una valoración normativa de los mismos que atienda a los criterios generales de la teoría de la imputación objetiva. Ello en modo alguno lleva a que esta figura sólo pueda castigar engaños que resulten idóneos para generar un error a un destinatario diligente o ideal. No lo hará (explica el autor a quien seguimos su razonamiento) porque al permitir el primer juicio propio de dicha teoría, (el referido a la idoneidad o peligrosidad ex ante de la conducta realizada para ocasionar el resultado que se le pretenda imputar), se atiende a otros factores que se pueden tener en cuenta en su valoración tanto los aspectos objetivos o generales que rodean a la actuación realizada, como aquellas circunstancias

¹⁰⁶¹MUÑOZ CONDE, F. op.cit (*Derecho penal, Parte Especial*) pág. 513.

¹⁰⁶²BONILLA PELLA, J. op.cit (Estafa de inversiones) pág. 280 nº 2563 y 2564.

subjetivas que podrían hacer especialmente vulnerable al sujeto frente al que se efectuase y que hubiesen sido conocidas por quien la realizó¹⁰⁶³.

Se hará perfectamente posible que la estafa pueda perseguir y sancionar, tanto aquellos engaños que, pese a que no ser idóneos para vulnerar las barreras de protección que normalmente emplearía un profesional diligente de este sector, sí podrían serlo con respecto al concreto profesional, especialmente vulnerable o negligente, al que conscientemente se dirigiesen.

Asimismo, se pueden perseguir otros engaños como sucede en muchos de los casos que nos ocupan en los mercados regulados, al realizarse frente a la ingente y variopinta masa de individuos que participan en muchos de los más conocidos mercados financieros como consecuencia de la cada vez mayor participación de particulares en su seno. Así las cosas, también deberían ser consideradas como suficientes para provocar el error de alguno de dicho sujetos.

El hecho de que el delito de estafa exija que su engaño típico tenga que ser idóneo para generar error en su receptor, no supone un verdadero obstáculo para que esta figura pueda castigar, cuando menos en grado de tentativa, muchos de los engaños que se efectúan en los mercados para captar financiación (postura que es defendida como hemos visto por una cualificada y selecta doctrina penalista).

De ahí que MUÑOZ CONDE en su línea discursiva explique también aquí se tipifica una tentativa de estafa, o por lo menos un acto preparatorio de la misma. El autor insiste que existe una legislación administrativa de control (se está refiriendo a la CNMV y con poder sancionatorio) que debería ser suficiente para prevenir, que este fuese el hecho pudiera llegar a producir un daño colectivo¹⁰⁶⁴.

Y es que además, no coincide el “injusto” del art. 282 bis, con el delito de estafa. Ya que en éste, se exige un ánimo de lucro como elemento subjetivo del injusto, que no se exige en la estafa de inversores del art. 282 bis.

¹⁰⁶³GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP) pág. 121. En este sentido, incluso quienes, como PASTOR MUÑOZ, N. op.cit (El nuevo código penal, comentarios a la reforma) págs. 147-288-287, dice que quienes pretenden objetivizar al máximo el juicio de imputación propio de esta conducta típica, señalando que en el juicio de imputación del comportamiento que se le es propio “*debe partirse de un modelo de víctima, para poder así construir la tipicidad desde una perspectiva objetiva, y, por ello, se debe prescindir de las peculiaridades de la víctima y del desarrollo causal del proceso*”, terminan, pese a todo, reconociendo que podrá haber engaños que no serían generalmente típicos, pero que se habrán de tener por tales, precisamente, porque quien los efectúa lo hace adaptando su comportamiento, separándose del estándar propio de su posición económica, para sacar provecho de la debilidad de su víctima, lo que a su modo de ver, supone un acto de asunción de mayores deberes de veracidad por parte de dicho sujeto y, consecuentemente lleva a que también se subsuma su actuación en el tipo de injusto de este delito. SILVA SANCHEZ, J. M. /ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ op.cit (El delito de estafa de inversiones. pág. 147, 258 y 286

¹⁰⁶⁴MUÑOZ CONDE, F.op.cit (*Derecho penal, Parte Especial*) pág. 513.

Aunque, como explica MORALES GARCÍA, no será difícil convenir que el administrador de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores es, a su vez, el administrador de hecho o de derecho de una “sociedad constituida”; y que si ese mismo sujeto activo falsea la información económico financiera contenida en el folleto de emisión de cualquier instrumento financiero está, a su vez, falsificando un documento que refleja la situación jurídica o económica de la sociedad; y que todo ello ya está previsto y penado en el art. 290 e incluso está previsto en el segundo párrafo de ese artículo al agravar la responsabilidad, si se causa un perjuicio económico a la propia entidad¹⁰⁶⁵.

Tampoco será difícil convenir que quien mediante un engaño bastante materializado en la falsificación de la información que debe figurar en el folleto de emisión de instrumentos financieros consigue producir error en el inversor generando un acto de disposición patrimonial (la inversión, en sentido estricto) en perjuicio propio o de un tercero. No sólo está realizando el supuesto de hecho del art. 282 bis párrafo segundo; sino que al tiempo realiza el supuesto de hecho del delito de estafa clásico del art. 248 . Ítem más, si el perjuicio causado es de notoria importancia, se impondrá la misma pena tanto si se acude al delito de estafa cualificado (art. 250.1.5ª) como si se acude a lo dispuesto en el nuevo art. 282 bis, párrafo segundo, es decir, entre 1 y 6 años de pena de prisión. O de acuerdo con la última reforma 1/2015 al art. 250.2. estafa superagravada.

Como hemos visto en páginas anteriores, en el art. 282 bis, la falsedad no tiene que ser idónea (aunque objetivamente debe examinarse en relación a la razonabilidad de un inversor “medio”) y tampoco se exige la “materialización”, esto es, el perjuicio patrimonial, con lo cual el “*conspectus*” del art. 282 bis, se aleja de la finalidad perseguida tanto en el art. 248, 290 y/o 392 .

Para FARALDO CABANA (muy crítica con el tenor del art. 282 bis) la versión del 282 bis es muy similar a la redacción del art. 290 incluso en relación a la causación del perjuicio patrimonial¹⁰⁶⁶.

Por ello y al igual que en el delito de estafa tendrá que operar la especialidad del art. 8.1 CP para determinar que precepto deberá ser aplicado al encontrarnos ante un concurso de normas penales concluyendo que en los casos en que la información falseada sea relativa a la información que deba publicar la sociedad de acuerdo con la legislación del mercado de valores, si el propósito es conseguir inversores o financiación de algún modo o esa información falseada se contuviera en el folleto de emisión, sería de aplicación el art. 282 bis¹⁰⁶⁷ al ser éste precepto mas especial con respecto a la estafa básica del 248 como precepto general¹⁰⁶⁸. En la misma línea que FARALDO CABANA, PUENTE ABA

¹⁰⁶⁵MORALES GARCÍA, O., op.cit (Art. 282 bis Código penal) pág. 311

¹⁰⁶⁶FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1090.

¹⁰⁶⁷FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) págs. 1089 - 1090.

¹⁰⁶⁸FARALDO CABANA, P. op.cit págs. 1089 - 1090.

concluye que se está castigando de forma específica una falsedad que ya tenía cabida en otros preceptos del código por lo que se producen diversos concursos de leyes, con el delito publicitario (art. 282), el delito de falsedad en documentos sociales (art. 290) y los delitos de falsedades; aplicando el principio de especialidad el art. 282 bis desplazaría a todos esos preceptos de acuerdo al concurso de normas del art 8.¹⁰⁶⁹.

Es interesante la reflexión de MARTINEZ-BUJAN PEREZ en el sentido que si se parte de la base de interpretar el delito del art. 282 bis (o, al menos, una parte de este, en el sentido de que tienen cabida en él también las conductas de comunicaciones falsas, al lado de las falsedades documentales) como una figura de naturaleza semejante a la del delito de publicidad falsa, serían trasladables aquí las consideraciones que se hacen con respecto a las relaciones entre este delito y el de estafa genérico del art. 248¹⁰⁷⁰.

Sin embargo, FARALDO CABANA, considera que el “peligro abstracto para el patrimonio” es uno de los dos bienes jurídicos del tipo básico, al lado de “la lesión para la funcionalidad del documento”, pese a que después, al determinar el momento consumativo del delito, entiende que la consumación tiene lugar “con la realización de la falsedad, no en el momento en que la información falsa se publica y difunde¹⁰⁷¹”.

MENDOZA BUERGO, en relación al delito de estafa, dice que la hipótesis más habitual será apreciar un concurso real de delitos, sin poder descartarse en algún caso el concurso ideal¹⁰⁷².

Explica MUÑOZ CONDE que el art. 282 bis contiene un delito de peligro, que sanciona determinadas conductas que pueden suponer un riesgo importante para los intereses económicos de los inversores; por tanto, no abarca el desvalor derivado de la producción de efectivos daños patrimoniales¹⁰⁷³.

Cuando, como consecuencia de estas falsedades, algún inversor decida realizar alguna disposición patrimonial que le perjudique, habría que apreciar un concurso de delitos: la falsedad en la inversión de valores, que representa un peligro para todo el colectivo de eventuales inversores, y la estafa, en relación con el concreto inversor que ha sufrido una merma en su patrimonio¹⁰⁷⁴.

¹⁰⁶⁹PUENTE ABA, L.M.op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores) pág 75-

¹⁰⁷⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Derecho penal económico*) pág. 267.

¹⁰⁷¹FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1086.

¹⁰⁷²MENDOZA BUERGO, B. op.cit (Delitos patrimoniales, delitos contra el mercado –art. 282 bis CP-) pág. 1213. N° 12005

¹⁰⁷³MUÑOZ CONDE, F.op.cit(*Derecho penal, Parte Especial*) pág. 514.

¹⁰⁷⁴PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 76.

Entre ambos artículos art. 282 bis *versus* art. 248 cabe el concurso de delitos. Ya que en el art. 282 bis párrafo primero se tipifica una falsedad documental. En virtud de la cual como dice MARTINEZ-BUJAN PEREZ la relación concursal sería la misma que cabe establecer entre una falsedad en documento público, oficial o mercantil y la estafa¹⁰⁷⁵.

Ahora bien conviene aclarar que incluso en el caso de que este tipo delictivo se configurase como un tipo de peligro de aptitud para la producción de un perjuicio patrimonial a los inversores (y con independencia además de que la conducta consistiese en una falsedad documental o en una comunicación o difusión de “datos falsos”), la solución sería asimismo la de apreciar un concurso de delitos¹⁰⁷⁶.

Del mismo modo que mayoritariamente se viene sosteniendo con respecto a la relación entre el delito de estafa y del delito del art. 290.1¹⁰⁷⁷ y entre el delito de estafa y el delito del art. 282 bis¹⁰⁷⁸.

Así las cosas y reiterando la razonabilidad de este argumento y desde una explicación del derecho comparado viene sosteniendo mayoritariamente el sector doctrinal alemán que parte de la base de que en el art. 264a StGB se tutela un bien jurídico de naturaleza supraindividual. Eso sí, cuestión diferente será que en la práctica no resulte tarea sencilla probar la existencia de una genuina estafa en el mercado de valores, que será precisamente la consecuencia de la falsa información del emisor y no de otras circunstancias, como el comportamiento de otros inversores a los que se sigue con respecto a inversiones en el mercado de valores creyendo que serán beneficiosas¹⁰⁷⁹.

La aplicación única del tipo agravado del párrafo segundo del art. 282 bis, quedaría únicamente reservada para aquellos casos en que, junto con la falsedad de los documentos sociales, se constatan perjuicios para los inversores pero sin que pueda demostrarse claramente ni la inducción a error derivada del documento, ni la conexión directa entre la información falsa y el perjuicio patrimonial. Este tipo agravado, por lo tanto, queda configurado como una norma subsidiaria que resultará de aplicación sólo cuando tras la falsedad documental se verifiquen daños en el patrimonio de los inversores, pero no se pueda constatar la presencia de todos los elementos del tipo de estafa¹⁰⁸⁰.

¹⁰⁷⁵MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 146; también PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.)pág. 76.

¹⁰⁷⁶VILLACAMPA ESTIARTE, C. op.cit (Las falsedades contables en el Proyecto de ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007) pág. 457.

¹⁰⁷⁷MUÑOZ CONDE, F.op.cit (*Derecho penal, Parte Especial*) pág. 514.

¹⁰⁷⁸FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis)pág. 1090.

¹⁰⁷⁹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 146.

¹⁰⁸⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Derecho penal económico*) págs. 268-390; también FARALDO CABANA, P.op.cit (Art. 282 bis) pág. 1090; PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 77.

2.El art. 282 bis y su relación en concurso con el art. 290 (falsedad de cuentas anuales, documentos sociales, información de la sociedad)

Entre tanta coincidencia, parece existir en el supuesto de hecho típico del art. 282 bis una parcela no cubierta en otros tipos penales: “la inocuidad del falseamiento” en relación con el propósito del autor, que no obstante activa el delito del art. 282 bis mas no así el del art. 290, ligado a la idea de peligro a través de una estructura de peligro hipotético o potencial (“*de forma idónea para causar un perjuicio económico a un tercero*”). El art. 282 bis agrava la pena si se obtiene la inversión en perjuicio de tercero, manteniendo tácita la punición de la obtención de la inversión sin perjuicio del inversor o incluso con beneficio para él, lo que no sucede en el ámbito del art. 290 ¹⁰⁸¹.

De hecho la aparición de esta modalidad especial obedece a que en el nuevo CP se establece, en relación con el art. 290, que “la aparición de esta modalidad especial obedece a que en el nuevo desaparece con carácter general la falsedad meramente ideológica cometida por particulares, ya que el art. 392, dentro de las falsedades documentales, sólo castiga al particular que cometiere en documento público, oficial o mercantil, alguna de las falsedades descritas dentro de los tres primeros números del apartado 1 del art. 390, excluyendo el supuesto contemplado en el nº 4 “faltar a la verdad en la narración de los hechos”. Así explican CARREÑO AGUADO y SILVA SANCHEZ, el legislador opta por crear modalidades especiales de falsedad ideológica para aquellos supuestos en los que el particular se encuentre en una posición que le obligue a ser veraz, y a esta obligación de los administradores de la sociedad responde el nuevo art. 290, ya que impone el deber de veracidad de la información ¹⁰⁸².

Tal y como se indica a lo largo de este comentario, es interesante la reflexión de SILVA SANCHEZ, para el que las situaciones concursales más frecuentes serán las que pongan en relación el art. 282 bis con el art. 290 y el art. 248 (recientemente analizado). En principio el 282 bis debe considerarse ley especial con respecto a la falsedad de documentos de la sociedad y el tipo común de estafa, sobre todo en relación con el art. 290.1, y la tentativa de estafa. Sin embargo, tanto en lo relativo al art. 290.2, como en cuanto al delito de estafa consumado no cabe descartar la posibilidad de situaciones de concurso ideal o real, en función de que se constate una diversidad de bienes jurídicos afectados ¹⁰⁸³.

¹⁰⁸¹GARCIA SANZ, J. op.cit (La falsedad en la inversión en los mercados de valores) pág. 743.

¹⁰⁸²CARREÑO AGUADO, J. op.cit (*El tratamiento jurídico penal de la inveracidad en la información social. Un propuesta de revisión del art. 290 CP*). pág. 405. También SILVA SANCHEZ, J.M. *Simulación y deberes de veracidad Derecho Civil y Derecho Penal: dos estudios de dogmática jurídica*. Edit. Civitas. Madrid, 1999. pág. 134.

¹⁰⁸³SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ op.cit (El delito de estafa de inversiones) pág. 400

En realidad como ha apuntado algún sector doctrinal se está castigando de forma específica una falsedad que ya tenía cabida en otros preceptos del Código; cuestión distinta será determinar cómo solventar los concursos de leyes que se producen entre el artículo 282 bis y estas otras figuras delictivas. En primer lugar, se produce una situación de conflicto con los delitos de falsedades (art. 8.1); en este caso existe una relación de especialidad entre esta genérica categoría delictiva y el delito objeto de comentario. Puesto que el art. 282 bis sanciona una mera conducta de falsedad en un ámbito muy específico, el mercado de valores.

En segundo lugar, cabe plantearse cómo solucionar el conflicto existente con el delito publicitario (art. 282) y el delito de falsedad en documentos sociales (art. 290). Generalmente tal situación concursal se ha resuelto aplicando el principio de especialidad, de tal modo que el artículo 282 bis, al contemplar la falsedad en unos documentos muy específicos (folleto de emisión, información económico-financiera), desplazaría a los otros dos preceptos, que sancionan falsedades con carácter más general¹⁰⁸⁴.

No obstante, teniendo en cuenta que la relación de especialidad entre dos preceptos exige que la ley especial contenga todos los presupuestos de la ley general, más otro u otros que la singularicen, podría cuestionarse si esto ocurre exactamente en los supuestos aquí analizados¹⁰⁸⁵.

Es decir (recalcamos por nuestra parte), para que se aplique el art. 282 bis la información que se “falsea” lo es la que la sociedad emisora de valores debe difundir y publicar, a tenor de la LMV y que se contenga, por ejemplo, en lo dispuesto en el art. 27 LMV (es decir, toda la información que según las características del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación cabal, que sea fácilmente analizable y comprensible). En estos casos será aplicable el art. 282 bis . Es decir, la información de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor, y eventualmente del garante, y de los derechos inherentes a tales valores.

La CNMV no está obligada a notificar individualmente la decisión del Registro a cada uno de los inversores. Los efectos del acto administrativo de registro del folleto se producen desde su difusión en la página web de la CNMV¹⁰⁸⁶.

¹⁰⁸⁴FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1090; MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Derecho penal económico*) pág. 268, considerando también que el art. 282 bis consume al tipo del art. 290; MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis) pág. 237; QUERALT JIMENEZ, J. op.cit (*Derecho penal Español. Parte especial*) pág. 777; VILLACAMPA ESTIARTE, C. op.cit (Las falsedades contables en el Proyecto de ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007) pág. 457; PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 75; también ZABALA LOPEZ-GOMEZ C.op.cit (*Los delitos bursátiles*) pág. 211.

¹⁰⁸⁵FARALDO CABANA P. op.cit (art 282 bis) pág 1088 .

¹⁰⁸⁶ZUNZUNEGUI, F. *Ley del mercado de valores: Concordancias, jurisprudencia y comentarios*. Edit. Colex, Madrid, 2006 Pág. 282. Especialmente comentario al art. 92 LMV. Pág. 62.

Cuando ello no ocurra, es decir, falte el “propósito deliberado de información”, o no se trate en sentido estricto de esta información específica en el mercado de valores (folletos y/o información que la sociedad emisora de valores debe publicar), entonces se aplicaría el art. 290.

Se critica que nos encontramos ante una situación que debía haber sido evitada por el legislador, estableciendo una redacción distinta del tipo, o bien modificando el art. 290 de tal forma que no se produjese el concurso de normas al que hacemos referencia, y que deberá ser interpretado por la jurisprudencia, pero que, debido a la escasa aplicación práctica de estos preceptos, posiblemente no llegue a ser explicado cómo debería serlo¹⁰⁸⁷.

El art. 290 sanciona el falseamiento de la información económica de la sociedad de forma apta para causar un perjuicio. El art. 282 bis se refiere al falseamiento hecho con el propósito de captar recursos. La diferencia está en el contenido del falseamiento. Ya que no cualquier inveracidad plasmada por escrito constituye un falseamiento típico, ya que para el 290, la falsedad debe ser objetiva y adecuada, no así en el 282 bis¹⁰⁸⁸.

La información a la que alude el art. 282 bis, es por un lado la información financiera de la empresa; y por otra la información futura. La doctrina critica con razón, que si la primera información puede resultar difícil (exigencia de auditorías extremas; la segunda información referida a las perspectivas del emisor y del garante es más problemática (ya que se trata de intenciones de actuación empresarial)¹⁰⁸⁹.

El art. 290 castiga una falsedad documental, generalmente ideológica, cuando se ejecutaba en aquellos documentos que debían reflejar el estado económico de la entidad a la que se referían y se hacían de forma idónea y era causar perjuicios patrimoniales a la propia sociedad, a uno de los socios o a un tercero.

Pero el art. 282 bis supone un reforzamiento en la protección penal en el patrimonio de los consumidores-inversores y el correcto funcionamiento del mercado.

Ahora bien, y comparando con lo dispuesto en los artículos 284 y 290 el sujeto activo tiene que actuar con dolo de lesionar el patrimonio ajeno por lo que se podrá castigar por haber realizado dichos delitos, incluso si efectuaron sus engaños o falsedades típicos estando completamente seguros, por ejemplo y en

¹⁰⁸⁷ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit (*Los delitos bursátiles*) pág. 212.

¹⁰⁸⁸BONILLA PELLA, J. op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores) pág. 279. Nº 2558; y también CARREÑO AGUADO, J. op.cit (*El tratamiento jurídico penal de la inveracidad en la información social*) pág. 220.

¹⁰⁸⁹PRAT WESTERLINDH, C. op.cit (Estafa de inversores) pág. 8-12.

relación con el primero de los citados delitos, de poder conseguir que el precio obtenido por su manipulación se llegase finalmente a estabilizar por el propio funcionamiento del mercado, o entendiendo, de la misma forma y en relación al segundo, que finalmente podrían cumplir con los pagos comprometidos con quien les financió o les concedió un crédito gracias a los documentos sociales que habían falsificado. En ambos casos, los autores de estos delitos estarían seguros de poder controlar los riesgos que sus actuaciones generarían, evitando que los mismos se pudiesen llegar a materializar en una lesión patrimonial ajena y, sin embargo y al mismo tiempo, también sabrían que al realizar sus conductas generarían o incrementarían el riesgo de posible producción de tales resultados, circunstancia que, si bien excluirá la posibilidad de que se pudiese entender que habrían actuado con el dolo de lesión que requeriría el tipo subjetivo del delito de estafa, en modo alguno impedirá que, paralela y simultáneamente, se pueda y se deba afirmar que lo habían hecho teniendo el dolo de generar aquel peligro que completaría el tipo de injusto de estos dos últimos delitos, con lo que no existiría problema alguno para castigarlos por su dolosa realización¹⁰⁹⁰.

A nuestro parecer, si bien la conducta típica es coincidente en ambos (ejecución de una falsedad), en el primero de ellos se requiere un elemento de idoneidad objetiva (que la falsedad sea apta para causar un perjuicio) que como venimos analizando, no está previsto en el delito de falsedad en la inversión en el mercado de valores. Por consiguiente, si bien existe una relación de especialidad estrictamente entre los objetos materiales de estas figuras delictivas (puesto que los documentos a los que se refiere el art. 282 bis son más específicos que los contemplados en los otros dos tipos penales), no puede afirmarse lo mismo de las diversas conductas típicas contenidas en estos preceptos.

Como evidentemente el art. 282 bis no consume las conductas incriminadas en los art. 282 y 290, y asimismo tampoco es ley subsidiaria con respecto a estas dos normas, la solución a este concurso normativo tendría que venir a través del principio de alternatividad, aplicando el precepto que prevea una sanción más grave (art 8.4), que es este caso es precisamente el art. 282 bis del¹⁰⁹¹.

Las relaciones con el delito societario del art. 290 CP dependerán de cómo se caracterice el injusto del art. 282 bis. Si se concibe como un auténtico delito de falsedad en documentos de la sociedad (según los hemos caracterizado aquí, considerando la redacción ofrecida por el legislador español de 2010), es obvio que el art. 282 bis deberá prevalecer sobre el art. 290, dado que posee mayor pena¹⁰⁹².

¹⁰⁹⁰GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP) pág. 124.

¹⁰⁹¹PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 75.

¹⁰⁹²MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) págs. 147-148; y también el mismo autor “Derecho penal económico y de la empresa”. pág. 332.

Usualmente se afirma que el art. 282 bis es ley especial¹⁰⁹³ con relación al art. 290 ; sin embargo, en puridad de principios de *lege lata* no cabe establecer una relación de especialidad entre ambos preceptos, en el sentido de que el art. 282 bis sea una subclase lógica (o simple tipo derivado) del art. 290 , puesto que el art. 290 incluye un elemento (la idoneidad para perjudicar) que no se contiene en el art. 282 bis.

A la vista de ello, y de que tampoco cabe entender que exista una relación de subsidiaridad¹⁰⁹⁴ o de consunción propiamente dichas¹⁰⁹⁵, habrá que concluir que existe una relación de alternatividad, en virtud de la cual el precepto penal más grave excluye la aplicación del precepto que castiga el hecho con pena menor (art. 8.4). Esta situación de conflicto será frecuente: así, uno de los supuestos principales será el caso de que la falsedad recaiga sobre las cuentas anuales (objeto mencionado expresamente en el art. 290 como caso paradigmático de documento que refleja la situación jurídica o económica de la entidad), puesto que estas pueden formar también parte del folleto que emite la sociedad y ser falseadas con la finalidad de captar inversores¹⁰⁹⁶.

Por otro lado, puede entenderse que el concurso de normas que puede producirse con el art. 290, haría que nos decantasemos por la aplicación del principio de especialidad, exigiría que el concurso se resolviese a través del art. 282 bis a tenor de lo prescrito en el art. 8.1 (*a fortiori* BONILLA PELLA¹⁰⁹⁷).

Debemos recalcar y reiterar desde nuestro razonamiento que el legislador ha decidido desvincular el injusto típico del fraude de inversores de cualquier referencia objetiva o subjetiva a la efectiva o potencial producción de la lesión patrimonial ajena y ha centrado toda la carga del ataque patrimonial propio de esta nueva figura en el hecho de que se lleve a cabo con el fin de obtener la cesión voluntaria de activos patrimoniales por parte de sus posibles víctimas. Con ello consigue que este nuevo delito pueda castigar tanto aquellas falsedades que no fuesen, en principio, directamente idóneas para ocasionar un perjuicio sobre sus destinatarios, como aquellas otras que siéndolo, hubiesen sido erróneamente consideradas como inocuas por su autor; conductas todas ellas que se mantendrán al margen del delito contenido en el art. 290, pero que sí se podrán castigar por el art. 282 bis, demostrándose así como esta nueva figura no solo se solapará con aquella, sino que de hecho vendrá a desempeñar una función

¹⁰⁹³VILLACAMPA ESTIARTE, C. op.cit (Las falsedades contables en el Proyecto de Ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007) pág. 457.

¹⁰⁹⁴FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1090.

¹⁰⁹⁵QUERALT JIMENEZ, J.op.cit (*Derecho penal Español*) pág. 777.

¹⁰⁹⁶ SANTANA VEGA, D./GOMEZ MARTIN, V. op.cit (art. 282 bis) pág. 625. Y como dice este autor y MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 147. En el caso que nos ocupa sin embargo, el problema es que en el precepto que comporta una agresión más próxima y perfecta a bien jurídico es el delito del art. 290 (porque incluye la idoneidad para causar un perjuicio), en atención a lo cual la aplicación del criterio de la subsidiariedad nos abocaría, paradójicamente, a aplicar el precepto que se castiga con menor pena (o sea, el del art. 290).

¹⁰⁹⁷BONILLA PELLA, J. op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores) pág. 281 nº 2565.

claramente subsanadora de algunas de las deficiencias protectoras que la citada figura societario había dejado sin solventar¹⁰⁹⁸.

En fin, aún tratándose el art. 282 bis de un delito socioeconómico. La particularidad radica en que se refiere a sociedades emisoras de valores, con lo que está reforzando la protección penal de estos mercados financieros.

Después de analizado la relación entre el art. 282 bis y el art. 290, entendemos coherente la solución de MORALES GARCIA que siempre debe acudir a las reglas de solución del concurso de normas penales, si quiere aventurarse la preferencia de la norma aplicable, so pena de incurrir en infracción de *non bisinidem*. Resulta aquí, una relación de “especialidad parcial”. Siempre que concurra la falsedad de las cuentas junto a la idoneidad para causar perjuicio (elemento éste como se ha visto indiferente al primer párrafo del nuevo art. 282 bis) y el propósito de captar inversores, el art. 282 bis desplazará al art. 290.

Es decir, con el art. 290 se penalizará la falsedad en la transmisión pública de la información financiera, también la falsedad que tendría por objeto ocultar la real situación financiera a los accionistas, -para reducirles, para negarles sus legítimos beneficios-. Y en cambio en el art. 282 bis lo que pretende incriminar es la falsedad que tenga por objeto “captar inversores” engañándoles¹⁰⁹⁹.

Para FARALDO CABANA la relación de subsidiariedad, se aprecia en situaciones semejantes que se plantean en el ámbito de otras categorías delictivas. Por ejemplo, es lo que ocurre al analizar la relación concursal entre el delito de estafa y el tipo cualificado de falsedad en documentos sociales (art. 290, párrafo segundo). El art. 290 sanciona la falsedad en determinados documentos sociales, y contiene un tipo cualificado que determina la agravación de la pena

¹⁰⁹⁸GALAN MUÑOZ, A. op.cit (El fraude de inversores del art. 282 bis CP) pág. 138. En cualquier caso, resulta evidente que dicho hecho no impedirá que pueda haber supuestos en que la falsedad realizada podría ser sancionada conforme a lo establecido en ambos delitos, lo que dará lugar, a nuestro juicio, a la apreciación del correspondiente concurso de leyes, que debería resolverse a favor del fraude de inversores, por ser dicho delito más especial y prever mayor pena para su autor que el del art. 290 CP; postura que se asemeja a la sostenida por BONILLA PELLA, J.op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores) que se decanta por resolver este concurso por especialidad en”.pág. 281 n° 2565; o PUENTE ABA, L.M.,op.cit que lo resuelve por alternatividad en (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 75. Lo mismo sucedería en caso de que se apreciase la concurrencia de este delito con el de publicidad fraudulenta, aunque a juicio de algunos autores, como NIETO MARTIN, A.,op.cit (*Nociones fundamentales de Derecho Penal*),pág. 496 al tener este último delito un bien que trascendería al meramente patrimonial, podría entrar en concurso de delitos con esta figura cuando la realización de su conducta viniese a poner en peligro otros valores diferentes del patrimonial, como la salud, en; postura que no podemos compartir por cuanto, a nuestro juicio, amplia desmedidamente el ámbito de protección de este último delito, desdibujando los contornos delimitadores de su injusto y olvidando que el mismo se incardina en el seno de los delitos socioeconómicos con lo que se demuestra la intención legislativa de que actúe como instrumento protector de intereses exclusivamente económicos y patrimoniales de los consumidores y no de otros posibles valores como la salud, la imagen o el honor, a los que la publicidad engañosa, sin lugar a dudas, también podría llegar a afectar, pero sin cobrar relevancia típica conforme a lo establecido en este delito.

¹⁰⁹⁹QUINTERO OLIVARES, G. op.cit (Tutela de mercado y de consumidores de información financiera adaptaciones posibles del Código Español) pág. 192.

cuando, al realizar tal comportamiento, se llega a causar un perjuicio económico. Hay aquí una estructura similar a la del art. 282 bis: se castiga como figura básica una mera conducta de falsedad, que luego resulta agravada por la producción de un daño patrimonial como consecuencia de tal conducta falsaria. Sin embargo, lo cierto es que no se exige la conexión causal propia de la estafa: engaño, error, acto de disposición y perjuicio/desplazamiento patrimonial. Así, de verificarse todos estos elementos estaríamos ante una auténtica estafa, que entraría en concurso con el tipo básico del delito del art. 290 siempre que la acción engañosa consistiera precisamente en la falsificación de documentos sociales. En el caso de que no se pudiera probar la citada conexión causal propia de la estafa; sino únicamente la falsedad documental, por un lado, y el perjuicio económico, por otro lado, entonces no podría apreciarse la citada situación concursal y, subsidiariamente, sería aplicable el tipo cualificado del art. 290, que únicamente requiere constar la falsedad y el daño económico¹¹⁰⁰.

En razón a lo expuesto, se venía entendiendo antes de la tipificación expresa de la estafa de inversores que dicha conducta podría estar abarcada en el delito de falsedad de documentos contables (art. 290). Tras la introducción del art. 282 bis, la relación entre ambos delitos será de concursos de normas a resolver con el criterio de especialidad (como hemos señalado anteriormente), de manera que en aquellos casos en que la información económico-financiera falseada por los administradores de hecho o de derecho se contenga en un folleto de emisión o sea la información que deba publicar la sociedad de acuerdo con la legislación del mercado de valores y se haga con el propósito de captar inversores o financiación, será de preferente aplicación el art. 282 bis. No obstante, cabría aplicar el art. 290 en los casos en que no se haga con dicho propósito, pues el art. 290 se refiere expresamente a “otros documentos que deban reflejar la situación jurídica o económica de la entidad”¹¹⁰¹.

¹¹⁰⁰FARALDO CABANA, P.op.cit (*Los delitos societarios. Aspectos dogmáticos y jurisprudenciales*) pág. 181-183; la misma autora, *El delito societario de falsedad en documentos sociales*. pág. 155-157; MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Derecho penal económico. Parte Especial*) pág. 390.

Otro ejemplo similar podríamos encontrarlo en la relación existente entre el tipo básico y agravado del delito de falsedad en documentos sociales, del art. 290 CP, y el delito de administración desleal del art. 295 CP: aquí, resultaría de aplicación principal la estructura concursal formada por el tipo básico del art. 290 (290.1) y el art. 295, mientras que la ley subsidiaria sería el tipo agravado del art. 290 (290.2). Efectivamente, si se ha falseado algún documento social para llevar a cabo un acto de administración desleal, y concurren todos los elementos de esta última figura delictiva (acto de administración con abuso de las funciones del cargo, en beneficio propio o de un tercero, y que causa un perjuicio económico a los socios), se producirá un concurso medial entre el art. 290.1 y el art. 295. También PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 77.

¹¹⁰¹GARCIA SANZ, J. op.cit (La protección penal del mercado financiero) pág. 61.

3. Situación concursal entre el artículo 282 bis y el art. 308 (“Fraude de subvenciones”)

Opina ZABALA LOPEZ GOMEZ que carece de explicación lógica la mención que realiza el art. 308 relativo al delito de fraude de subvenciones, pues lo único que podría tener en común sería la información falseada, si bien en el caso de la estafa de inversiones esa información habría de falsearse con el propósito de conseguir unos determinados fines entre los que no se encuentra obtener subvenciones, por lo que la referencia “ *sin perjuicio a lo dispuesto en el art. 308*”, es una referencia inocua y que no aporta nada nuevo¹¹⁰².

Menos categórico, pero técnicamente correcto es SILVA SANCHEZ, para quien, esta cláusula alusiva al art. 308, debe de referirse en este caso a la posibilidad de que la “conducta falsaria” se dirija también a la obtención de financiación pública. De ser ese el caso, el art. 282 bis y el art. 308 podrían hallarse en concurso ideal o real de delitos, en función de cómo se configure la concreta conducta típica del caso concreto¹¹⁰³.

En realidad como explica MARTINEZ-BUJAN PEREZ el delito de fraude de subvenciones no plantea ninguna problemática de colisión con el art. 282 bis y puede entrar en relación concursal con él si se verifican todos los requisitos¹¹⁰⁴.

En fin, reitera MARTINEZ-BUJAN PEREZ “algo obvio”, y es que sigue existiendo el delito de fraude de subvenciones del art. 308. Por tanto, las conductas de fraude de subvenciones del art. 308 se castigarán de acuerdo a este precepto penal¹¹⁰⁵.

Naturalmente la potencial concurrencia con el delito de fraude de subvenciones, no tendría cabida en una concurrencia con la estafa de crédito, pues ésta como bien apostilla MARTINEZ-BUJAN PEREZ sólo tiene razón de ser frente a entidades bancarias privadas. Es más, el art. 282 bis ni siquiera castiga la conducta específica de llevar a cabo falsas comunicaciones dirigidas a las autoridades económicas de control¹¹⁰⁶.

Igualmente el delito de fraude de subvenciones “no plantea ninguna problemática de colisión con el art. 282 bis, y puede entrar en relación concursal

¹¹⁰²ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit (*Los delitos bursátiles*). págs. 212 - 213.

¹¹⁰³SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ op.cit (El delito de estafa de inversiones) pág. 400.

¹¹⁰⁴MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Derecho penal económico*). pág. 267; también PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores). pág. 74.

¹¹⁰⁵MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Estafa de inversores y de crédito) pág. 145.

¹¹⁰⁶MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit Pág. 145; y también del mismo autor “Derecho penal económico y de la empresa”. pág. 331.

con él si se verifican todos sus requisitos, al igual que podría suceder con cualquier otro delito no mencionado en la cláusula concursal¹¹⁰⁷”.

La cláusula “*sin perjuicio de lo dispuesto en el art. 308 de este Código*” debe entenderse como referente a la necesidad de aplicar un concurso de delitos cuando concurra en el que nos ocupa y el delito de fraude de subvenciones, también modificado en la reforma de LO 5/2010 22 Junio¹¹⁰⁸.

Esta clase de cláusula, genéricamente alerta acerca de la especialmente probable aparición de un concurso de delitos, debe de referirse en este caso a la posibilidad de que la conducta falsaria se dirija (también) a la obtención de financiación pública. De ser ése el caso, el art. 282 bis y el art. 308 podrían hallarse en concurso ideal o real de delitos, en función de cómo se configure la concreta conducta típica¹¹⁰⁹.

Es más, en el art. 282 bis ni siquiera se castiga la conducta específica de llevar a cabo falsas comunicaciones dirigidas a las autoridades económicas de control. En este punto objeta con razón MARTINEZ-BUJAN PEREZ la omisión de la propuesta del art. 56 de Eurodelitos y lo establecido en otros ordenamientos jurídicos; lo que se pretende es la protección de estos órganos de control nacionales, pero también incluso a nivel supranacional respondiendo así a los retos que marca el modelo globalizado¹¹¹⁰.

El art. 282 bis salva expresamente la concurrencia con el fraude de subvenciones del art. 308, con el que se apreciará en su caso un concurso de delitos, dado que lo protegido son bienes jurídicos distintos. Si llegara a producirse un perjuicio efectivo se aplicaría el párrafo 2º del citado precepto¹¹¹¹.

4. Concurso del art. 282 bis con el art. 392

Algún autor ha señalado la posibilidad del “concurso” entre los preceptos mencionados en el epígrafe. En los supuestos que el folleto de emisión fuera falso y haber sido presentado por alguna persona que no lo ha firmado de acuerdo con el art. 28 LMV sobre la responsabilidad del folleto, donde de acuerdo con el art 28.2 LMV:” *las personas responsables de la información que*

¹¹⁰⁷PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 77; por su parte MUÑOZ CONDE, F. op.cit (*Derecho penal, Parte Especial*) pág. 514. Afirma que el delito de fraude de subvenciones “entraría en concurso ideal con el art. 282 bis”.

¹¹⁰⁸FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1089.

¹¹⁰⁹SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ op.cit (El delito de estafa de inversiones) pág. 400. En la misma línea POLAINO NAVARRETE, M.op.cit (*Lecciones de Derecho penal*) pág. 173.

¹¹¹⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa) pág. 331. También FOFFANI, L.op.cit (Eurodelitos) pág. 117; y asimismo MUÑOZ CONDE, F.,op.cit(Falsedad y estafa mediante abuso de crédito e instrumentos crediticios) pág. 133 y ss.

¹¹¹¹GONZALEZ RUS, J.J. op.cit (Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones) pág. 606.

figura en el folleto estarán claramente identificadas con su nombre y cargo y en el caso de las personas jurídicas con su denominación y domicilio social....deberán declarar que a su entender los datos del folleto son conformes a la realidad” . En este caso, se dice estaríamos ante un delito de estafa de inversiones del art. 282 bis , en concurso con un delito de falsedad en documento mercantil cometido por particular entendiendo la falsedad del 390.1 en relación con los tres primeros puntos 1,2 y 3 incluyendo el punto 4: “faltando a la verdad en la narración de los hechos” que podría adecuarse más a este tipo de conducta, según la opinión de parte de la doctrina.

A nuestro juicio, es un supuesto complicado, porque se trata como opina la mayoría de la doctrina y lo defendemos a lo largo de la tesis de “falsedades ideológicas” y no de falsedades documentales (materiales)¹¹¹².

De suerte que, por un lado, el sujeto activo, está claramente identificado en el 282 bis “los administradores de hecho y de derecho”, y si vamos a LMV tendría que ser el emisor, oferente o persona que solicita la admisión a negociación de los valores, cometiendo o realizando él mismo la falsificación del art. 390.1 de los puntos 1º) alterando , 2º) simulando 3º) suponiendo la actuación de personas, todos ellos en relación con el art 392 cometido por un particular e incluyendo el punto 4º) “faltando a la verdad en la narración de los hechos” , que es por cierto la modalidad falsaria que mejor se ajusta al injusto tipificado en el art 282 bis. (Vid. por todos: MUÑOZ CONDE, FARALDO CABANA, BONILLA PENA, MORALES GARCIA, RODRÍGUEZ PUERTA-MORON LERMA Y MARTÍNEZ BUJAN-PÉREZ). Por tanto en nuestra opinión no se daría concurso de delitos entre el 282 bis y el 392 porque las falsedades entrarían dentro de la realización del tipo en la acción del art. 282 bis y no podríamos castigar dos veces la misma conducta al caer en el principio non bis in ídem, y siendo más especial el art 282 bis que el 392, que castiga una falsedad en general, mientras que el art. 282 bis castiga una falsedad económico-financiera de una sociedad emisora de valores en el mercado de valores, por lo que en aplicación del art. 8.1 por el principio de especialidad el art. 282 bis desplazaría a la falsedad.

El falseamiento de la información y la manipulación del mercado se producen a través de modalidades falsarias que pueden ser como explica MORALES GARCIA cualquiera de las descritas en el art. 390.1 incluida la falsedad ideológica del punto 4. El falseamiento del que habla el art. 282 bis (abundamos por nuestra parte) será el operado por el sujeto activo, en los mercados secundarios y primarios¹¹¹³.

Sin embargo, pensamos que en estos casos cuando los datos contenidos en el folleto publicado, con el objeto de la admisión de valores negociables a cotización oficial fueran inexactos o engañosos, procederán, la mayoría de veces

¹¹¹²MUÑOZ CONDE. F. op.cit (*Derecho Penal, parte especial*) pág. 478.

¹¹¹³MORALES GARCÍA, O. op.cit (*Fraude de inversores, art. 282 bis*) pág. 234.

sanciones administrativas no sólo contra las personas que aparezcan expresamente citadas en ese folleto como “responsables”, sino también contra el emisor de dichos valores e indistintamente contra los miembros del Consejo de Administración del emisor independientemente de si éstos figuran o no como responsables de dicho folleto¹¹¹⁴.

También es complicado desde nuestro razonamiento sobre la cuestión, que estas personas que cita el art. 28 LMV, fueran en sentido estricto no ya administradores de hecho, sino que falsearan la información económico-financiera, con el propósito referido en el art. 282 bis, -captar inversores o colocación de activos-. Posiblemente, pudiera darse esta circunstancia en el “emisor u oferente que solicita la admisión a negociación”, pero es difícil para la entidad directora (que cita el art. 28 LMV) ya que esta no interviene directamente de la elaboración del folleto; sino solamente en la “comprobación de los requisitos reglamentarios de los valores a negociación”.

Para que pudiera darse el posible concurso el emisor y oferente (vid. art. 28 LMV) podría ser funcionario público, como asimismo “aquellas personas que aceptasen asumir responsabilidad por el folleto (es decir, particulares, que cometan en un documento público oficial o mercantil alguna de las falsedades descritas en los tres primeros números del CP art. 390.1º), siempre que hubiesen intervenido por acción y/o omisión en el falseamiento de la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión.

Es de la opinión favorable a admitir el concurso de delitos o de leyes del art. 282 bis, con el art. 392 (falsedad en documento mercantil por particular) MENDOZA BUERGO¹¹¹⁵. Y para BONILLA PELLA, puede haber concurso aparente de normas que se resuelva por el principio de especialidad del art. 8.1 a favor del delito de estafa de inversiones del art. 282 bis¹¹¹⁶.

¹¹¹⁴FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1090. Por lo demás, existe en la legislación extrapenal una infracción muy grave cuya aplicación puede colisionar con lo previsto en el art. 282 bis. Se trata de la tipificada en el art. 99.n) LMV, que castiga “la omisión de datos relevantes o la inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño en dicho documento (el folleto informativo), cuando, en todos estos supuestos, la cuantía de la oferta o de la admisión, o el número de inversores afectados, sean significativos”. En este supuesto haya que partir, en primer lugar, de la posibilidad expresa de imposición acumulativa de sanciones penales y administrativas, salvo que se dé identidad de sujeto, hecho y fundamento (art. 96 LMV). Teniendo en cuenta que el sujeto y el hecho coinciden, y que el fundamento de la sanción penal y de la sanción administrativa es absolutamente idéntico, es constitucionalmente inviable la duplicidad de sanciones. Cuando se considere que los hechos pudieran ser constitutivos de delito, lo que ocurre siempre que se dé el supuesto de hecho que analizamos, o cuando se esté tramitando un proceso penal por los mismos hechos o por otros cuya separación de los sancionables administrativamente sea racionalmente imposible, el procedimiento administrativo sancionador debe suspenderse hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial.

¹¹¹⁵MENDOZA BUERGO, B. op.cit (Delitos patrimoniales, delitos contra el mercado) pág. 1213. Nº 12006.

¹¹¹⁶BONILLA PELLA, J. op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores) pág. 281 nº 2566; también del mismo autor “Fraude de inversores” pág. 571. Nº 6248.

En cualquiera de los casos el principio de especialidad nos lleva la *vis atractiva* del art. 282 bis, a tenor de lo prescrito en el art. 8.1 , en detrimento del art. 392 .

5. El concurso de la estafa de inversiones del artículo 282 bis con el delito de publicidad falsa del art. 282

En una línea coincidente con la interpretación del bien jurídico institucional (la integridad del mercado de capitales) HURTADO ADRIAN, acaba identificando el bien jurídico del delito del art. 282 bis con el del art. 282, concibiéndolo, pues, como un bien jurídico supraindividual espiritualizado en el que se tutelan los intereses económicos de una colectividad difusa de personas, o sea, caracterizando el delito como un genuino delito de consumo. Para parte de la doctrina debería entenderse como un tipo especial de publicidad falsa en el mercado de valores (POR TODOS MATINEZ-BUJAN, RODRÍGUEZ RAMOS, PUENTE ABA¹¹¹⁷).

En el delito de publicidad falsa (art. 282) la conducta típica, no lo es sólo el “*falsear la información, sino difundir o publicar la falsedad*”.

Nos encontramos con que el delito publicitario contiene un elemento de peligro hipotético (se exige que la falsedad pueda perjudicar gravemente a los consumidores; mientras que en el art. 282 bis no se exige ningún requisito de aptitud a la conducta típica, sino que en su lugar se prevé un elemento subjetivo del injusto (la intención o propósito de captar financiación)¹¹¹⁸.

En efecto, si se hubiese tipificado el delito de estafa de inversores como una suerte de figura específica de publicidad falsa, en la que la conducta típica consistiese en una comunicación de datos falsos, es obvio que se produciría una situación de conflicto aparente de leyes penales, en la que la estafa de inversores sería ley de preferente aplicación, por aplicación de la regla de la especialidad, como propone –según vimos- por parte de la doctrina alemana mayoritariamente con respecto a la relación entre los delitos de los arts. 264a StGB y 16 UGW¹¹¹⁹.

Sin embargo, dado que lo que de *lege lata* se ha tipificado en el art. 282 bis ha sido un delito de falsedad documental, estamos ante dos figuras delictivas independientes con un diferente ámbito de aplicación, entre las que, en principio, no hay conflicto alguno. Únicamente cabría comentar el supuesto, anteriormente

¹¹¹⁷HURTADO ADRIAN, A. op.cit (La estafa de inversores y/o crédito) pág. 595.

¹¹¹⁸PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.) pág. 77.

¹¹¹⁹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 149; también el mismo autor MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa) pág. 332. Estamos, ante dos figuras delictivas independientes, con un diferente ámbito de aplicación entre las que en principio no hay conflicto alguno; también VILLACAMPA ESTIARTE, C.op.cit (Las falsedades contables en el Proyecto de ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007) pág. 457.

relatado, en el que el falsificador del art. 282 bis es el mismo sujeto que después comunica los datos falsos cumpliendo los requisitos del art. 282.

Pese a la significativa diferencia de penalidad, que podría ser invocada a favor de apreciar un supuesto de consunción (en el que el art. 282 bis absorbería al art. 282), habría que acudir a la regla del concurso *medial* o teleológico de delitos, habida cuenta de que el primero (que consiste en una falsedad) no exige la idoneidad para perjudicar a los inversores y el segundo (que consiste en una comunicación publicitaria) sí la exige, adjetivada además como perjuicio manifiesto y grave: no existe, pues conceptualmente superposición típica alguna, por más que el art. 282 bis exija el propósito de captar inversores (que, como sabemos, no es un propósito de perjudicar), por tanto tal como se ha configurado el 282 bis si se diese un posible concurso con la publicidad falsa, el 282 bis al ser un precepto que tiene mayor pena, absorbería y desplazaría la publicidad falsa¹¹²⁰.)

6. El concurso entre el artículo 282 bis y el artículo 284 (“Maquinación y alteración de precios”)

El art. 282 bis podrá entrar en concurso de delitos con la figura delictiva definida en el art. 284, tras la inclusión de las nuevas modalidades descritas en los números 2 y 3 a raíz de la propia Ley Orgánica 5/2010¹¹²¹.

En fin, parece que cuando el falseamiento de la información a que se refiere el art. 282 bis implique, además de la posibilidad de captar inadecuadamente inversores o acreedores, la posibilidad de alterar los precios de los valores –con el consiguiente perjuicio o beneficio–, si la conducta, además, se realiza con dicha finalidad, podría plantearse la existencia de un concurso entre el delito contemplado en el art. 284¹¹²².

En concreto, en lo que atañe a la figura del nº 2, conviene aclarar que la apreciación del concurso (real) de delitos resulta obligada no ya solo por el hecho de que la conducta está encaminada a una finalidad diferente (alterar o preservar el precio de cotización de un valor o instrumento financiero) a las descritas en el art. 282 bis, sino además por otros elementos diferenciales: la acción definida en el art. 284.2º no consiste en una falsedad, sino en una “difusión de noticias o

¹¹²⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 149. Concluye el autor que la estafa de inversión de capital debe ser concebida como una publicidad falsa (cualificada, si se quiere), caracterizada por la especificidad en el sujeto pasivo, como así se reconoce explícitamente en el art. 35 de la Propuesta de Eurodelitos.

¹¹²¹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Derecho penal económico. Parte Especial*) pág. 267; y también este mismo autor en op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 150. MENDOZA BUERGO, B.op.cit (Delitos patrimoniales, delitos contra el mercado –art. 282 bis CP–). pág. 1213, nº 12006.

¹¹²²VILLACAMPA ESTIARTE, C. op.cit (Las falsedades contables en el Proyecto de ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007) pág. 458.

rumores” (equiparable, por tanto, a la acción de la publicidad falsa del art. 282), y, a mayores, este tipo exige un resultado material, consistente en la obtención de un beneficio económico superior a 300.000 euros o en la causación de un perjuicio de idéntica cantidad. Por su parte, en lo que concierne a la figura descrita en el nº 3 del art. 284, ningún problema existirá para apreciar asimismo el concurso (real) de delitos, dado que, aparte de la conducta se halla encaminada a fijar los precios de los valores o instrumentos financieros en niveles “anormales o artificiales”, tampoco hay coincidencia en la acción típica (que aquí consiste en realizar transacciones, dar órdenes de operaciones o asegurarse una posición dominante en el mercado, utilizando información privilegiada).

La diferencia entre ambas figuras delictivas reside en el “tipo subjetivo”. El art. 284.2º, requería que la operación se realizase no con ánimo de lucro, sino de alterar el precio de cotización. Si el autor actuase con buenas intenciones, podría existir un concurso ideal de delitos¹¹²³.

Como señala QUINTERO OLIVARES, si dejamos de lado el uso de la violencia, amenaza o engaño (que tienen sentido solo en relación con situaciones muy específicas de concurrencia de personas para la obtención de un bien, valor, servicio o concesión) y nos remitimos a lo que significa la información privilegiada y su uso a lo ya expuesto, resultará que la alteración de precios punible en el Derecho penal español actual será solamente la que se consiga mediante la difusión de noticias falsas¹¹²⁴.

La manipulación puede ser realizada a través de la manipulación operativa o a través de la manipulación informativa, como señala GOMEZ INIESTA. Dice este autor que la primera consiste en la realización de transacciones u órdenes que se realizan directamente sobre el mercado financiero a través de operaciones de negociación efectivas que provoquen indicios falsos sobre el precio de un instrumento financiero o que aseguren el precio del instrumento financiero a un nivel anormal o artificial. También pueden ser realizadas por el mismo sujeto o por más sujetos de común acuerdo, mediante operaciones ligadas entre sí pero que de hecho se anulan y que crean una apariencia de movimiento sobre un determinado valor que pone en acción a todo el mercado. El segundo tipo de manipulación consiste en la difusión de informaciones falsas, exageradas o incompletas¹¹²⁵.

Sin embargo la descripción de conductas que constituyen manipulación del mercado conforme a la Directiva 2003/6 difícilmente tienen encaje en la

¹¹²³NIETO MARTIN, A. op.cit (*Nociones fundamentales de Derecho Penal. Parte Especial*) pág. 489.

¹¹²⁴QUINTERO OLIVARES, G. op.cit (Tutela de mercado y de consumidores de información financiera adaptaciones posibles del Código Español) pág. 186.

¹¹²⁵GOMEZ INIESTA, D. op.cit (Utilización de información privilegiada y manipulación de cotizaciones. Algunas propuestas para su reforma) pág. 163.

actual redacción del art. 284, por mucho que se acuda a una desaconsejable interpretación extensiva¹¹²⁶.

El mercado como objeto de tutela es fundamentalmente vulnerable mediante cualquiera de los siguientes dos mecanismos básicos: los vicios en la voluntad: violencia, amenaza o coacción –como intimidación- y engaño, por un lado; y la manipulación la información, como elemento esencial al sistema, por otro. En relación con el mercado, la libre concurrencia, la libre formación de precios, etc., estas dos formas básicas de agresión están cubiertas a través de los artículos 282 bis, el también reformado 284, el incólume 285, todos ellos del CP. El primer apartado del art. 284, sanciona el empleo de violencia, engaño o coacción en el mercado con la intención de alterar los precios; los números segundo y tercero de ese mismo precepto, así como el art. 282 bis, ponen el acento en la tutela del mercado frente a agresiones basadas en la manipulación de la información: bien sea por la difusión de rumores, es decir, información basada en conjeturas para alterar los precios (art. 284.2); bien sea por el uso de información privilegiada –es decir, cierta, pero restringida- para beneficiarse por encima de terceros (art. 284.3 y 285); bien finalmente, porque la información –real- se distorsiona hasta falsificarla (art. 282 bis), con la finalidad en esta ocasión, no de modificar o afectar los precios como en el art. 284, sino de obtener inversiones¹¹²⁷. Por lo tanto se podrá dar en concurso real con el art. 282 bis.

Concluye MARTINEZ-BUJAN PÉREZ que también podría darse un concurso real de delitos con el delito de insolvencias punibles de los artículos 257-261 bis¹¹²⁸.

¹¹²⁶RASILLO LOPEZ, E. “Actuación penal en defensa de los consumidores ante el mercado financiero único: las consecuencias de la Directiva 2003/06 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado” *en adecuación al Derecho penal al ordenamiento de la Unión Europea*, ALVAREZ GARCIA FJ/ MANJON –CABEZA (dirs)/ Edit Tirant lo blanch: Valencia 2009 pág 469-486.

¹¹²⁷MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores) pág. 235.

¹¹²⁸MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág151. También MUÑOZ CONDE, op.cit (Derecho penal, Parte especial.2015) pág 516.

CAPÍTULO VII.

**PENALIDAD,
AGRAVADOS**

PERSEGUIBILIDAD

Y

TIPOS

I. CUESTIONES PREVIAS

Vamos a plantear el estudio de la penalidad en los tipos agravado e hiperagravado desde dos perspectivas, aunque nos vayamos a decantar por una. En principio habría dos hipótesis de trabajo: la primera el estudio del tipo agravado que es exactamente igual al tipo básico más un plus de agravación por la obtención de la inversión, y por el perjuicio causado a los consumidores, con las mismas características que el tipo básico y otro tipo hiperagravado por la notoria gravedad, como criterio diferenciador respecto al tipo agravado. La segunda posibilidad, sería estimar que el 2º párrafo es un tipo cualificado diferente al párrafo 1º, aunque con grandes identidades, fundamentalmente la distinción en cuanto a la obtención de la inversión y el perjuicio causado, y la naturaleza del resultado y que este tipo cualificado tiene un tipo agravado del tipo cualificado, el hipercualificado en relación a la notoria gravedad del perjuicio. Dentro de esta segunda hipótesis hablaríamos de que el tipo cualificado del art. 282 bis párrafo 2º inciso primero, tendría como bien jurídico atacado principalmente el patrimonio de los inversores además de su obtención y después el correcto funcionamiento del mercado, convirtiéndose en un delito de resultado con una pena autónoma, donde ya entraríamos en diferentes cuestiones concursales, porque se podrían producir problemas con la estafa genérica, y además también con el art. 290 que tiene una formulación muy parecida en el párrafo 2º, por lo tanto, cambiaría la configuración de los tipos cualificado e hipercualificado (art. 282 bis párrafo 2º inciso segundo) por la notoria gravedad. Nosotros seguiremos la primera hipótesis, analizando el tipo agravado e hiperagravado.

En cuanto a la penalidad, la pena a imponer como explica ZABALA-LOPEZ GOMEZ es la más abultada de los delitos bursátiles, junto con el delito de *insider trading* y muy superior a cualquiera de las penas tipificadas para los delitos societarios y de los delitos contra el mercado y los consumidores, capítulo XI del en el que se encuentra insertado el precepto dedicado a la estafa de inversiones que estudiamos. Pudiera parecer que el legislador ha optado por establecer esta respuesta penológica tan extensa debido a la importancia que el mercado de valores pudiera tener sobre el sistema financiero, y este a su vez en la vida de los ciudadanos, como la reciente crisis económica nos lo ha demostrado. Pero lo cierto es que si este hubiera sido el planteamiento resulta por demás claro que se habría impuesto unas penas similares en los supuestos de maquinaciones para alterar el precio de las cosas –abuso de mercado- al que únicamente impone penas de seis meses a dos años de prisión que en muy raras ocasiones conllevarán el ingreso en prisión¹¹²⁹.

¹¹²⁹ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit (*Los delitos bursátiles*) pág. 207 y 208.

El tipo penal responde a la artificiosa necesidad autoimpuesta por el legislador español consistente en transponer también penalmente las infracciones contempladas en la Directivas y Decisiones Marco comunitarias. No será difícil convenir que el administrador de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores es, a su vez el administrador de hecho o de derecho de una sociedad constituida; y que si ese mismo sujeto activo falsea la información económico financiera contenida en el folleto de emisión de cualquier instrumento financiero está, a su vez, falsificando un documento que refleja la situación jurídica o económica de la sociedad; y que todo ello ya está previsto y penado en el artículo 290 e incluso está previsto en el segundo párrafo de ese artículo, al agravar la responsabilidad si se causa un perjuicio económico. Tampoco será difícil convenir que quien mediante un engaño bastante materializado en la falsificación de la información que debe figurar en el folleto de emisión de instrumentos financieros consigue producir un error en el inversor generando un acto de disposición patrimonial (la inversión, en sentido estricto) en perjuicio propio o de un tercero, no sólo está realizando el supuesto de hecho del artículo 282 bis párrafo segundo, sino que al tiempo realiza el supuesto de hecho del delito de estafa clásico del artículo 248 ; es más, si el perjuicio causado es de notoria importancia, se impondrá la misma pena tanto si se acude al delito de estafa cualificado (artículo 250.1.5ª) como si se acude a lo dispuesto en el artículo 282 bis, párrafo segundo, es decir, entre 1 y 6 años¹¹³⁰. Además tras la Reforma 1/2015 con el nº 2 del art. 250 que tiene prisión de cuatro a ocho años, por la estafa superagravada, se eleva la pena.

Volviendo a la cuestión debatida del bien jurídico es preciso recordar que la protección penal del mercado financiero en nuestro país, se debe a un proceso de adaptación a las diferentes Directivas Comunitarias, que han tratado de unificar el Derecho penal económico y han motivado la tipificación de diversas conductas delictivas hasta el punto de poder hablar de una política criminal europea, formada por Directivas y Reglamentos, que en relación al Derecho penal han determinado que los delitos bursátiles encuentren una regulación similar en los diferentes Estados miembros, homogeneizando un mercado europeo de instrumentos financieros y capitales¹¹³¹.

Ahora bien, que nos encontramos ante un tipo de peligro abstracto para el patrimonio de dichos sujetos, no supone que la posible materialización de dicho peligro en la efectiva lesión de algunos concretos patrimonios individuales resulte completamente ajena para esta figura delictiva. De hecho, en el párrafo segundo del art. 282 bis se contemplan dos prescripciones que incrementan las penas aplicables a los autores de sus falsedades típicas cuando las mismas den lugar a la obtención de la inversión, depósito, financiación o colocación del activo pretendidos “*con perjuicio para el inversor, depositante, adquirente de los*

¹¹³⁰MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis) pág. 232.

¹¹³¹GARCIA SANZ, J. op.cit (La protección penal del mercado financiero) pág. 49; también BACIGALUPO SAGESSE, S. op.cit (Perspectivas del Derecho penal en el marco de la Constitución Europea) pág. 70.

activos financieros o acreedores” o cuando su consecución llegue a ocasionar un perjuicio que “*fuese de notoria gravedad*”.

Para FARALDO CABANA resulta llamativo que no se haya previsto aquí la responsabilidad penal de la entidad emisora, puesto que estamos ante un típico delito cometido por los administradores en beneficio de la entidad que administran, a diferencia de los delitos societarios, que son delitos cometidos por los administradores contra la propia sociedad o los socios e inversores¹¹³².

Estudiamos a continuación en este capítulo, las consecuencias penales tanto en el tipo básico como en el tipo agravado e hiperagravado.

Así las cosas tenemos por un lado para el tipo básico la pena de uno a cuatro años.

En ausencia de circunstancias agravantes, y conforme a la praxis jurisprudencial de imponer una pena cercana a la mínima legalmente prevista, ésta será habitualmente susceptible de ser sustituida y suspendida¹¹³³.

Esta es una pena bastante superior a la establecida por el tipo básico de estafa, así como para el delito publicitario y/o societario, art. 290, a la que se pueden añadir eventualmente las previstas en el CP en el art. 308 relativo a la estafa de subvenciones y desgravaciones por expresa previsión legal.

La explicación la centra muy bien FARALDO CABANA quien recalca el acento en la importancia que tiene el mercado de valores en nuestro sistema económico¹¹³⁴.

Si resultare responsable una persona jurídica, la sanción obligatoria a imponer es la que corresponde a la del art 288.

Si persona física, tiene previsto una pena de más de dos años de prisión o bien multa de seis meses a dos años, en el resto de los casos: facultativamente de acuerdo a lo previsto en el art. 66 bis se podrá imponer las medias recogidas en las letras b) a g) del apartado 7 del art. 33¹¹³⁵.

¹¹³²FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) pág. 1089

¹¹³³BONILLA PELLA, J. op.cit (Estafa de inversiones). pág. 274. En ausencia de circunstancias agravantes y conforme a la praxis jurisprudencial esta será susceptible de ser como decimos sustituida o suspendida.

¹¹³⁴FARALDO CABANA, P.op.cit(Art. 282 bis) pág. 1089.

¹¹³⁵QUERALT JIMENEZ, J. op.cit (Delitos contra el mercado y los consumidores) Epígrafe 23

II. PENALIDAD

La pena asignada al tipo básico, contenida en el párrafo primero del art. 282 bis, es la de prisión de uno a cuatro años, sin que, a diferencia de otros delitos de análoga naturaleza (v.gr., arts 285 o 290), se haya incluido pena pecuniaria alguna¹¹³⁶. Señala MENDOZA BUERGO, que la pena es bastante superior a la establecida para el tipo básico de estafa, así como para el delito publicitario, a la que se pueden añadir eventualmente las previstas en el art. 308, relativo a la estafa de subvenciones y desgravaciones, por expresa previsión legal¹¹³⁷.

El carácter mixto de este tipo “a caballo” entre la estafa y las falsedades, así como la capacidad para incidir de manera significativa en los mercados financieros, ha llevado al legislador a establecer una pena superior en el tipo básico al de la estafa. Cabrá la continuidad delictiva, siempre que refiera a instrumentos financieros distintos¹¹³⁸.

El tipo básico del párrafo primero es de prisión de uno a cuatro años. Esta pena es incluso superior a la establecida para el tipo básico de estafa. Así, en el delito de estafa se protege el patrimonio del sujeto pasivo y este delito se caracteriza por ser un delito patrimonial incluido dentro de lo que se ha venido a denominar “*Derecho penal económico en sentido amplio*”. Por el contrario, el delito de estafa de inversiones protege precisamente el correcto funcionamiento del mercado de valores y por ende, la correcta transparencia en la información sobre los valores negociables, por lo que resulta incomprensible la identidad entre las penas de uno y otro delito. Y lo mismo sucede en relación a la “notoria gravedad” del perjuicio producido por el delito de estafa de inversiones, lo que nos lleva nuevamente a pensar que el legislador ha confundido por su *nomen iuris* uno y otro delito¹¹³⁹.

Ciertamente nos sorprende la “levedad” de la pena pecuniaria respecto a las pérdidas que podrían llegar a sufrir las víctimas inversoras al desarrollarse la acción en los mercados de valores. Es llamativo que no se establezca por el art. 282 bis ningún tipo de inhabilitación para los administradores de hecho o de derecho de las sociedades emisoras de valores.

¹¹³⁶MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (La estafa de inversiones y de crédito) pág 144.

¹¹³⁷MENDOZA BUERGO, B.op.cit (Delitos patrimoniales, delitos contra el mercado –art. 282 bis CP-). pág. 1292, n° 12007.

¹¹³⁸CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG. op.cit (*Comentarios al Código Penal. Reforma LO 5/2010*). pág. 625.

¹¹³⁹QUERALT JIMENEZ, J. op.cit (*Derecho penal Español*).” Epígrafe 23; también GONZALEZ RUS, J.J. op.cit(Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones) pág. 606, quien nos explica que la pena es superior incluso a la que se prevé para la falsedad en documento mercantil (art. 392.1) prisión de seis meses a tres años y multa de seis a doce meses. Y en la misma línea FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bi)” pág. 1089,(no solo superior al delito societario; sino también al delito publicitario del art. 282). La explicación es la importancia que tiene el mercado de valores en nuestro sistema económico.

Como dice QUERALT JIMENEZ es la “primera vez que aparece en este contexto (de los mercados regulados, precisamos por nuestra parte).

En realidad, cupiera preguntarse si producido el “perjuicio”, no sería de aplicación la estafa del art. 248; y si éste fuera de “notoria gravedad”, sino cabría aplicar el art. 250.1.5 que tiene la misma pena que el art. 282 bis. Aunque como ya explicamos en el capítulo de concursos, al ser los sujetos y el objeto material más específicos, deberíamos aplicar el principio de especialidad del art. 8.1 desplazando la estafa genérica del art. 248 y aplicando el art. 282 bis.

Con todo, el legislador deja abierta la puerta para que la ejecución de la pena de prisión pueda ser suspendida, con arreglo a lo dispuesto en los arts. 80 y ss. CP, habida cuenta de que sitúa el límite mínimo en un año de prisión. Con respecto a ello, hay que tener en cuenta, que cuando no concurren circunstancias agravantes, suele ser habitual en la praxis jurisprudencial la imposición de penas próximas al referido límite mínimo¹¹⁴⁰.

Respecto a las consecuencias jurídicas, hay que tener en cuenta lo dispuesto en el art. 288, y que será aplicable al art. 282 bis cuando el sujeto activo haya sido una persona jurídica. De un lado, en el párrafo 1º se prevé con carácter imperativo la publicación de la sentencia en los periódicos oficiales, y si lo solicitara el perjudicado, sin perjuicio de otorgar además al juez o tribunal la facultad de ordenar, en su caso la reproducción total o parcial de la sentencia en cualquier otro medio informativo, a costa del condenado. El primer párrafo no ha sufrido ninguna modificación con la Reforma del 2015 y se mantiene la misma obligación¹¹⁴¹.

De otro lado, en el párrafo 2º se incluye la responsabilidad penal de las personas jurídicas y sus consecuencias¹¹⁴², que se han agravado a tenor de la Reforma del CP 2015¹¹⁴³. Explica PUENTE ABA, respecto al art. 288 que se

¹¹⁴⁰ MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (La estafa de inversiones y de crédito) Pg 145.

¹¹⁴¹ MIRÓ LLINARES. F, “Disposiciones comunes” en *Estudios sobre el Código Penal Reformado* (dir MORILLAS CUEVA.L. Edit. Dykinson S.L. Madrid. 2015. págs 655-656.

¹¹⁴² MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (La estafa de inversiones y de crédito) Pg 145.

¹¹⁴³ **Artículo 288 CP 2015:** “En los supuestos previstos en los artículos anteriores se dispondrá la publicación de la sentencia en los periódicos oficiales y, si lo solicitara el perjudicado, el Juez o Tribunal podrá ordenar su reproducción total o parcial en cualquier otro medio informativo, a costa del condenado. Cuando de acuerdo con lo establecido en el artículo 31 bis una persona jurídica sea responsable de los delitos recogidos en este capítulo, se le impondrán las siguientes penas:

1º. En el caso de los delitos previstos en los artículos 270,271,273,274,275,276,283,285 y 286:

- a) Multa del doble al cuádruple del beneficio obtenido, o que se hubiera podido obtener, si el delito cometido por la persona física tiene prevista una pena de prisión de más de dos años.
- b) Multa del doble al triple del beneficio obtenido, favorecido, o que se hubiera podido obtener, en el resto de los casos.

En el caso de los delitos previstos en los artículos 277, 278,279,280,281,282,282bis, 284 y 286 bis al 286:

- a) Multa de dos a cinco años, o del triple al quintuple del beneficio obtenido o que se hubiere podido obtener si la cantidad resultante fuese más elevada, cuando el delito cometido por la persona física tiene prevista una pena de más de dos años de privación de libertad.

prevé una pena de multa de dos a cinco años para la persona jurídica cuando tuviese prevista una pena de privación de libertad superior a dos años. Y por otro, se introduce la opción de aplicar a las personas jurídicas la pena de multa según el sistema de días-multa o de multa proporcional: así, en los delitos con penas de prisión superior a dos años, para las personas jurídicas se optará entre una multa de dos a cinco años, o una multa del triple al quíntuple del beneficio obtenido o que se hubiere podido obtener. La elección entre ambos sistemas, explica a autora en cita, no es libre para el juez o tribunal, sino que ha de escoger aquella modalidad que determine la obligación de pagar una cantidad mayor. Se trata de una nueva previsión igual a la existente con anterioridad en el ámbito de ámbito de la corrupción en las transacciones económicas internacionales (art.286 ter, antiguo art.445) o en los delitos contra la ordenación del territorio (art. 319). Dadas las dificultades que pueden presentarse para fijar el punto de referencia para el cálculo de la multa proporcional, se ha previsto en estos supuestos que la multa proporcional resulte de aplicación alternativa a la pena de días-multa. Ciertamente la multa proporcional resulta adecuada para sancionar aquellos hechos delictivos en los que su autor obtiene importantes beneficios, pero también sucede que puede resultar de difícil o imposible aplicación, en los casos en que no se puede determinar el importe del valor de referencia para calcular la multa. Seguramente por este motivo, en relación con el art 288.1 con respecto al 282 bis, se prevé como alternativa a la multa proporcional el sistema de días-multa¹¹⁴⁴.

En el caso de la persona jurídica responsable, las penas previstas para la “sociedad emisora” en estos supuestos son, tras la reforma de 1/2015 como queda reflejado en el artículo 288. 1º párrafo 2º a), los de multa de dos a cinco años, o del triple al quíntuple del beneficio obtenido o que se hubiere podido obtener si la cantidad resultante fuese más elevada, cuando el delito cometido por la persona física tiene una pena de más de dos años de prisión y b) multa de seis meses a dos años, o del tanto al duplo del beneficio obtenido o que se hubiere podido obtener si la cantidad resultante fuese más elevada, en el resto de casos. ya que el delito como dice BONILLA PELLA tiene previsto en cualquier caso una pena de privación de libertad de más de dos años. Asimismo, si se dan las circunstancias previstas en el CP art. 66 bis, los juzgados y tribunales podrán imponer, además, las penas previstas en los apartados b) a g) del CP art. 33.7 cuando el sujeto activo sea una persona jurídica¹¹⁴⁵.

b) Multa de seis meses a dos años, o del tanto al duplo del beneficio obtenido o que se hubiere podido obtener si la cantidad resultante fuese más elevada, en el resto de casos.

2º. Atendidas las reglas establecidas en el artículo 66 bis, los jueces y tribunales podrán asimismo imponer las penas recogidas en las letras b) a g) del apartado 7 del artículo 33.

¹¹⁴⁴PUENTE ABA L.M, “Publicación de la sentencia y sanciones para las personas jurídicas (art 288 CP)” en *Comentarios a la Reforma del Código Penal de 2015* 2º Edit, (dir) GONZALEZ CUSSAC J.L, GORRIZ ROYO.E /MATALLÍN EVANGELIO.A (coords). Edit. Tirant Lo Blanch. Valencia. 2015. Pág 939-941.

¹¹⁴⁵BONILLA PELLA, J. op.cit (Fraude de inversores) pág. 580 nº 6330.

El inciso final del párrafo primero del artículo que comentamos, nos remite al art. 308 que alude al fraude de subvenciones.

Y el art. 308.4 dice que: *“Quedará exento de responsabilidad penal, en relación con las subvenciones, desgravaciones o ayudas a que se refieren los apartados primero y segundo de este artículo, el que reintegre las cantidades recibidas, incrementadas en un interés anual equivalente al interés legal del dinero aumentado en dos puntos porcentuales, desde el momento en que las percibió, antes de que se le haya notificado la iniciación de actuaciones de inspección o control en relación con dichas subvenciones, desgravaciones o ayudas o, en el caso de que tales actuaciones no se hubieran producido, antes de que el Ministerio Fiscal, el Abogado del Estado o el representante de la Administración autonómica o local de que se trate interponga querrela o denuncia contra aquél dirigida. La exención de responsabilidad penal contemplada en el párrafo anterior alcanzará igualmente a dicho sujeto por las posibles falsedades instrumentales que, exclusivamente en relación a la deuda objeto de regularización, el mismo pudiera haber cometido con carácter previo a la regularización de su situación”*. Parece, pues, que la frase *“sin perjuicio de lo dispuesto en el art. 308”* se refiere a esta exención de responsabilidad criminal, es decir, al art. 308.4. Por lo tanto, la excusa absoluta que contempla el fraude de subvenciones podría ser aplicable al tipo penal de la *“estafa de inversores”*.

Sin embargo, el art. 308.4 habla de reintegro de las cantidades recibidas, y el tipo penal del art. 282 bis no sólo trata de recepción de cantidades por la empresa que difunde los datos económicos falsos, sino también la contemplan supuestos más amplios, tales como captar inversores o depositantes, colocar cualquier tipo de activo financiero, u obtener financiación por cualquier medio. Por tanto, se requiere una interpretación *“extensiva”* para llevar la excusa absoluta al terreno de la *“estafa de inversores”*. Así, podría entenderse que están exentos de responsabilidad criminal los administradores y empresas que devuelvan la inversión recibida, permitan la salida de los inversores sin ninguna penalización, o admitan la cancelación de los activos financieros obtenidos¹¹⁴⁶.

III. PERSEGUIBILIDAD

Respecto a la perseguibilidad en el delito del art. 282 bis. También sorprende que no se aplique en el delito de fraude de inversores el sistema de perseguibilidad que establece la LO 5/2010 para el delito de abuso de información privilegiada y manipulación de mercado. En consecuencia, será

¹¹⁴⁶PRAT WESTERLINDH, C.op.cit(Estafa de inversores) pág. 8/12; y concluye el autor que la excusa absoluta requiere otras condiciones. Esto nos lleva al resultado absurdo de que, en el caso de aplicarse el tipo agravado del art. 282 bis, y haberse conseguido la inversión, es posible aplicar la excusa absoluta del art. 308.4 del Código Penal cumpliendo las condiciones previstas en este artículo, y en el caso de no haberse conseguido la inversión, no cabe apreciar la excusa absoluta porque no hay nada que devolver. Es decir, la conducta más grave sí que conlleva excusa absoluta mientras que la más leve no.

aplicable la regla general pese a que en estos casos no se protege el patrimonio individual sino un bien colectivo (que perjudica intereses generales) y por eso no parece razonable condicionar su perseguibilidad a la interposición de una denuncia por parte del ofendido. Si bien el Ministerio Fiscal podrá actuar en aquellos casos en que se afecte al interés general o a una pluralidad de personas¹¹⁴⁷.

A través de la LO 5/2010, de 22 de junio, se establece un nuevo sistema de perseguibilidad para los delitos de *insider trading* y de manipulación de mercado, pero respecto al delito de estafa de inversiones del art. 282 bis permanece inalterado el sistema vigente desde la promulgación del Código Penal en relación con los delitos contra el mercado y los consumidores que establece el art. 287 en las Disposiciones Comunes a las secciones anteriores. Tampoco ha variado mucho respecto a la reforma del Código Penal 2015 al sustituir incapaz o persona desvalida por “*persona con discapacidad necesitada de especial protección*”, no afectando al resto del artículo que sigue intacto¹¹⁴⁸. Sin embargo, no parece muy lógico si entendemos que lo protegido por el delito de estafa de inversiones no es el patrimonio individual, sino el correcto funcionamiento del mercado entendido como bien jurídico colectivo y “difuso”, y que por ende se condicione la perseguibilidad a la interposición de una denuncia por parte de ofendido, cuando deberá actuar de oficio el Ministerio Fiscal. Es más, como ha venido a señalar TERRADILLOS BASOCO, en todos los casos en los que se produzca un comportamiento ilícito contra el mercado será raro que no se dañen los intereses generales o se afecte a una pluralidad de personas por lo que también podrá ejercer acciones el Ministerio Fiscal en la práctica totalidad de los casos¹¹⁴⁹.

En concreto se halla redactado de forma idéntica al art. 296, que incorpora también otra condición de perseguibilidad en materia de delitos societarios. De ahí, que la reforma llevada a cabo por la LO 5/2010, que exceptuó de la regla contenida en el art. 287-1 los delitos previstos en los arts. 284 y 285, (pero corregido por una ley posterior en 2011 que los incluye y que en el 2015 los exceptúa otra vez), deba considerarse superflua, dado que estos dos delitos quedan ya incluidos en la norma del apartado 2 del art. 287¹¹⁵⁰. El hecho de que se excluyesen los delitos de los arts. 284 y 285 probablemente se explique por el

¹¹⁴⁷GARCIA SANZ, J. op.cit (La protección penal del mercado financiero) pág. 60.

¹¹⁴⁸Artículo 287 CP 2015: “1. Para proceder por los delitos previstos en la sección 3ª de este Capítulo, excepto los previstos en los artículos 284 y 285, será necesaria denuncia de la persona agraviada o de sus representantes legales. Cuando aquella sea menor de edad, persona con discapacidad necesitada de especial protección o una persona desvalida, también podrá denunciar el Ministerio Fiscal. 2. No será precisa la denuncia exigida en el apartado anterior cuando la comisión del delito afecte a intereses generales o a una pluralidad de personas”.

¹¹⁴⁹TERRADILLOS BASOCO, J.M. “Globalización, administrativación y expansión del Derecho penal económico. En *Estudios de Derecho penal de la empresa*. ACALE SANCHEZ, M./TERRADILLOS BASOCO, J.M. (Coord.) Madrid, 2009. Pág. 19. Donde el autor (acertadamente a nuestro juicio) señala que resulta contradictorio el régimen de perseguibilidad establecido, pues se trata de delitos que-al menos pretendidamente- no se dirigen contra estrictos intereses individuales, sino colectivos.

¹¹⁵⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa). pág. 397.

ámbito sobre el que inciden ambos delitos; los títulos valores e instrumentos financieros son un sector altamente reglado, en el que existe un organismo (la CNMV), que se encarga del control de actividad¹¹⁵¹. Entonces es incomprensible, como dice MARTINEZ-BUJAN PEREZ¹¹⁵², que siendo así, no hubiese quedado excluido asimismo el delito del art. 282 bis.

Sea como fuere, se trata de un delito perseguible a instancia de parte; salvo en los casos, explica QUERALT JIMENEZ que el delito (como es el caso que nos ocupa –reafirmamos por nuestra parte-) afecta a los indefinidos intereses generales o a una incuantificada legalmente pluralidad de personas¹¹⁵³.

Efectivamente a tenor del art. 287, para la persecución de este delito se exigiría la denuncia de la persona agraviada, lo que no parece a nuestro modo de ver que tenga mucho sentido, al menos en el tipo básico, teniendo en cuenta el bien jurídico protegido que no puede ser otro que el buen funcionamiento y la transparencia y el correcto funcionamiento de los mercados regulados.

No obstante, la naturaleza del delito permitiría la aplicación del apartado 2 del art. 287, al afectar el peligro necesariamente a una pluralidad de personas o a los intereses generales.

De ahí que participemos de la opinión de ZABALA-LOPEZ GOMEZ y TERRADILLOS BASOCO para quienes, no parece muy lógico si entendemos que lo protegido por el delito de estafa de inversiones no es el patrimonio individual, sino el correcto funcionamiento del mercado entendido como bien jurídico colectivo, que se condicione la perseguibilidad a la interposición de una denuncia por parte del ofendido¹¹⁵⁴.

Es más, en todos los casos en los que se produzca un comportamiento ilícito contra el mercado será raro que no se dañen los intereses generales o se

¹¹⁵¹ RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORÓN LERMA, E. op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores art. 282 bis) pág. 316.

¹¹⁵² MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit(Derecho penal económico y de la empresa). pág. 397; también LIBANO BERISTAIN, A.*Los delitos semipúblicos y privados: aspectos sustantivos y procesales adaptado a la reforma del Código Penal*. Edit.. J.M. Bosch, S.A. 2011. Pág. 294.

¹¹⁵³ QUERALT JIMENEZ, J. op.cit (*Derecho penal Español. Parte especial*). 6ª Ed. Atelier. Barcelona, 2010; y también QUERALT JIMENEZ, J. op.cit (Delitos contra el mercado y los consumidores). Epígrafe 23. Cómo dice FARALDO CABANA, P.op.cit (Art. 282 bis) pág. 1091. No es precisa la denuncia cuando la comisión del delito afecte a los intereses generales o a una pluralidad de personas. En el art. 282 bis siempre hay afectación a un interés general, como es la funcionalidad del documento, y en la mayoría de los supuestos habrá pluralidad de personas afectadas, puesto que la conducta se dirige al colectivo de inversores. Ello lleva a concluir que se ha de aplicar en todos los casos la excepción a que alude el art. 287 en su párrafo segundo.

¹¹⁵⁴ ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit (*Los delitos bursátiles*) pág. 213.TERRADILLOS BASOCO, J.M. op.cit (Globalización, administrativación y expansión del Derecho penal económico) pág. 19. Donde el autor señala que resulta contradictorio el régimen de perseguibilidad establecido, pues se trata de delitos que-al menos, pretendidamente- no se dirigen contra estrictos intereses individuales, sino colectivos.

afecte a una pluralidad de personas por lo que también podrá ejercer acciones el Ministerio Fiscal en la práctica totalidad de los casos¹¹⁵⁵.

Efectivamente, y concluimos por nuestra parte, no tenemos que olvidar que el párrafo primero del art. 282 bis, supone un delito de peligro abstracto, cuyo bien jurídico protegido es el correcto funcionamiento del mercado de valores; y por el contrario en el párrafo segundo, en el que el bien jurídico protegido sería la lesión patrimonial efectiva en el inversor. Existiendo una clara “indeterminación” y/o cuantificación de un perjuicio, que resalta el legislador, y que no deja de ser un concepto jurídico, indeterminado máxime en un mercado tan volátil como el bursátil. Creemos que ambos párrafos del art. 282 bis deben ser perseguibles de oficio, porque en primer lugar para los tipos agravados, no dejaría de ser paradójico que el tipo básico afectando a intereses generales como el correcto funcionamiento del mercado fuera perseguible de oficio, no necesitado denuncia de la persona perjudicada y el agravado que es el básico más un plus de agravación, que es el perjuicio para los inversores no lo fuera y pudiera ser perseguibles a instancia de parte, necesitando denuncia de las personas agraviadas en el caso de afectar a intereses generales o una pluralidad de personas, siendo lo lógico todo lo contrario. En segundo lugar porque la exigencia de pluralidad de personas se puede dar en el segundo porque es igual que las condiciones y características que se dan en el primero pero con la realización del perjuicio para el patrimonio de los inversores.

Para MARTÍNEZ-BUJAN PÉREZ, será siempre aplicable la excepción contenida en el art. 287.2: “no será precisa la denuncia exigida en el apartado anterior cuando la comisión del delito afecte a los intereses generales o a una pluralidad de personas”. Y es que la comisión de este delito afecta en todo caso a intereses generales. Conclusión con la que estamos de acuerdo ya que el bien jurídico protegido en el tipo es el correcto funcionamiento del mercado y el patrimonio colectivo difuso de inversores, con lo que su mera realización afecta a los intereses generales de los consumidores y al mercado en general¹¹⁵⁶.

Para MENDOZA BUERGO, tampoco parece tener sentido hacer depender la persecución de este delito a la existencia de una denuncia de un agraviado, a la vista de los bienes protegidos y tratándose el tipo básico de un delito de peligro que afectará por hipótesis a una pluralidad de sujetos, lo que permitirá en este caso acogerse a la excepción recogida en el CP art. 287.2. Se ha apreciado la competencia de la Audiencia Nacional para conocer este delito (JCI 10-6-13, EDJ 286566, JCP 12-6-13, EDJ 103125)¹¹⁵⁷.

¹¹⁵⁵ BONILLA PELLA, J. op.cit (Estafa de inversiones) Epígrafe 2572; el mismo autor BONILLA PELLA, J. op.cit (Fraude de inversores) pág. 571 n° 6267.

¹¹⁵⁶ MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (La estafa de inversiones y de crédito (el art. 282 bis del CP)). pág 160

¹¹⁵⁷ MENDOZA BUERGO, B.op.cit (Delitos patrimoniales, delitos contra el mercado –art. 282 bis CP-). pág. 1292, n° 12009.

IV. EL TIPO AGRAVADO

1. El tipo agravado en el art. 282 bis consideraciones explicativas

El art. 282 bis prevé a nuestro juicio dos circunstancias de agravación de la pena con respecto a la figura básica de falsedad en la inversión de capital.

Primeramente, como hemos dicho, se determina la imposición de la pena básica en su mitad superior, en aquellos casos en que “*se llegue a obtener la inversión, el depósito, la colocación del activo o la financiación, con perjuicio para el inversor, depositante, adquirente de los activos financieros o acreedor*”.

Si la figura básica del art. 282 bis es un tipo de peligro, aquí nos encontramos ya como podemos comprobar, ante un “delito de lesión”. Se castigan por lo tanto más gravemente aquellos casos en que, tras la falsedad de los documentos informativos que han de hacerse públicos para captar financiación, algún sujeto decida invertir en la sociedad y sale perjudicado, puesto que las condiciones ventajosas que aparecían en la información ofrecida no concurren en la realidad¹¹⁵⁸.

Obsérvese (reparamos por nuestra parte), que se requiere no sólo el resultado concreto de la efectiva inversión, sino que ésta hubiera sido perjudicial para el inversor. Es un *nexo causal* de necesaria concurrencia. Si no es así, no estaríamos en la aplicación del párrafo segundo del art. 282 bis; sino en el párrafo primero, ¿Cuándo ocurriría lo que comentamos? Es decir, ¿la aplicación del párrafo primero?. Cuando hubiera “inversión”; pero no se pudiera probar el perjuicio individual al patrimonio del inversor.

Pese a ser evidente (reiteramos por nuestra parte) que cuando hablamos del tipo agravado del art. 282 bis, estaremos ante una lesión que procederá de una conducta dotada de un desvalor de acción netamente superior a aquella que contempla y castiga el citado delito tradicional, lo que sin duda debería reflejarse en su mayor sanción.

2. Obtención de la inversión, el depósito o la financiación

En el párrafo segundo del art. 282 bis se contiene una agravación en “el supuesto de que se llegue a obtener la inversión el depósito, la colocación del activo o la financiación, con perjuicio para el inversor, depositante, adquirente de los activos

¹¹⁵⁸PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.)pág. 73 y 74.

financieros o acreedor”, en cuyo caso se impondrá la pena en su mitad superior¹¹⁵⁹.

En cuanto a su estructura, este tipo incluye un doble resultado material: no se limita a requerir que se produzca el resultado de la obtención de la inversión, el depósito, la colocación del activo o la financiación, sino que exige además un segundo resultado, integrado por el efectivo perjuicio para el inversor, depositante o adquirente.

Por consiguiente, las relaciones concursales que cabe establecer entre este tipo y la estafa deben ser resueltas con arreglo a los mismos criterios que se plantean para el caso de que se lleve a cabo el delito societario contenido en el tipo cualificado del párrafo 2º del art. 290¹¹⁶⁰.

A diferencia del art. 290, la pena del art. 282 bis -2º párrafo – requiere que, obtenida la inversión, depósito, colocación de activo o financiación, tenga lugar asimismo un perjuicio para el inversor, depositante, adquirente o acreedores más grave que la de la estafa consumada (pues se mueve entre los dos años y seis meses y los cuatro años de privación de libertad) y conlleva un ingreso efectivo en prisión. El perjuicio debe ser objetivamente imputable a la falsedad en la información y no derivarse de circunstancias ajenas a ésta y propias de las alteraciones que experimentan los valores en los mercados.

Ya que como indican autores como MARTINEZ-BUJAN PEREZ y BONILLA PELLA cabe la posibilidad de existir “obtención de la inversión” por parte de la sociedad emisora, sin perjuicio para el inversor¹¹⁶¹.

Es más, se argumenta que el hecho que el delito de estafa exigía que su engaño típico tenga que ser idóneo para generar error en su receptor, no supone un verdadero obstáculo para que esta figura pueda castigar, cuando menos en grado de tentativa muchos de los engaños que se efectúan en los mercados para captar financiación¹¹⁶².

La diferencia con el art. 282 bis, es que si con la estafa en el tipo objetivo se atiende a la idoneidad lesiva *ex ante*, no es así en el tipo básico contemplado en el art. 282 bis, que se fijaría más como explica convincentemente PASTOR MUÑOZ en lo que se podría exigir “razonable o proporcionalmente a su posible víctima”¹¹⁶³.

Sea como fuere el delito de estafa sería inaplicable, si se quiere regular cualquier engaño que se realice sin un verdadero “dolo de lesión” con respecto a

¹¹⁵⁹MUNOZ CONDE, F. op.cit (Derecho Penal, Parte Especial.2015) pág 443.

¹¹⁶⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit pág. 155 y ss.

¹¹⁶¹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa) pág. 154. BONILLA PELLA, J. op.cit (Fraude de inversores) pág. 282 núm 2571

¹¹⁶²GALAN MUÑOZ, A.op.cit(El fraude de inversores del art. 282 bis CP) pág. 122.

¹¹⁶³PASTOR MUÑOZ, N. op.cit(La construcción de un tipo europeo de estafa) pág. 207.

los patrimonios de sus posibles destinatarios, como sucederá con todos los que se ejecuten quienes piden financiación a terceros, sin albergar ninguna duda y estando plenamente convencidos, incluso con una base razonable (por ejemplo: por esperar un próximo pago que considerase como completamente seguro), de poder evitar que su conducta pueda finalmente llegar a ocasionar algún perjuicio patrimonial a aquel o aquellos que la llegasen a otorgar¹¹⁶⁴.

En todos estos casos, nada infrecuentes en la realidad que nos ocupa (en nuestra opinión), el emisor del engaño en cuestión no solo no responderá por los daños en los que la operación económica desarrollada se llegue a concretar, por muy enormes que éstos pudiesen ser, sino que tampoco podrá hacerlo por la tentativa del comentado delito patrimonial, con lo que se demuestra que, si bien la estafa puede jugar un importante papel a la hora de prevenir y castigar algunos de los más peligrosos fraudes que se realizan en los mercados para obtener financiación, resulta a todas luces insuficiente para hacerlo con todos los que el Derecho penal debería sancionar.

En fin, ha quedado claro a lo largo del examen de este delito que sólo se castiga las falsedades si se comenten con el “*propósito de captar inversores...*”

Lo que es claro que introduce un “elemento subjetivo” en su “injusto” que sólo se apreciara cuando se efectúe con la intención de captar el patrimonio del potencial inversor. Lo que como más bien razona FARALDO CABANA, correctamente que convertiría a dichos valores, y a su posible afección en el referente esencial del ataque propio de su injusto, y por tanto bien jurídico que su prohibición y castigo trataría de proteger¹¹⁶⁵.

3. El perjuicio para el inversor, depositante y adquirente

Para MUÑOZ CONDE la producción del perjuicio debería determinar la aplicación del delito de estafa consumado. Para esto no hay ningún inconveniente, si se mira el hecho desde el punto de vista del inversor individualmente perjudicado. Sin embargo, ante la posible indeterminación del número de los mismos, e independientemente de que éstos ejerzan o no la correspondiente acción penal por estafa, el legislador ha preferido utilizar el sistema de agravar la pena en el tipo básico. Estas agravaciones no excluyen, a juicio del autor, la posibilidad de que un inversor pueda ejercer la acción penal individual por estafa¹¹⁶⁶.

¹¹⁶⁴ NUÑEZ CASTAÑO, E. op.cit. (*La estafa de crédito*) pág. 128.

¹¹⁶⁵ NIETO MARTIN, A. op.cit. (*Nociones fundamentales de Derecho Penal. Parte Especial*) pág. 493.
FARALDO CABANA, P. op.cit. (Art. 282 bis) pág. 1086.

¹¹⁶⁶ MUNOZ CONDE, F. op.cit. (*Derecho Penal, Parte Especial*. 2015) pág. 444.

En en el tipo agravado, sería la pena del “tipo básico” en su mitad superior: prisión de dos años y seis meses a cuatro años. Pero en el caso del supuesto “hipercualificado” (párrafo segundo inciso final) la pena a imponer sería de prisión de uno a seis años, y multa de seis a doce meses.

La penalidad en el tipo agravado es de prisión de uno a seis años, lo que a decir de QUERALT JIMENEZ es un modo infrecuente de incrementar las penas partiendo de un tipo básico. La multa es de seis a doce meses, no es la más grave posible, y es la primera vez que aparece en este contexto¹¹⁶⁷.

Explica MENDOZA BUERGO que se establece un subtipo agravado en el supuesto de que no sólo se llegue a producir la captación de inversores o la obtención de financiación, sino también que ésta haya tenido lugar con “perjuicio para el inversor”, y demás posibles víctimas mencionadas, caso en el que se impondrá la pena en la mitad superior a la establecida para el tipo básico del párrafo primero, es decir, una pena de prisión de dos años y medio a cuatro años. Se trata por tanto, de un supuesto en el que se consigue el objetivo perseguido de captar inversores, depositantes, colocar activos financieros u obtener financiación, ocasionando además un perjuicio patrimonial para el inversor, depositante etc, cuya precisión y prueba puede crear más de un problema. Parece que la producción del perjuicio debe considerarse resultado del delito y no condición objetiva de punibilidad, en cuyo caso es necesario, el correspondiente juicio de imputación objetiva y que esté abarcado por el dolo¹¹⁶⁸.

Hemos visto que en el tipo básico del delito, en el párrafo primero del art. 282 bis, se consuma el “injusto” con la conducta falsaria; mientras que en el tipo agravado tiene que haber “captación” y perjuicio (después analizaremos estas notas distintivas). En el tipo básico que hemos examinado, lo que se protege no es el patrimonio de una colectividad difusa de inversores; sino el “funcionamiento correcto del mercado de capitales” (tal como hemos explicado en el capítulo del bien jurídico). Además en el art. 282 bis párrafo 2º inciso primero se protegería el patrimonio de los inversores, depositantes o adquirentes.

Es así, que la doctrina especializada recalca el acento, en la “integridad” de los mercados financieros y la confianza en general de los inversores, y en particular asimismo en los valores y productos derivados¹¹⁶⁹.

En cambio en el tipo cualificado del párrafo segundo, el patrimonio de los inversores, depositantes, adquirentes o acreedores, pasa a un mismo plano, convirtiéndose en un auténtico bien jurídico protegido, al lado del propio “bien jurídico” preservado en el tipo del párrafo primero. Se trata de un tipo agravado con las características del tipo básico junto con el perjuicio.

¹¹⁶⁷QUERALT JIMENEZ, J. op.cit (Delitos contra el mercado y los consumidores). Epígrafe 23.

¹¹⁶⁸MENDOZA BUERGO, B.op.cit (Delitos patrimoniales, delitos contra el mercado –art. 282 bis CP-). pág. 1292, nº 12008.

¹¹⁶⁹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa) pág. 326; también BONILLA PELLA, J. op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores) pág. 1086/1199.

Así, lo que en el ámbito del tipo del párrafo primero constituía un mero motivo del legislador, porque no representaba siquiera una mera finalidad anímica existente en la mente del autor (la finalidad consistía simplemente en captar inversores, etc.), pasa a erigirse en el tipo del párrafo 2º en un elemento integrante del injusto, expresando un resultado material lesivo. Por tanto, este tipo se configura como un “delito pluriofensivo”, en la medida en que en él se tutelan los dos bienes jurídicos citados.

Con arreglo a lo expuesto, y en sintonía con la dimensión pluriofensiva del bien jurídico, habrá que admitir entonces también un doble sujeto pasivo en el tipo cualificado del párrafo segundo del art. 282 bis: de un lado, la sociedad en general, como en el tipo básico; de otro lado, el grupo colectivo difuso de los inversores, depositantes, adquirentes o acreedores que resulten perjudicados¹¹⁷⁰.

¿Cuándo surge entonces el “subtipo agravado”? Ello ocurrirá cuando el peligro se concrete en un resultado consistente en la captación de los recursos, en cualquiera de las formas previstas en la norma, con perjuicio para el inversor. Es más, como veremos después, la pena se incrementará si el perjuicio causado fuera de notoria gravedad¹¹⁷¹.

El “segundo párrafo” contempla el “resultado cortado” como elemento de agravación de la responsabilidad penal en dos fases de gravedad: mitad superior o nueva y más elevada marco penal en caso de perjuicio y notoria gravedad respectivamente¹¹⁷².

Hemos analizado *supra* que en el párrafo primero del 282 bis no es necesaria la idoneidad en la falsedad para causar el error, ni que haya disposición patrimonial. Solo se busca la tutela del “mercado de valores”, el correcto funcionamiento de los mercados financieros. Y como dice el art. 26 LMV la información económica financiera debe estar registrada en la CNMV. Se trata de una verificación de carácter administrativo.

Es decir, lo que trata de proteger el bien jurídico (como hemos examinado *supra*), es la fiabilidad y veracidad de la información financiera, que las entidades emisoras están obligadas a publicar. En fin, el buen funcionamiento de los mercados regulados, quedando obligada la entidad emisora de valores frente a la CNMV, a presentar estos documentos acreditativos en aras a la protección del inversor y la eficiencia de los mercados de valores (los puntos neurálgicos sobre los que se asienta el bien jurídico). En el mercado de valores, la supervisión de la información que afecta a los emisores corresponde a la CNMV. De ahí, que entendamos que la integridad de los mercados financieros resultaría ser a la postre el bien jurídico protegido. En conclusión, el objeto de la tutela no se limita

¹¹⁷⁰MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa). pág. 327.

¹¹⁷¹BONILLA PELLA, J. op.cit (Delitos relativos al mercado y a los consumidores) pág. 274 ref2528.

¹¹⁷²MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores, art. 282 bis) pág. 232, Epígrafe 27.

al patrimonio de los inversores per se sino a las reglas operativas en los mercados de valores y en las exigencias de control y verificación por la CNMV.

En esta línea interpretativa que manifiesta MARTINEZ-BUJAN PEREZ, para quien pudiera pensarse que se produce un solapamiento del art. 282 bis con el art. 290, con lo que, desde esta perspectiva, la acción que se ha tipificado puede considerarse en buena medida superflua¹¹⁷³.

De ahí que la conducta que en realidad debería tipificarse en el art. 282 bis debería ser exclusivamente la de “publicar” los datos falsos (como se decía en el Proyecto CP de 1980), o “exponer en las comunicaciones” (en el delito italiano), “efectuar alegaciones falsas en las comunicaciones” (delito alemán), “realizar indicaciones falsas” (Propuesta Eurodelitos) o simplemente “consignar en sus noticias o comunicaciones al público hechos contrarios a la verdad” (como, por cierto, se decía en el art. 734 del CP español de 1928), esto es, conductas posteriores a la falsificación documental y que pueden ser realizadas por una persona distinta del falsificador¹¹⁷⁴.

En el párrafo 2º del art. 282 bis se incluye el tipo agravado, cuya redacción está inspirada sin duda en el párrafo 2º del art. 290. Se trata de un tipo que exige la causación de un resultado material lesivo para el patrimonio de los sujetos pasivos y que carece de sentido en un delito socioeconómico en el que se tutela un bien jurídico colectivo institucionalizado¹¹⁷⁵. En el párrafo segundo se prevea un tipo agravado caracterizado por la producción de dicho resultado material¹¹⁷⁶.

Sentado lo anterior comprobamos, como se exige un doble resultado. Por un lado la “captación de inversores” provocada por la actuación y conducta falsaria del administrador de hecho y/o derecho de la sociedad emisora que ha emitido los valores negociados. Y por otra parte, un complicado “elemento de prueba” que resulta ser el perjuicio para el inversor y/o adquirente de los activos. Y lo que resulta incomprensible es que el perjuicio habrá de producirse, no a la entrega del importe de la inversión; sino cuando éstos debido a la “mendacidad del sujeto activo” no llegue a buen puerto, lo que en general se sabrá con la amortización total o parcial, con sus rendimientos de la inversión¹¹⁷⁷, pero no antes (insistimos por nuestra parte).

El problema se agudiza, a nuestro modo de ver cuando el perjuicio no concurre con las primeras amortizaciones. Si fuera así, es complicado entender *de facto* el perjuicio para el inversor.

¹¹⁷³MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa) pág. 329.

¹¹⁷⁴MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit pág. 329.

¹¹⁷⁵MORALES GARCÍA, O. op.cit (Fraude de inversores) pág. 240; también MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (Derecho penal económico y de la empresa) pág. 333.

¹¹⁷⁶MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit pág. 329.

¹¹⁷⁷QUERALT JIMENEZ, J.op.cit (Delitos contra el mercado y los consumidores) Epígrafe 23.

Entendemos que el legislador “confusamente”, ni explica la “causalidad” (captación del inversor y el perjuicio), ni tampoco la “temporalidad en la lesión patrimonial”. Es por ello que entendemos con QUERALT JIMENEZ, que la perdurabilidad de los beneficios durante el tiempo, habrá demostrado la inocuidad de la falsedad inicial. Entonces, a nuestro juicio, la conclusión sería que ya no sería aplicable el párrafo segundo del art. 282 (el subtipo agravado).

Además de la “agravación” examinada, se establece aún una pena más agravada (prisión de uno a seis años y multa de seis a doce años), si el perjuicio causado fuera de “notoria gravedad”. Se trata de una agravación con respecto al tipo de lesión anterior, de tal modo que la pena será aún más severa, si el daño patrimonial causado es especialmente grave.

Ahora bien, desde una óptica judicial serán los tribunales quienes deberán valorar si concurre esta gravedad, sin que el CP aporte pautas al respecto, como criterio orientativo. A mayor abundamiento, podría acudir a otros tipos penales que también contemplan la agravación de la pena debido a la causación de perjuicios económicos de especial gravedad, como por ejemplo la estafa.

Puede apreciarse que la configuración de ambos tipos agravados se centra en la causación de perjuicios económicos; sin embargo esto plantea importantes problemas concursales con el delito de estafa ¹¹⁷⁸.

Explica correctamente el antecedente legislativo POLAINO NAVARRETE para quien el precepto merece una valoración negativa¹¹⁷⁹.

Un sector cualificado de la doctrina opina que este supuesto ya estaba contemplado con carácter general en el art. 290 CP, que castiga a “*los administradores, de hecho o de derecho, de una sociedad constituida o en formación, que falsearen las cuentas anuales u otros documentos que deban reflejar la situación jurídica o económica de la entidad, de forma idónea para causar un perjuicio económico a la misma, a alguno de sus socios o a un tercero*”.

No era necesario proceder (en opinión de esta doctrina) a una tipificación autónoma por razón de ámbito específico alguno. Adicionalmente, se provoca la indeseable consecuencia de que el tipo básico del art. 282 bis ni siquiera exige la idoneidad del falseamiento para provocar un perjuicio (sólo la finalidad de captar inversión, colocar activos o financiación), lo que sí hace el art. 290, y pese a ello tiene prevista una pena mayor –prisión de uno a cuatro años en el caso del art. 282 bis frente a prisión de uno a tres años y multa de seis a doce meses del art. 290. El párrafo 2º contiene una doble agravación del tipo básico, a) una de primer

¹¹⁷⁸PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.)pág. 73 - 74.

¹¹⁷⁹POLAINO NAVARRETE, M. op.cit (*Lecciones de Derecho penal. Parte especial*) pág. 172 - 173.

grado, por agotamiento del delito, esto es cuando se llegue a obtener la inversión, el depósito, la colocación del activo o la financiación con perjuicio para el inversor depositante, adquirente de los activos financieros o acreedor; b) otra de segundo grado, en los casos en los que el perjuicio causado fuera de notoria gravedad para las víctimas.

Dentro de las agravaciones por el perjuicio causado el art. 250.1.5 fija, para la estafa, en 50.000 euros uno de los subtipos agravados, diferenciándolo del concepto jurídico indeterminado de la notoria gravedad, si bien, por la proximidad de supuestos de hechos, podría tomarse la cifra de 300.000 que señala *infra* el art. 284.9, por clara *analogía a simili*, además de que tampoco es una cifra elevada cuando se habla de esas cantidades en el mercado de valores, aunque no es un tema que se haya resuelto y todavía creará más controversia tras la nueva reforma de 1/2015 y la cifra de 250.000 euros de la estafa superagravada del art. 250.2.

Siguiendo con el perjuicio económico que se puede causar a los inversores y las diferentes cantidades que propone el legislador como agravadas e hiperagravadas podemos observar, tras la Reforma del CP 2015, vigente a partir del 1 de julio, que se introducen una serie de tipos agravados e hiperagravados en los delitos de estafa de los arts. 249 y 250; se elevan las faltas a la categoría de delito leve, con las consecuencias que ello produce en la prescripción al año de cometerse, en vez de, los seis meses de las antiguas faltas. En concreto, señala RODRIGUEZ FERRANDEZ se ha retocado la redacción de uno de ellos (el quinto) y se ha añadido uno completamente nuevo (el octavo), además de introducir un par de aspectos novedosos dentro del tipo súper e híperagravado del art. 250.2. En primer lugar, el quinto tipo agravado del art. 250.1 que castiga con mayor pena la estafa cuando “*el valor de la defraudación supere los 50.000 euros*”, se le ha añadido como alternativa equiparable en gravedad el caso en que tal defraudación “*afecte a un elevado número de personas*”, de modo que la concurrencia de cualquiera de ambas circunstancias, o incluso las dos a la vez (sin ninguna otra más del art. 250.1) daría lugar a la aplicación de este tipo agravado. En segundo lugar, se ha añadido un nuevo tipo agravado en el art. 250.1, número en octavo lugar, y que castiga el precepto; “*cuando al delinquir el culpable hubiera sido condenado ejecutoriamente al menos por tres delitos cometidos en este Capítulo*”, matizando seguidamente que para ello “*no se tendrán en cuenta antecedentes cancelados o que debieran serlo*”, añade el autor que en la medida en que se hace referencia en el precepto en cuestión a que este tipo de multirreincidencia es aplicable a todas las infracciones del Capítulo VI, ello incluye discutiblemente a los delitos leves incardinados en el mismo. Por último, en tercer lugar, se ha añadido la posibilidad en el art. 250.2 de que el séptimo de los tipos agravados del 250.1 (la estafa procesal) pueda concurrir (como los supuestos 4º, 5º y 6º, que ya estaban incluidos en esta previsión) con el 1º de ellos (estafa que recaiga sobre cosas de primera necesidad, viviendas u otros bienes de reconocida utilidad social) para dar lugar a la imposición de la pena híper-agravada que prevé dicho precepto (penas de prisión de cuatro a ocho

años y multa de doce a veinticuatro meses). Y, además, de modo más visible, se ha añadido a continuación que esa misma pena se impondrá, en cualquier caso, “cuando el valor de la defraudación supere los 50.000 euros”. El establecimiento de esta agravación implica, lógicamente, la necesidad de acudir al ya conocido Acuerdo no jurisdiccional de la Sala Segunda del Tribunal Supremo de 30 de octubre de 2007 en cuanto a su posible solapamiento con el delito continuado, de tal modo que si el perjuicio total causado por diversas estafas, sin que ninguna de ellas individualmente supere los 250.000 euros, excede de dicha cantidad, se aplicaría la franja punitiva prevista en este nuevo tipo híperagravado; en cambio, si una o varias de dichas estafas excede individualmente de esa cantidad, entonces sí se podrá aplicar el art. 74.1 y, con él, dicha franja punitiva en su mitad superior¹¹⁸⁰.

En otro orden de consideraciones explica el antecedente legislativo del tipo agravado del art. 282 bis, concretamente MARTINEZ-BUJAN PEREZ, quien retrotrae esta figura a la redacción del párrafo segundo del art. 290. Es decir, el legislador reproduce la técnica de la tipificación de este precepto. Que a su vez, como indica el autor se inspira en el Derecho societario italiano (vr.gr., 2622-1 CC) “incluye el elemento de la causación de un daño patrimonial a la sociedad, a los socios o a los acreedores¹¹⁸¹”.

La exigencia de la lesión patrimonial se cohonestada inadecuadamente en el contexto de la configuración de los delitos de peligro, como los que analizamos. De ahí que compartamos la opinión de MORALES GARCIA quien critica la referencia al resultado, ya que éste no debería ser relevante en la sistemática del art. 282 bis, ya que lo relevante sería la “torticera información perjudicando con ello las bases del sistema de negociación de valores e instrumentos financieros”. La cualificación debería verse “en la frecuencia con la alteración de esas bases que debería traducirse en un perjuicio individualizable. Así las cosas, el legislador de 2010 optó por la inclusión en el tipo de la posible situación de concurso de delitos¹¹⁸²”.

Como vemos se ha producido materialmente el perjuicio patrimonial, siendo imputable como acierta ZABALA LOPEZ-GOMEZ objetivamente al autor de la falsificación del folleto o de la información societaria que debe ser publicada y difundida según la legislación del mercado de valores.

Tendrá que existir a nuestro modo de ver y entender el tipo de este delito, una relación de causalidad entre la falsedad y el perjuicio patrimonial como sucede en el delito de falsedad en documentos sociales. Como a la sazón se produce en el delito de estafa¹¹⁸³.

¹¹⁸⁰RODRIGUEZ FERRANDEZ, S. “Capítulo decimoséptimo: Defraudaciones” en *Estudios sobre el Código Penal Reformado 2015*. (dir) MORILLAS CUEVAS L. Edit. Dykinson. Madrid. 2015. págs 553-558.

¹¹⁸¹MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 152.

¹¹⁸²MORALES GARCÍA, O. op.cit (*Fraude de inversores*) pág. 240.

¹¹⁸³BAJO FERNANDEZ, M. op.cit (*Los delitos de estafa en el Código penal*). pág. 56.

Lo que impedirá, como explica el propio ZABALA LOPEZ-GOMEZ¹¹⁸⁴ y GOMEZ INIESTA la aplicación a muchos supuestos en los que se aprecia una conducta ilícita debido a la visión patrimonialista que emplea el art. 282 bis 2º párrafo.

El engaño que se produce no exige como el art. 248 que sea “bastante”, sino que se refiere simplemente a la posibilidad de engaño¹¹⁸⁵.

Y a tal efecto como explica QUERALT JIMENEZ se requiere por tanto un doble resultado, en el párrafo 2º del art. 282 bis (lo que aún hace más insólito este delito). Por un lado, hace falta que se haya producido la captación de las inversiones, materialización de la captación de las inversiones que requiere que los importes de las mismas obren ya en poder del emisor del instrumento financiero falsariamente puesto en circulación. Pero aquí, el legislador, añade otro elemento y efectúa una “pirueta político-criminal” de difícil comprensión ya que el perjuicio para el inversor ha de producirse y habrá de producirse, no a la entrega del importe de la inversión, sino cuando ésta, debido exclusivamente a la actuación del sujeto activo, no fructifique. Lo que, por lo general, se sabrá con la amortización, total o parcial, con rendimientos de la inversión... pero siempre *a posteriori* (insistimos por nuestra parte¹¹⁸⁶).

Así las cosas, está claro analizando el precepto que este segundo párrafo del art. 282 bis, tiene un perjuicio para el patrimonio de los inversores. Es así, que en el párrafo primero del tipo básico, lo que se protege es el “bien jurídico colectivo” (*uti socius*); y por tanto como dice ZABALA LOPEZ-GOMEZ el peligro no llega a concretarse en ningún bien jurídico de carácter individual¹¹⁸⁷. Pero en el 2º párrafo del art. 282 bis se protege además el patrimonio de los inversores, depositantes, adquirentes de activos. Y muy importante, que el delito no se consuma exclusivamente en la mera obtención de la inversión; sino que es necesario que se produzca el efectivo “perjuicio patrimonial”. Así hay autores, como CHOCLAN MONTALVO que se cuestionan y critican que la conducta podía estar ya cubierta por el delito de estafa o de apropiación indebida¹¹⁸⁸....

Explica GALAN MUÑOZ que en estos preceptos vuelven a aparecer algunos de los elementos característicos del tipo objetivo del delito de estafa que brillaban por su ausencia en la figura contemplada en el párrafo que los precede.,

¹¹⁸⁴ ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit (*Los delitos bursátiles*) pág. 189.GOMEZ INIESTA, D. op.cit (Aspectos jurídico-administrativos y penales de la falsificación de la información contable de las sociedades anónimas cotizadas). pág. 292.

¹¹⁸⁵ BAJO FERNANDEZ, M. op.cit (*Los delitos de estafa en el Código pena*) pág. 56 y siguientes.

¹¹⁸⁶ QUERALT JIMENEZ, J. op.cit (Delitos contra el mercado y los consumidores) Epígrafe 23

¹¹⁸⁷ ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit (*Los delitos bursátiles*) pág. 188.

¹¹⁸⁸ CHOCLÁN MONTALVO, J.A., op.cit (El delito de estafa) pág. 410.

De hecho y a diferencia de lo que sucedía en éste, en los dos últimos párrafos del art. 282 bis, sí que se contemplarían verdaderas modalidades específicas de estafa o, más exactamente, verdaderas “estafas de inversiones”¹¹⁸⁹.

De nuevo, determinó que otros tildasen a ambos preceptos de “innecesarios”, ya que se entendía que siempre que una de esas actuaciones diese lugar a un perjuicio, sería de aplicación la estafa del art. 248, y si el perjuicio era de notoria gravedad, cabría aplicar el art. 250, que imponía la misma pena que el art. 282 bis para esos casos¹¹⁹⁰.

MUÑOZ CONDE es de la opinión de que se trata de un concurso de leyes que debe resolverse por la regla de la alternatividad, aplicando el precepto que imponga mayor pena en el caso concreto (art. 8.4), y en este caso la pena más grave podría ser la del delito de estafa, perdiendo el art. 282 bis su autonomía¹¹⁹¹.

Cierto es que no exige en el art. 282 bis redactado por la LO 5/2010 que se haya producido un “engaño bastante”, pero es igualmente cierto que en la llamada estafa de inversores o de crédito se plantea además el problema de identificar el perjuicio cuando el inversor que adquirió sus activos confiando en una información falsa no pierde su inversión. El falseamiento con la finalidad de conseguir una inversión, (insistimos por nuestra parte) constituye un engaño, pero el CP permite que no sea preciso entrar a valorar si el engaño es “bastante” o “no”.

Cabría plantearse entonces (como hemos examinado en páginas anteriores y volvemos a reiterar ahora) si puede hablarse de un perjuicio real en supuestos en los que valores de compañías equiparables o índices de valores se han revalorizado sustancialmente más que los activos financieros emitidos por la propia compañía en los que se invierte, o en casos en los que se venda la inversión en el mercado a un precio inferior al de compra en supuesto en los que los activos cotizados de la sociedad se han comportado mejor que sus comparables. Lo que a nuestro juicio encaja mal en la estructura del “perjuicio” contemplado en el art. 282 bis párrafo 2º inciso primero (tipo agravado).

Según parece no podría entenderse producido el perjuicio en estos supuestos, en los que, además se podrán plantear problemas de imputación objetiva, cuando no de causalidad. Efectivamente, la evolución de la cotización de un valor obedece a numerosos factores, siendo imposible aislar uno solo como único causante de un menor beneficio o incluso de una pérdida. Sería el caso descrito antes de un valor que, concurriendo todos los demás elementos del tipo, ha visto reducido su precio, pero en menor medida que otros valores comparables. Con estos parámetros, sólo sería aplicable el subtipo agravado en

¹¹⁸⁹GONZALEZ RUS, J.J.op.cit (Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones) pág. 607.

¹¹⁹⁰GARCIA SANZ, J. op.cit (La protección penal del mercado financiero).pág. 59.

¹¹⁹¹MUNOZ CONDE. F. op.cit (Derecho Penal, Parte Especial) pág 479.

los supuestos de insolvencia de la compañía, es decir, cuando el inversor pierda toda o casi toda su inversión y, además, se den todos los demás elementos del tipo¹¹⁹².

En conclusión, se establece una agravación de la pena para el caso que se llegue a obtener la inversión, el depósito, colocación del activo o la financiación, con perjuicio para el inversor, depositante adquirente de los activos financieros o acreedor.

V. EL TIPO HIPERAGRAVADO

1. Notoria gravedad

Si la *inversión* o el *perjuicio* en los inversores dejan de ser potenciales y se acaban haciendo *efectivos* deberá aplicarse la pena prevista por el tipo básico en su mitad superior. La acreditación del perjuicio económico puede implicar severas dificultades probatorias, como consecuencia de la volatilidad inherente a determinados valores. También resulta dudoso si el perjuicio deberá determinarse de acuerdo con un concepto económico o personal de patrimonio o, por fin, si resulta subsumible en tal concepto el “lucro cesante” que podría derivarse de la contratación del producto objeto de la información falsa en detrimento de otros valores equiparables. Si el perjuicio es de “*notoria gravedad*” la pena será de prisión de uno a seis años y multa de seis a doce meses. Con ello, la estafa de inversores agravada se equipara penológicamente a la estafa agravada (art 248 y 249 y art. 250.1.5). A tales efectos, de conformidad con una interpretación sistemática del precepto con lo previsto para el tipo agravado de estafa en el art. 250.1.5º (modificado por la LO 5/2010), podrá entenderse que el perjuicio es de notoria gravedad cuando supere los 50.000 euros¹¹⁹³.

Como dice QUERALT JIMENEZ si se pretende dotar de sustantividad propia a este precepto, y dado que se halla inscrito entre los delitos contra el mercado y los consumidores, sus “guías habrán de ser otras”. Y concluye el autor que su proximidad con la información privilegiada impone el criterio que fueran 600.000€ el límite a partir del cual pudiera, apreciarse este tipo cualificado¹¹⁹⁴. En línea con lo expuesto TUERO GONZALEZ al no concretarse a partir de qué entidad los perjuicios empiezan a considerarse “notoria gravedad”, explica que podría servir como referencia que dentro de la misma sección del CP, el art. 284.2 únicamente sanciona-con una pena de prisión más reducida- a partir de los 300.000 euros de beneficio o perjuicio; y el art. 285.1 eleva la cifra a los 600.000 euros en el tipo básico, existiendo un subtipo agravado en el art. 285.2.2º por

¹¹⁹² BONILLA PELLA, J. op.cit (Fraude de inversores) pág. 575. 6266.

¹¹⁹³ GOMEZ MARTIN, V.op.cit (Sabotaje informático, top manta, importaciones paralelas y fraude de inversores: ¿algunos exponentes de un nuevo derecho penal económico?) pág. 17.

¹¹⁹⁴ QUERALT JIMENEZ, J. op.cit (Delitos contra el mercado y los consumidores: fraude de emisión). Epígrafe 23.

“notoria importancia”¹¹⁹⁵. Quizá nuestra postura se decante por estas cantidades de ser consideradas como “notoria gravedad” al desarrollarse en operaciones en los mercados de valores donde los 50.000 euros pueden considerarse *peccata minuta*, cuando se desarrollan grandes operaciones.

Por otro lado, si por un lado la “agravación de la estafa” se tiene en consideración como dice el art. 250.1.4 “*atendiendo al valor de la defraudación, a la entidad del perjuicio (que entendemos por nuestra parte concurrentes) y a la situación económica en que se deje a la víctima o a su familia*”; por otro lado, sin embargo, como explica PRAT WESTERLINDH la notoria gravedad puede tener en consideración otros factores distintos a la entidad del perjuicio, como pueden ser: la cuantía de la inversión, el número de inversores engañados, la trascendencia económica y social del daño producido, etc¹¹⁹⁶ (¿podríamos entender el “Caso Bankia”; miles de preferentistas estafados, alarma social producida, administración desleal con las famosas tarjetas black por parte de su Consejo de Administración, indemnizaciones millonarias a sus Consejeros, rescate financiero del Gobierno y de la Unión Europea?). Es decir, que no son equiparables, a nuestro juicio totalmente las circunstancias que condicionan la aplicación de la agravación de especial gravedad del delito de estafa a los supuestos de notoria gravedad del tipo del art. 282 bis.

El legislador considera susceptible de un mayor reproche penal el hecho de que se consiga la inversión y se produzca el perjuicio, en definitiva, que se consuma el hecho delictivo como si se tratase de una estafa “completa”. Incluso de forma paralela al art. 250.1.5º (agravante de especial gravedad en el delito de estafa), se afirma que si el perjuicio causado fuera de notoria gravedad, la pena a imponer será de uno a seis años de prisión y multa de seis a doce meses. Ahora bien ¿cuándo es de notoria gravedad?

La notoria gravedad, además de en la Jurisprudencia, viene mencionada en el art 74.2 del CP: “*si se tratare de infracciones contra el patrimonio, se impondrá la pena teniendo en cuenta el perjuicio total causado. En estas infracciones el Juez o Tribunal impondrá motivadamente la pena superior en uno o dos grados, en la extensión que estime conveniente, si el hecho revistiere notoria gravedad y hubiere perjudicado a una generalidad de personas*”. Es conocido como Delito masa; una especie de delito continuado construido por la Jurisprudencia para aplicar mayor pena a las estafas y fraudes colectivos (forma de delincuencia patrimonial que afectaba a una colectividad indeterminada) que tuvieron gran incidencia social en los años 80, supuestos en los que aplicando las reglas generales hubieran supuesto un escandaloso privilegio para el delincuente. No tuvo consagración legislativa específica hasta la LO 8/1983 que en el art. 69 bis regulaba junto al delito continuado. La esencia del mismo se determina en que el sujeto activo mediante una acción o varias, que independientemente

¹¹⁹⁵TUERO GONZALEZ. A, “El art.282 bis” en *Código Penal comentado*, (dir) ROMA VALDES A. Edit. Bosch. Barcelona. 2015. Pág 477.

¹¹⁹⁶PRAT WESTERLINDH, C. op.cit (Estafa de inversores). laleydigital.es. Pág. 8/12.

consideradas serían constitutivas de delito o falta cada una de ellas, pone en ejecución un designio criminal único encaminado a defraudar a una masa o colectividad indeterminada de personas. La STS 129/2005 de 2 de marzo, se refiere a una colectividad indeterminada y difusa de personas. Se prevé, básicamente, para los supuestos de defraudaciones a una pluralidad de sujetos indiferenciados. Debe significarse que la Jurisprudencia ha perfilado dicha figura delictiva afirmando que no es clara la delimitación de entre delito masa y delito continuado, aunque el primero puede estructurarse como una modalidad cualificada del segundo, pero de los dos elementos que normativamente se exigen para su estimación, debe destacarse la notoria gravedad del hecho, que no debe confundirse con la “*especial gravedad atendiendo a la entidad del perjuicio y a la situación económica en que deja a la víctima y a su familia*” del art. 250.1.4 ni “*del valor de la defraudación superior a 50.000 euros*” del 250.1.5 del CP. Señala asimismo la SAP Barcelona número 57/ 2008 de 21 de Enero, que la gravedad, además de ser notoria, ha de afectar a una generalidad de personas, esto es a una muchedumbre o multitud de ellas. La STS 270/2007 estima que ya no puede hablarse de una generalidad de personas sino de más de diez personas concretas que sufrieron la acechanza patrimonial típica de la estafa. Tampoco concurre en el hecho la notoria de la gravedad por la cuantía de lo defraudado que aparece determinado en el hecho probado de la sentencia, suponiendo la especial gravedad del art 250.1.6, pero no la notoria importancia del delito masa¹¹⁹⁷.

Con la Reforma del CP 2015 y los delitos arts. 249 y 250, al haber agravado e hiperagravado los nuevos tipos de estafa hasta incluso una cantidad superior a 250.000 euros (art.250.2), se plantean dudas con la “notoria gravedad”. Explica VIANA BALLESTER que la locución “notoria gravedad” en clave económica, obliga a exigir una gravedad fuera de toda discusión , y que sea claramente diferente de la nota es especial gravedad de los apartados 4º y 5º del art. 250.1 , concretamente, los 50.000 euros establecidos en el apartado 5º. En este sentido, como recuerda la SAP de Murcia (St 125/2014 de 22 de abril): “*no es una gravedad reforzada, sino algo distinto*” (respecto de esta exigencia es preciso indicar que a juicio de la autora, la introducción del nuevo tipo hiperagravado por defraudación superior a 250.000 euros obligará a reinterpretar este requisito de la notoria gravedad exigiendo en el delito masa en cualquier caso una cantidad defraudada muy superior a dicha cuantía). Concluye la autora en cita, que de todo lo anterior se deduce que los criterios de diferenciación entre el tipo agravado por afectación a un número elevado de personas y el delito masa deberán ser los siguientes: la posibilidad de identificar y determinar los sujetos pasivos afectados (no podrá aplicarse el art. 250.1.5º si las víctimas son indeterminadas) y la cuantía de lo defraudado (para aplicar el art. 250.1.5º, según la redacción literal, no se exige una cantidad elevada, como sí exige en el delito masa del art. 74.2). Los casos más frecuentes que en la práctica plantearán estos

¹¹⁹⁷ESCRIHUELA CHUMILLA F. J:op.cit(*Todo penal 2011*). págs. 293-306.

problemas de identificación serán las denominadas estafas piramidales, estafas informáticas a través del phishing, las estafas cometidas por Internet etc¹¹⁹⁸.

Sin embargo, insistimos, por nuestra parte que la “estafa de inversores” no es una especialidad sobre el tipo de estafa, ya que se protegen otros intereses jurídicos; en este caso, se protegen las garantías de un sistema financiero institucional en el que intervienen organismos estatales como la CNMV. No creemos que la “especial gravedad” del art. 250.1.5º sea sinónimo de la “notoria gravedad” que menciona el art. 282 bis¹¹⁹⁹.

El segundo párrafo del art. 282 bis agrava la responsabilidad en el caso de que hubiere llegado a causar un perjuicio económico, generando al tiempo una “hiperagravación”, con marco penal diferente, en el caso de que el perjuicio fuere de notoria gravedad. La referencia al resultado no debería ser relevante en la sistemática del art. 282 bis, pues lo relevante es la utilización torticera de información perjudicando con ello las bases del sistema de negociación de valores e instrumentos financieros. Pero dada la frecuencia con que la alteración de esas bases concurrirá con un perjuicio individualizable, el legislador resuelve los concursos con la cláusula correspondiente de subsidiariedad expresa. Explica MORALES GARCIA que el nuevo régimen del art. 250.1.5 fija en 50.000 euros como el valor de lo defraudado y en el 25.1.4 la especial gravedad, siendo así que el marco penal es idéntico al del art. 282 bis, por lo que esta cifra debería servir de referencia para la valoración del daño en notoria gravedad y activar el marco hiperagravado del art. 282 bis *in fine*¹²⁰⁰. En nuestra opinión la cifra debería ser notablemente superior a los 50.000 euros al estar realizando operaciones en el mercado de valores con cifras muy superiores en la mayoría de los casos.

Se plantea asimismo qué casos habrá de subsumir en el art. 250.1.4º como supuestos de “especial gravedad” por la entidad del perjuicio. En principio, parece que los casos en que la “entidad del perjuicio” se refiere a la cuantía de lo defraudado tienen que subsumirse en el art. 250.1.5º y, en caso de que no se superen los 50.000 euros, se han de tratar como estafas del art. 248. Por ellos, la “entidad del perjuicio” se tendría que vincular con aspectos cualitativos de este último que, además, no estén abarcados por otras modalidades agravadas del art. 250.1.

En suma, parece que la producción del perjuicio debe considerarse resultado de delito y no condición objetiva de punibilidad en cuyo caso es necesario el correspondiente juicio de imputación objetiva y que esté abarcado por el dolo¹²⁰¹. Reiteramos una vez más, que el concepto de notoria gravedad

¹¹⁹⁸VIANA BALLESTER, C. “Los delitos de estafa: arts 249 y 250 CP” en *Comentarios a la Reforma del Código Penal de 2015* 2º ed. (dir.) GONZALEZ CUSSAC J.L, (coords) GORRIZ ROYO E./MATALLIN EVANGELIO A. Edit Tirant Lo Blanch . Valencia. 2015. Págs 748-749.

¹¹⁹⁹ PRAT WESTERLINDH, C.op.cit (Estafa de inversores) pág. 8/12.

¹²⁰⁰MORALES GARCÍA, O. op.cit(Fraude de inversores) pág. 240.

¹²⁰¹MENDOZA BUERGO B op.cit (Falsedad de la información económica-financiera para inversiones año 2016) pág 1292 nº 12008.

puede ser objeto de delimitación en el delito de estafa del art. 248, fijándola la jurisprudencia en torno a los 50.000 euros. No obstante, para otros, no cabe extender esta jurisprudencia de forma automática a la estafa de inversores, pues en las operaciones financieras esas cantidades no tienen la consideración notoria gravedad, debiendo elevar ese margen de manera notable (lo que nos parece adecuado, teniendo en cuenta que operamos en un mercado de valores y con las exigencias administrativas de la CNMV¹²⁰²).

Cuando el valor de la defraudación supera los 50.000 euros (art. 250.1.5º), esta modalidad agravada, (introducida por la LO 5/2010), sustituye a la anterior agravación, (como hemos referido más arriba) por “*el valor de la defraudación*”. Antes de la reforma, quedaba en manos del intérprete la determinación de cuándo el valor de la defraudación era suficiente para que la estafa fuera de especial gravedad. Con la reforma LO 5/2010, ha sido el legislador quien ha fijado una cuantía con la que concurre la especial gravedad. En los casos de delito continuado, si la cantidad de 50.000 euros no la superen las estafas por separado, pero sí la suma de todas las estafas entre las que se aprecia continuidad delictiva, se aprecia la modalidad agravada del art. 250.1.5º respecto al delito continuado del art. 74.2, conforme al criterio del TS (Acuerdo del Pleno de la Sala Segunda 30.10.07), delito masa¹²⁰³. Con la reforma 1/2015 no varía el art 250.1.5, pero hay una superagravación de la estafa en el art. 250.2 cuando el valor de la defraudación supere los 250.000 euros, quizá más de acorde con la realidad social y los casos de corrupción y estafas bancarias de los últimos tiempos.

El perjuicio debe ser objetivamente imputable a la falsedad en la información y no derivarse de circunstancias ajenas a ésta y propias de las alteraciones que experimentan los valores en el mercado¹²⁰⁴.

Volviendo al art. 282 Bis, el inciso final del párrafo segundo que volvemos a reiterar su literalidad, expresa que “*si el perjuicio causado fuera de notoria gravedad, la pena a imponer será de uno a seis años de prisión y multa de seis a doce meses*”.

Establece una pena abstracta dotado de idéntica extensión a la que se prevé para las “estafas” que generen perjuicios de especial gravedad contempladas en el art. 250.1.4. El nuevo régimen del art. 250.1.5 fija 50.000 euros “el valor de la defraudación” (como vemos visto y referido más arriba) y “la notoria gravedad” la incluye este autor como paralela a ambos puntos del 250.1.4 y 5 , siendo así que el marco penal es idéntico al del art. 282 bis, por lo que la mencionada cifra debería aplicarse, a juicio de MORALES GARCIA, para

¹²⁰²GARCIA SANZ, J. op.cit(La protección penal del mercado financiero) pág. 59.

¹²⁰³PASTOR MUÑOZ, N.op.cit(La determinación del engaño típico en el delito de estafa) pág. 352

¹²⁰⁴SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ op.cit (El delito de estafa de inversiones) pág. 394.

la valoración del daño en notoria gravedad y activar el marco “hiperagravado” del art. 282 bis¹²⁰⁵.

A juicio acertado de GALAN MUÑOZ es inadmisibile, ya que incluso si se mantiene que ambos tipos cualificados castigan lesiones patrimoniales iguales o similares, resultara realmente difícil de entender como los dos pueden hacerlo con la misma pena¹²⁰⁶.

En conclusión el art. 282 bis contiene, en el último inciso de su párrafo segundo, un tipo hiperagravado por la notoria gravedad del perjuicio con penas de uno a seis años y multa de seis a doce meses. Ésta es la misma pena de prisión que el legislador prevé en el art. 250 para las estafas consumadas cualificadas. Parece, pues, que una interpretación sistemática podría dar lugar a entender que tal notoria gravedad concurrirá, en todo caso, en el supuesto de causación de perjuicios superiores a 50.000 euros (art. 250.1.5º). Ello, con independencia, naturalmente, de otros casos en que la gravedad venga determinada por otros factores (cfr. por ejemplo el art. 250.1.4º)¹²⁰⁷.

El perjuicio de “notoria gravedad” es un concepto jurídico indeterminado, lo que genera confusión y discrepancia doctrinal a la hora de definir objetivamente el perjuicio. Y que tendrá que objetarse a través de la labor jurisprudencial.

Así para algunos la delimitan atendiendo a los 50.000 euros que contempla el señalado tipo hiperagravado de la estafa MORALES GARCÍA¹²⁰⁸, o BONILLA PELLA¹²⁰⁹.

Otros, como SANTANA VEGA/GOMEZ MARTIN¹²¹⁰, optan por remitirse a la cuantía de los 300.000 euros de la que habla el vigente art. 284, por considerar que existe cercanía entre los supuestos de hecho castigados en ambos delitos; posturas que en modo alguno, comparte GALAN MUÑOZ, ya que, argumenta que, ni es cierto, como hemos visto que aquí se castiguen atentados al funcionamiento de mercados similares a los castigados en el art. 284, ni tampoco, comparte y acepta, que, una vez se admite que el desvalor de acción del fraude de inversores es notablemente superior al de la estafa, como demuestra la mayor pena que establece para su comisión su tipo básico, se pueda a renglón seguido considerar que si su realización llega a ocasionar un perjuicio patrimonial idéntico al castigado en el comentado tipo cualificado del referido delito patrimonial, se pueda sancionar a su autor con la misma pena que si hubiese

¹²⁰⁵MORALES GARCÍA, O., op.cit (Art. 282 bis Código penal) pág. 897.

¹²⁰⁶GALAN MUÑOZ, A.op.cit(El fraude de inversores del art. 282 bis CP) pág. 160.

¹²⁰⁷SILVA SANCHEZ, J. M./ ROBLES PLANAS R./GOMEZ-JARA DIEZ op.cit (El delito de estafa de inversiones)pág. 394. También veáse GARCIA SANZ, J. op.cit(La protección penal del mercado financiero) pág. 59.

¹²⁰⁸MORALES GARCÍA, O., op.cit(Art. 282 bis Código penal) pág. 897.

¹²⁰⁹BONILLA PELLA, J. op.cit (Fraude de inversores) pág. 282.

¹²¹⁰SANTANA VEGA, D./GOMEZ MARTIN, V. op.cit (art 282 bis) pág. 625.

ocasionado dicho daño mediante la comisión de un simple delito de estafa¹²¹¹ (tiene razón y compartimos dicha argumentación). Ello contribuiría a nuestro juicio, a infringir de forma evidente el principio de proporcionalidad.

En este sentido, señala MARTINEZ-BUJAN PEREZ, que no debe olvidarse el carácter netamente supraindividual del bien jurídico protegido por este delito, y que además en el art. 250 se castiga de forma separada, aunque con la misma pena, la producción de un daño superior a los 50.000 euros y la estafa de especial gravedad atendiendo a la entidad del perjuicio y la situación de la víctima¹²¹².

Lo que, a juicio de GALAN MUÑOZ, permite que se pueda intentar paliar el problema de “proporcionalidad” que venimos comentando, a la espera de que el legislador lo haga de forma expresa, entendiendo que el perjuicio de notoria gravedad que configura el comentado tipo cualificado del art. 282 bis no tiene porque asimilarse a los 50.000 euros de los que habla el art. 250; sino a una cuantía notablemente inferior o superior y más cercana a la que determinaría la cualificación, que no sólo atiende a la gravedad del perjuicio producido, sino también a la situación económica de la víctima que lo sufra, circunstancia cualificadora esta última, cuya valoración, en cierta medida, se podría ver compensada en los tipos que venimos analizando por el carácter supraindividual que presentaría su conducta típica¹²¹³. (Ejemplo serían los preferentistas que invirtieron sus ahorros de toda la vida y ahora los han perdido, podría considerarse dentro del art .250.1.4, y como son una generalidad de personas, incluso constituida en asociación, podrían incluirseles en la notoria gravedad del segundo párrafo del art. 282 bis, ¿o porqué no como un delito masa del 74.2 ?).

Es evidente que existe una contradicción en la punibilidad de ambos supuestos contemplados en el art. 282 bis.

Hemos examinado, *supra* que conforme con una interpretación sistemática del precepto con lo previsto para el tipo agravado de estafa en el art. 250.1.5º, podría entenderse que el perjuicio es de notoria gravedad cuando superase los 50.000€¹²¹⁴.

La jurisprudencia del TS ha venido entendiendo (como hemos referido más arriba) que el importe que debía ser considerado como de especial gravedad eran 36.000€ (entre otras STS 860/2008 7 de diciembre) en relación con el delito

¹²¹¹GALAN MUÑOZ, A. op.cit(Fraude de inversores del art. 282 bis CP) pág. 149.

¹²¹²MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C.op.cit(*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 158 y ss.

¹²¹³GALAN MUÑOZ, A. op.cit(El fraude de inversores del art. 282 bis CP) pág. 149.

¹²¹⁴BONILLA PELLA, J. op.cit (Estafa de inversiones) pág 282ref 2569. Del mismo autor op.cit(Fraude de inversores) 17/6265; también PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores) pág. 74; también ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C.op.cit (*Los delitos bursátiles*) pág. 188; y finalmente BAJO FERNANDEZ, M.op.cit(*Los delitos de estafa en el Código penal*) pág. 143 -144 especialmente.

de estafa agravada del art. 250.1.5º . Este importe fue elevado (como de todos es conocido) por la LO 5/2010 de 22 de junio a 50.000€.

Tiene razón ZABALA LOPEZ-GOMEZ cuando critica que el legislador en el art. 282 bis párrafo segundo no establezca ninguna cuantía como sí ocurre en los demás supuestos de delitos bursátiles. El problema práctico vendrá protagonizado por el importe establecido por la jurisprudencia del TS. Obviamente, en el momento presente no hay doctrina jurisprudencial *ad hoc*. Será interesante en este caso las consecuencias de la OPV de Bankia, y seguir las vicisitudes de todos aquellos inversores que compraron títulos de la entidad hasta mayo de 2012, fecha del primer desplome bursátil de la entidad tras el relevo en la cúpula directiva¹²¹⁵.

Cualquier operación que necesite un folleto de emisión va ser siempre superior a ese importe, por lo que es razonable la solución que plantea QUERALT JIMENEZ y con la que estamos de acuerdo, según la cual debería vincularse al capital social o a la operación, como hace el art. 100 LMV; pero no establecerse un importe como hace el art. 284.2 o el 285, ya que la especial gravedad del ilícito dependerá más de la operación de que se trate que del importe de la cantidad propiamente dicho¹²¹⁶.

Sin embargo, si consideramos la naturaleza jurídica del delito examinado, de carácter socioeconómico, otros autores como SANTANA VEGA/GOMEZ MARTÍN proponen la cifra de los 300.000€ pautada en el art. 284 “por la proximidad del supuesto de hecho” (que ya hemos referido supra¹²¹⁷).

El nuevo tipo hiperagravado de estafa del artículo 250.2 aplica una pena de prisión cuatro a ocho años y multa de doce a veinticuatro meses cuando el valor de la defraudación supere los 250.000 euros. Se introduce, finalmente, un nuevo tipo hiperagravado cuyo fundamento ha de buscarse en el incremento del desvalor de resultado. Así, como consecuencia de las sucesivas reformas de los preceptos relativos a los delitos de estafa (la L.O 5/2010 ya modificó el 250.1.5º en este mismo sentido), el desvalor de resultado da lugar a una cuádruple graduación del injusto en función de un criterio estrictamente cuantitativo: la cuantía de lo defraudado (art. 249) o el valor de la defraudación (art. 250.1.5º y 250.2): a) Delito leve: si la defraudación es inferior a 400 euros; b) Tipo básico: defraudación desde 400 euros hasta 50.000 euros c) Subtipo agravado del art. 250.1.5º: defraudación superior a 50.000 euros hasta 250.000 euros; y d) Tipo hiperagravado del art. 250.2: defraudación superior a 250.000 euros. El problema aplicativo que podrá plantear este nuevo tipo hiperagravado será el mismo que ya se plantea en la actualidad en relación con la posibilidad de aplicar la continuidad

¹²¹⁵ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. op.cit (*Los delitos bursátiles*) pág. 188; BAJO FERNANDEZ, M. op.cit(*Los delitos de estafa en el Código penal*) pág. 143 -144.

¹²¹⁶QUERALT JIMENEZ, J. op.cit (*Derecho penal Español. Parte especial*) pág. 581.

¹²¹⁷SANTANA VEGA, D./GOMEZ MARTIN, V. op.cit (art 282 bis) pág. 625.

delictiva en los delitos patrimoniales, en concurrencia con el tipo agravado del art. 250. 1.5º y la posible vulneración del principio *ne bis in ídem*.

Según marcada doctrina jurisprudencial (Acuerdo del pleno no jurisdiccional de la Sala 2º TS, 30 de octubre de 2007¹²¹⁸), en los casos de continuidad delictiva, por aplicación de la regla del art. 74.2, se impondrá la pena en consideración al perjuicio total causado, de manera que, si sumadas las cuantías de múltiples estafas cuyo valor de defraudación individual sea inferior a 250.000 euros, pero cuya suma total sea superior a esa cantidad, podrá aplicarse el nuevo tipo hiperagravado, con la pena en toda su extensión (prisión de cuatro a ocho años y multa de doce a veinticuatro meses). En estos casos, aplicar además la mitad superior de la pena o la mitad inferior de la pena superior en grado que dispone el art. 74.1 infringiría el principio *ne bis in ídem*. Pero si en estas mismas circunstancias una o varias de las estafas ejecutadas ya lo es por cuantía superior a 250.000 euros, entonces sí podría aplicarse la regla del párrafo primero del art. 74, sobre la pena del tipo hiperagravado, imponiendo la pena en su mitad superior (prisión de seis a ocho años y multa de dieciocho a veinticuatro meses) o la mitad inferior de la pena superior en grado (prisión de ocho a diez años y multa de 30 a 36 meses). Por último, en relación con la delimitación de este tipo y el delito masa del art. 74.2 *in fine*, y por coherencia con lo manifestado líneas arriba respecto a la “notoria gravedad” económica de los hechos al analizar el nuevo tipo agravado del art. 250.1.5º, la aprobación de este tipo hiperagravado del art. 250.2, exigirá que para aplicar la regla penológica del delito masa se requiera, además de la afectación a una generalidad de personas, una defraudación por cuantía muy superior a los 250.000 euros. Sólo así puede colmarse el requisito de que la conducta revista una gravedad muy reforzada en comparación con la gravedad exigida por el tipo del art. 250.2¹²¹⁹.

En opinión de MUÑOZ CONDE, si se cualifica el perjuicio por notoria importancia, no podría aplicarse la cualificación de la estafa prevista en el art. 250.1.4 o 5 ni la del último inciso del 250.2. Aunque cabría también mantener la opinión de que se trata de un concurso de leyes que debe resolverse por la regla de la alternatividad aplicando el precepto que imponga mayor pena en el caso concreto (art. 8.4), y en ese caso la pena más grave podría ser la del delito de estafa, perdiendo el art. 282 bis su autonomía¹²²⁰.

En el segundo párrafo inciso segundo del art. 282 bis, se establece una pena más agravada (prisión de uno a seis años y multa de seis a doce meses), si el perjuicio causado fuera de notoria gravedad. Se trata de una agravación con respecto al tipo de lesión del párrafo segundo inciso primero, de tal modo que la

¹²¹⁸Acuerdo Pleno no jurisdiccional Sala 2º TS (30 de octubre 2007): “*El delito continuado siempre se sanciona con la mitad superior de la pena. Cuando se trata de delitos patrimoniales la pena básica no se determina en atención a la infracción más grave, sino al perjuicio total causado. La regla primera, artículo 74.1 CP, queda sin efecto cuando su aplicación fuere contraria a la prohibición de la doble valoración*”.

¹²¹⁹VIANA BALLESTER, C. op.cit (Los delitos de estafa: arts 249 y 250 CP). págs 752-754.

¹²²⁰MUNOZ CONDE. F. op.cit(Derecho Penal, Parte Especial.2015) pág 444.

pena será aún más severa si el daño patrimonial causado es especialmente grave. Para PUENTE ABA, serán los tribunales quienes deberán valorar si concurre esta gravedad, sin que el Código aporte pautas al respecto como criterio orientativo, podría acudir a otros tipos penales que también contemplan la agravación de la pena debido a la causación de perjuicios económicos de especial gravedad, como por ejemplo, la estafa¹²²¹.

2. La incoherente penalidad en los tipos agravado e hiperagravado

Para MENDOZA BUERGO, resulta sorprendente que el límite mínimo de la pena para este supuesto “superagravado” sea inferior al previsto para el caso en el que el perjuicio no sea de tanta gravedad. A pesar de que en ambos casos se trata de estafas consumadas a través de una conducta falsaria previa y de que se castiga también el peligro para otros eventuales inversores y para el funcionamiento y la confianza en el mercado (bienes supraindividuales), la pena mínima señalada para el caso de notoria gravedad del perjuicio producido (un año de prisión) parece en todo caso incongruente con el límite mínimo de la prevista para supuesto menos grave del inciso primero (dos años y medio de prisión). Es decir, y estamos de acuerdo es que es algo bastante incoherente e ilógico que conducta más graves lleven aparejada menos pena, quizá de *lege ferenda* se pudiese corregir.

Respecto a las penas, que el límite mínimo para el tipo “hiperagravado” del inciso segundo (prisión de un año) sea inferior al límite mínimo asignado al tipo agravado del inciso primero prisión de dos años y seis meses, es inaceptable; como en otro orden de cosas, la suspensión de la ejecución de la pena no es posible en el tipo agravado; pero sí en el “hiperagravado”. Estas incoherencias y contradicciones entendemos que sólo podrá subsanarse a través de la vía jurisprudencial.

Es decir, que judicialmente se imponga al autor del “tipo hiperagravado” – inciso segundo, párrafo 2º- una pena que no fuese inferior al límite mínimo del tipo cualificado del inciso primero (dos años, seis meses y un día), no tiene sentido ni lógica¹²²². Pero como explican MARTINEZ-BUJAN PEREZ y HURTADO ADRIAN, esta subsanación sólo sería posible en un delito en grado de consumación, pero no en el caso de cómplice o de tentativa. Este último autor propone una interpretación “intrasistemática” para salvar la autonomía pretendiendo que “el marco, punitivo de la primera agravación fuera el mismo que el del tipo básico, así de uno a cuatro años”. No obstante, critica esta opción “salvífica” MARTINEZ-BUJAN PEREZ ya que es claramente una interpretación “correctiva” si, pero “*contra legem*”. Ya que como indica este autor el legislador ha previsto imperativamente la imposición de la pena de prisión de uno a cuatro

¹²²¹PUENTE ABA, L.M. op.cit (El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.)pág. 73 y 74.

¹²²²MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) págs. 158 - 159.

años “en su mitad superior”; y lo que no puede hacer el juez es cambiarla (que no interpretar la letra de la ley¹²²³).

Para MARTINEZ-BUJAN PEREZ, se trata de un “disparate anticonstitucional”, por vulnerar los principios de proporcionalidad y de igualdad ante la ley, y que debería ser inmediatamente corregido. No obstante, de *lege lata* solo puede ser corregido a través de una interpretación judicial, que valiéndose del arbitrio que posee el juzgador en la determinación de la pena dentro del marco penal abstracto, imponga al autor del tipo hiperagravado (inciso 2º del párrafo 2º) una pena que no fuese inferior al límite mínimo del tipo cualificado del inciso 1º (dos años, seis meses y 1 día).

El subtipo resulta agravado en el párrafo segundo, como venimos examinando, cuando el peligro se concreta en un resultado consistente en la captación de recursos en perjuicio para el inversor, pero para algún cualificado sector doctrinal también se habrá cometido una estafa ya que en realidad, en estas hipótesis, se habrá cometido, además del delito de fraude de inversores (delito socio-económico), una estafa. Ahora bien, la solución penológica acogida en el nuevo precepto impide la valoración autónoma de la estafa, por ejemplo, en los supuestos en los que ésta fuera constitutiva de falta¹²²⁴.

Insistimos una vez más que cuando el peligro se materializa en un resultado, la pena prevista es la de dos años y medio a cuatro años. Adicionalmente, el precepto prevé la pena de uno a seis años de prisión (y multa de seis a doce meses) para los casos en los que el resultado concretado alcance la condición de “notoria gravedad”.

Al margen de lo incomprensible que resulta (como hemos examinado *supra*) que el límite inferior de la pena prevista para el caso de producción del resultado (dos años y medio de prisión) sea superior al límite inferior previsto para el caso de resultado de notoria gravedad (un años de prisión), el principal efecto de esta ulterior agravación es el incremento del plazo de prescripción del delito de 5 a 10 años (CP art. 131.1)¹²²⁵.

Sentado todo lo anterior, y en conclusión se trata por tanto de un supuesto (el del tipo cualificado) en el que se consigue el objetivo perseguido de captar inversores o depositantes, colocar activos financieros u obtener financiación, ocasionando además un perjuicio patrimonial para el inversor o depositante, etc., cuya precisión y prueba puede plantear más de un problema. Parece que la producción del perjuicio debe considerarse resultado del delito y no condición objetiva de punibilidad, en cuyo caso es necesario el correspondiente juicio de imputación objetiva y que esté abarcado por el dolo. Tal perjuicio no se

¹²²³MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. op.cit (*Estafa de inversores y de crédito*) pág. 159.

¹²²⁴RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORÓN LERMA, E. op.cit (*Delitos relativos al mercado y a los consumidores*) pág. 325.

¹²²⁵BONILLA PELLA, J. op.cit (*Estafa de inversiones*) pág. 274 Epigrafe 2529.

cuantifica salvo por la circunstancia de que fuera de notoria gravedad, elevándose entonces el marco superior de la pena de prisión hasta los seis años y previéndose además una pena de multa de seis a doce meses¹²²⁶.

Resulta sorprendente (queremos llamar la atención una vez más) que el límite mínimo de la pena para este supuesto “superagravado” sea inferior al previsto para el caso en el que el perjuicio no es de tanta gravedad. A pesar de que en ambos casos se trata de estafas consumadas a través de una conducta falsaria previa y de que se castiga también el peligro¹²²⁷.

Resulta llamativo que no se haya previsto aquí la responsabilidad penal de la entidad emisora, puesto que estamos ante un típico delito cometido por los administradores en el beneficio de la entidad que administran, a diferencia de los delitos societarios, que son delitos cometidos por los administradores contra la propia sociedad o los socios inversores¹²²⁸.

Respecto al plazo de prescripción, este tipo hiperagravado al poseer un límite máximo superior, esto es, el de seis años, lleva aparejada la consecuencia de elevar el plazo de prescripción del delito desde los cinco años (que corresponden al tipo básico y al cualificado) hasta los diez años, conforme a lo establecido en el art. 131.1.

¹²²⁶MENDOZA BUERGO B op.cit (Falsedad de la información económica-financiera para inversiones año 2016) pág 1292 n° 12008.

¹²²⁷BONILLA PELLA, J. op.cit (Fraude de inversores) pág. 1088.Epígrafe 12006/12008

¹²²⁸FARALDO CABANA, P. op.cit (Art. 282 bis) Pág. 1089.

CONCLUSIONES

PRIMERA

El artículo 282 bis plantea una de las cuestiones más sensibles y difíciles de resolver relativas a la protección del inversor en los mercados de valores. Efectivamente, la admisión de un valor a cotización oficial no garantiza “per se” la calidad del producto cotizado (acciones, obligaciones etc). El inversor, en consecuencia, sabe que se expone a un riesgo económico cuando decide operar en el mercado. La información no es un fin sino un medio para alcanzar la debida protección de los mercados, y por tanto del inversor. Además, obliga a hacer alguna reflexión sobre otro aspecto, que presenta trascendencia “igualmente moral”, como es el de la codicia del inversionista, el de la asunción de riesgos excesivos por él, el de su tutela, reflexión que ayuda al legislador a adoptar una decisión estratégica para optar entre una defensa a ultranza del “consumidor” en el mercado de valores, o lanzarle - el propio legislador al inversionista- el mensaje de que dicho inversor es un agente autónomo y no puede “externalizar” completamente su tutela, sino que él mismo ha de velar por la protección de sus intereses, poner su dosis de propio cuidado y no fiarlo todo a la “acción tuitiva” de los organismos rectores del mercado. Quizá en el equilibrio esté la virtud y en este caso el inversor debe ser responsable e informarse antes de invertir, así como los controles deben funcionar eficazmente y de igual manera para todos los inversores y emisores, así como la difusión de información debe ser simétrica, quizás así se redujesen los peligros del mercado financiero, que ya de por sí es un mercado arriesgado y tendente a las fluctuaciones del propio mercado, de las materias primas, de las guerras, de la política internacional y ya casi de todo lo que tiene valor en el mundo o que pueda llegar a cotizar. Quizás también poner ciertos límites en los mercados financieros suene a panfletario, pero “no todo vale”, la reciente crisis nos ha demostrado que la desregulación de los mercados fue uno de los errores que llevaron a las burbujas económicas en los diferentes países. Una mejor regulación de los mercados financieros se hace absolutamente necesaria para evitar los delitos cometidos en su seno.

Como ocurre en la mayoría de los países europeos, un sistema información aunque sea obligatorio y desarrollado, no será suficiente si no se acompaña de instrumentos jurídicos que sirvan para persuadir a los obligados a difundir dicha información a cumplir la norma, como en el caso de los emisores de valores. Aún así, deberán instalarse más controles o mejorar los protocolos de la CNMV con respecto a la difusión de información y la garantía de las empresas que emitan valores en el mercado financiero a nivel nacional. A nivel europeo, impulsar la ESMA (European Securities and Markets Authority) contribuirá a asegurar la integridad, transparencia, eficiencia y correcto funcionamiento de los mercados financieros y reforzar la coordinación internacional en la supervisión de los mercados.

SEGUNDA

Respecto al bien jurídico; que el nuevo art. 282 bis se integra en la sección 3º del capítulo XI del título XIII del Código Penal que abarca una serie de conductas de carácter heterogéneo que suponen infracciones al mercado y a los derechos de los consumidores. A través de la tipificación de esas conductas, se protegen directa e indirectamente bienes de carácter supraindividual encontrándonos ante delitos contra el orden socioeconómico.

La reforma está orientada a completar la transposición de la Directiva 2003/2006 del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. Como se dice en el Informe se ha sancionado de este modo la denominada “estafa de inversiones”. Referida a las inversiones en instrumentos financieros regidos por las reglas del mercado de valores. Con ello se tutela no sólo el patrimonio del inversor particular que resulta lesionado, sino también las reglas de transparencia y libre concurrencia de los mercados financieros.

Es correcto deducir que este delito trate de proteger la transparencia y el correcto funcionamiento de los mercados, con una exposición de la información financiera veraz transparente y completa. La fiabilidad y veracidad de aquellos instrumentos o documentos informativos que los emisores de valores negociados en su seno están obligados a publicar, para conseguir que los mismos funcionen de la forma correcta y transparente con lo que dichos valores institucionales se convertirán en el verdadero bien jurídico protegido por este delito.

La comisión de este delito representa una infracción formal del deber de veracidad que establecen los mercados financieros para salvaguardar la transparencia informativa necesaria para garantizar su correcto funcionamiento.

El elemento central en torno al cual se construye el delito es la información que debe proporcionarse a los inversores en el mercado de valores. La veracidad de la información económico-financiera que deben facilitar las empresas que operan en el mercado de valores, como valor esencial para la transparencia y equilibrio del mercado, es el objeto de protección específico de este nuevo art. 282 bis. El logro de una relativa posición de igualdad entre sociedades emisoras e inversores y depositantes, pasa necesariamente por la garantía de que éstos dispongan de una información exacta y veraz respecto de la situación de empresas y valores, en el momento de decidir sobre los instrumentos financieros que se les ofrecen. En definitiva, pues, el bien jurídico acomodado al ámbito en el que se produce la conducta, el mercado de valores: la veracidad de la información necesaria para asegurar la confianza en el mercado de valores, en cuanto presupuesto de la protección del patrimonio de quienes negocian con instrumentos financieros.

La preocupación del legislador comunitario y nacional es asegurar la integridad de los mercados de servicios financieros. Esto constituiría el bien jurídico protegido de primera instancia, aunque de forma más precisa, puede decirse que con este artículo se protege; de manera mediata el funcionamiento correcto de los mercados de valores y de forma inmediata, el patrimonio de los participantes en dichos mercados, así como el derecho a recibir una información veraz para la toma de decisiones en la inversión. Sin olvidarnos, que en el tipo agravado se protege el patrimonio colectivo y difuso de los inversores, depositantes o colocadores de activos o financiación, y al mismo tiempo el correcto y buen funcionamiento del mercado.

Estemos ante un delito de “naturaleza pluriofensiva” entendiendo que son bienes jurídicos protegidos tanto la funcionalidad del documento y el patrimonio individual de los inversores y el correcto funcionamiento del mercado de valores.

El legislador español optó por configurar los tipos de lesión contemplados el delito del artículo 282 bis de nuestro Código Penal, no como simples modalidades específicas de estafa, sino como verdaderos tipos cualificados del delito de peligro.

En nuestra opinión, el artículo 282 bis ha venido a cubrir una laguna de punibilidad en materia del mercado financiero creando un tipo de peligro abstracto dirigido a tutelar el patrimonio difuso de los inversores (al hilo con la moderna técnica de tipificación recomendada por la doctrina especializada en derecho penal económico).

TERCERA

Con respecto a los sujetos activos del delito; se trata de un delito especial propio en el que los posibles sujetos activos del delito son administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores negociados en los mercados de valores, teniendo en cuenta la comprensión de la doctrina tanto sustantiva como jurisprudencial, debemos entender, a nuestro modo de ver en una aproximación inicial en el planteamiento del problema, que deben incluirse en la concepción de administradores de hecho, aquellos profesionales que “real y eficazmente” ejercen funciones de administración de facto. Es decir, dar preferencia a la posesión de estado de cumplimiento *ad internos* y *ad externum* de la función de administrador, más que a la referencia puramente formalista de la “verdad registral”. Así, lo sería quien en la sociedad ejerce “poder de decisión”, que ejercita actos de administración y que vincula así su gestión a la sociedad.

La cuestión no es baladí; puesto que el tipo penal se limita al administrador de hecho o de derecho de la sociedad emisora de valores, la definición del alcance del concepto de administrador de hecho o de derecho es de

extrema importancia. Si la entidad directora puede recibir un mandato para verificación de la información financiera que debe figurar en el folleto (art. 35 RLMV) y en particular para verificar que “la información contenida en la nota de los valores relativa a la operación o a los valores no es falsa ni se omiten datos relevantes requeridos por la legislación aplicable”, está asumiendo facultades de dirección material efectiva de la sociedad emisora, pues asume por mandato de la emisora y con cobertura legal, la responsabilidad de determinar frente a terceros los estados contables y financieros a efectos de la emisión de valores o instrumentos financieros.

Podría ser administrador quienes asumiesen “facultades de dirección material efectiva de la sociedad emisora”. Téngase en cuenta que no vale cualquier administrador *lato sensu*, sino que debe tratarse de quienes ejerciten sus funciones en una sociedad emisora de valores.

Y así, a nuestro modo de ver el elemento esencial de la figura del administrador de hecho es el de autonomía o falta de subordinación a un órgano de la administración social, de tal modo que pueda razonablemente entenderse que esa persona, al margen de un nombramiento formal o regular, está ejercitando en la práctica cotidiana las funciones del poder efectivo de gestión, administración y gobierno de que se trate, asumiendo la sociedad los actos de esa persona como vinculantes para ella y, por tanto, como expresión de la voluntad social.

En el caso del art 282 bis, ese “particular” es el administrador de hecho o de derecho que según la LMV y RD 1310/2005 es responsable del folleto o de la información que se hace pública, por lo tanto no es un mero “particular”, es una persona con responsabilidad sobre esos documentos, con la posición de dominio y la función de garante en ese momento. Y tiene la responsabilidad de publicar la “verdad material” sobre la situación de la sociedad.

Lo que ocurre entonces es que no solo los administradores de hecho o de derecho de las empresas pueden ser penalmente responsables por el delito cometido, sino también las propias empresas que difunden la información económico-financiera falsa pueden ser sujetos activos del delito a través del art 31 bis, como indica el art. 288 1º y 2º párrafo. No olvidemos que las sanciones aplicables a las personas jurídicas que cometen hechos delictivos pueden ser la suspensión de actividades, la prohibición de realizar actividades en cuyo ejercicio se haya cometido, favorecido o encubierto el delito (la negociación bursátil, por ejemplo), la inhabilitación para obtener subvenciones y ayudas públicas, o la intervención judicial de la empresa (arts. 129 (La Ley 3996/1995) y 33.7 del CP.

En cuanto al sujeto pasivo, “serían los inversores, depositantes, adquirentes de los activos financieros o acreedores, destinatarios finales de los folletos o información falseada. En definitiva “consumidores” de los mercados de valores”.

Creemos que de cara a una modificación del artículo en el futuro , de *lege ferenda*, debería convertirse en un delito común e incluirse a cualquier persona de manera que fuera “*Los que...*” al estilo de la figura alemana e italiana. Puesto que en los mercados financieros son muchos sujetos los que participan y no debería limitarse a un círculo cerrado de personas.

CUARTA

Respecto a la conducta típica; el art. 282 bis no sanciona la “comunicación” al público de una información previamente falseada; sino la situación *ex ante* de la realización de la falsedad en la información económico-financiera. Se concreta así, de nuevo, una de las características propias de los delitos bursátiles, cual es, el adelantamiento de las barreras punitivas, tal y como ha ocurrido en general respecto a todo el Derecho penal contemporáneo, y muy especialmente en áreas como el Derecho penal económico. “El falseamiento de esa información”, presenta una imagen distorsionada del producto financiero, lo qué puede producir el engaño del inversor, e incitarle a adoptar decisiones que no habría tomado en el caso de contar con una información fiable.

Las características de dicha conducta falsaria tienen que proceder de sociedades, fundamentalmente de aquellas entidades que están obligadas a emitir, y difundir públicamente una información más detallada y constante sobre su situación económica por parte de quienes deben conocerla (sus administradores) y que consienten dichas falsedades, especialmente idóneas para poner en peligro los patrimonios del “amplísimo y difuso” colectivo de sujetos que este delito trata de proteger.

Sólo se refiere el art. 282 bis, a administradores de sociedades emisoras de valores negociados en los mercados de valores. En fin, sólo con respecto a aquéllos es punible la conducta de falsear la información económico-financiera contenida en los folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros o las informaciones cuya publicación y difusión exige la legislación del mercado de valores. Todo ello, además, debe haberse realizado dolosamente con el propósito de captar inversores o depositantes, de colocar activos financieros o de obtener financiación.

La conducta típica será falsear información relevante para el Mercado de Valores, inversores, depositantes y financiadores. Tanto los folletos de emisión de cualquier instrumento financiero, como las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir constituyen referencias normativas a interpretar conforme a la legislación del Mercado de Valores.

La falsedad puede consistir tanto en proporcionar información veraz, como en omitir datos que por su naturaleza pudieran alterar el sentido de la

misma (art. 28.2 LMV), porque haya obligación de decir verdad o sean relevantes para el público inversor.

La conducta ha de ser objetivamente adecuada y subjetivamente orientada a la captación de inversores o depositantes. Como indica este autor, la conducta falsaria debe haber constituido un riesgo “*ex ante*” jurídicamente desaprobado, en términos tanto cuantitativos como cualitativos.

La conducta se consuma con el falseamiento de la información, y no requiere el elemento de la idoneidad. es precisamente la falta de la “idoneidad” de la falsedad para causar un perjuicio económico a los sujetos pasivos, lo que le diferencia de los delitos de los arts. 282 y el art. 290.

De *lege ferenda*, y algo que criticamos fue la desaparición del elemento de aptitud del Anteproyecto de Nuevo CP 2007 “*de modo apto para producir perjuicio*”, algo que de cara a una modificación del artículo sería imprescindible porque además de completar el delito de una forma más perfeccionada e inteligible, nos evitaría problemas tanto con el elemento subjetivo como con los concursos con la figura del art. 290.

La conducta típica es por tanto una falsedad incluyendo la “falsedad ideológica”; en concreto, de falsedad en la información, lo que tiene como correspondencia directa “*la falta a la verdad en la narración de los hechos*”. Lo fundamental en estos casos es la discordancia provocada por parte del que documenta las declaraciones (administrador de hecho y/o derecho) en los instrumentos económico-financieros (folletos y restante información económica) frente a la realidad de las que efectivamente fueran verdaderas y lo que el documento recoge. Respecto a esta falsedad ideológica, estamos de acuerdo con la mayoría de la doctrina que es la que mejor se adapta a la falsificación realizada tanto en el folleto como en la información económico financiera y por tanto somos partidarios de su inclusión.

Esta conducta falsa deberá recaer sobre la “información económico-financiera contenida en los folletos de emisión de cualquier instrumento financiero” o la que “la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros”.

No quiere decir que cualquier falseamiento de información sea relevante a los efectos del artículo 282 bis. Debe ser un falseamiento que objetivamente sea eficaz para la captación de inversores o financiación, es decir que de una manera u otra oculte la verdadera situación patrimonial o financiera de la sociedad.

Otra tipo de conducta sería, por ejemplo, lo que habrá de entenderse por uno o varios de los destinatarios de la falsedad castigada por el tipo básico del delito del artículo 282 bis llegasen a descubrir los datos o informaciones

falseados por su autor y, pese a ello, decidiesen a realizar la inversión, depósito o financiación solicitada, por considerarlas rentables o atractiva, nos encontraremos ante verdaderos casos de asunción consciente y voluntaria por parte del riesgo inherente a dichas operaciones, con lo que sería su decisión y su responsabilidad en la actuación.

También somos partidarios de incluir la conducta omisiva, cuando la ocultación de datos, hechos o información hubiese sido relevante a la hora de decidir sobre la inversión por parte de los perjudicados.

En cualquier caso, la conducta ha de recaer sobre documentos que van a ser dirigidos al público en general, con la finalidad de captar eventuales financiadores; de este modo, quedarían al margen del tipo penal aquellas falsedades contenidas en documentos que no se van a ser accesibles al público.

Creemos y compartimos la opinión de la mejor doctrina que para mejorar la redacción del tipo de cara a un futuro a parte de la “*comunicación de datos falsos*” se debería incluir “*la publicación, difusión de información o datos falsos*” quedando redactado de la siguiente forma; “*Los que omitan o comuniquen, publiquen o difundan información o datos falsos...*”.

QUINTA

Con respecto al objeto material; únicamente serán punibles mediante aplicación de este delito del art. 282 bis, el falseamiento de los anteriores documentos de los sujetos obligados por la legislación del mercado de valores, lo que limita el campo de aplicación de este delito a la información que deben publicar y difundir las sociedades cotizadas y a las sociedades de inversión enumeradas por la Ley del Mercado de Valores.

Falseamiento de la información debe producirse una vez que los valores han empezado a ser negociados en el mercado de valores. En el caso de los valores cotizados una vez que han salido a Bolsa (en caso contrario, el falseamiento sería atípico).

El tipo penal se circunscribiría a una sociedad emisora de valores “que los presenta para ser negociados en los mercados secundarios oficiales, con lo que quedaría fuera del “tipo” no sólo los valores que no están destinados a no ser negociados, como los “sistemas alternativos de negociación”.

En este sentido, y remitiéndonos a la LMV como “marco de referencia”. Para la protección del inversor y el correcto funcionamiento del mercado, no debemos olvidar además de los art. 26, 27, 35 y 35 bis, examinados, la referencia del art. 43 LMV “de informar sobre las operaciones del mercado”; el art. 53 “sobre la obligación de informar sobre la adquisición o transmisión de acciones

de una sociedad admitidas a negociación en Bolsa”; el art. 82 “en cuanto a lo que debe ser considerado como información relevante”, y la “obligación de difundirla y publicarla”; el art. 89 “que regula la publicidad de hechos o informaciones relevantes que afectan a la negociación de los valores; el interesante art. 79 bis “en las obligaciones de información de las entidades que presten servicios de inversión (así la referida información de los instrumentos financieros y a las estrategias de inversión)”; la importancia del art. 84 en cuanto al ámbito de supervisar a cargo de la CNMV; el fundamental art. 92 en cuanto a la clasificación de los registros públicos en relación con los emisores (registro de las entidades de folletos informativos de documentos de Empresas de Servicios de Inversión y otros registros informáticos); y que no harán extensivos, esta síntesis motivado recordar el trascendental art. 99 en cuanto a las infracciones a que se refiere el art. 95. Por ejemplo, la falta de publicación o de remisión a la CNMV de información y documentación, como consecuencia de actuaciones que obliguen a la presentación de una oferta pública de valores, o la aportación a la CNMV de “datos inexactos o no veraces” o de información engañosa o que omita aspectos o datos relevantes (vide art. 89 ñ)).

El art. 282 bis, menciona el folleto informativo emitido por la sociedad. En este sentido tenemos que remitirnos a la LMV, para determinar el contenido del citado folleto. El precepto se refiere, por una parte, a los folletos de emisión de instrumentos financieros y, por otra parte, a cualquier otro tipo de documento que deba publicarse con el objeto de obtener, por diferentes vías, cualquier tipo de financiación. Tales documentos han de proceder exclusivamente de "sociedades emisoras de valores negociados en el mercado de valores.

Se trata de evitar la difusión de información falsa en el momento en que una sociedad de tales características decide captar inversores, y para ello hacer públicos todos los aspectos económicos de la vida societaria, intentando atraer a posibles participantes en el capital social.

Con respecto al objeto material como vemos está integrado por “*los folletos de emisión de cualesquiera instrumentos financieros o las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores sobre sus recursos, actividades y negocios presentes y futuros*”. Folletos de emisión se explica que son en los arts. 26 y 27 de la LMV. Informaciones incluyen la que los emisores tienen obligación de publicar periódicamente (art. 35 LMV), otras obligaciones de información (art. 36 LMV); así como la que se debe aportar y registrar en la Comisión Nacional del Mercado de Valores en relación con la admisión a negociación en un mercado secundario oficial (art. 96 LMV).

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 27.1 de la LMV, el folleto contendrá la información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español o en un mercado regulado domiciliado en la Unión Europea. Téngase en cuenta,

añadimos por nuestra parte, que conforme al citado art. 27 LMV, del documento –folleto–, se refiere a la información que debe contener tanto respecto al emisor, como a los valores negociados. Deberá contener toda la información “necesaria”, para que los inversores puedan evaluar la situación, por ejemplo, de los activos, pasivos, situación financiera, beneficios, pérdidas, etc.

El art 282 bis, no limita las falsedades a los folletos de emisión. Se incluyen en el “tipo” de falsedades en “las informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación de mercado de valores sobre sus recursos actividades y negocios presentes y futuros”; las informaciones deben versar sobre “los recursos, actividades y negocios presentes y futuros” pero “carece de lógica”, dado que hubiese bastado con que se exigiese una falsedad sobre “cualquier información relevante” o sea, según el art. 82 LMV, aquella cuyo conocimiento puede afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros, y, por tanto, pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario

De *lege ferenda*, quizá sería bueno no limitarse en cuanto al objeto material con la legislación del mercado de valores y ampliarlo a todos los instrumentos financieros como en la redacción dada al artículo 264 StGB alemán.

SEXTA

El delito del art. 282 bis es de comisión exclusivamente dolosa para la mayoría de la doctrina. Se exige además la presencia de alguno de los siguientes elementos subjetivos del injusto: “*el propósito de captar inversores o depositantes, el de colocar cualquier activo financiero, o el de obtener financiación por cualquier medio*”. Se construye por lo tanto un tipo de resultado cortado: es sancionada una determinada conducta, “la creación de una falsedad”, siempre que venga acompañada de alguna de las intenciones señaladas anteriormente.

El falseamiento de la información sólo es posible cuando se haga con el “propósito de captar inversores o depositantes, colocar cualquier tipo de activos financiero, u obtener financiación por cualquier medio”.

No basta para la comisión de este delito con la concurrencia del dolo típico, entendido como conocimiento y voluntad en la realización de los elementos del tipo objetivo. Además debe concurrir el elemento subjetivo consistente en que la falsedad se realice con el propósito de captar recursos en cualquiera de las modalidades previstas en la norma.

El legislador ha querido exigir un dolo directo específico en este delito (dolo directo de primer grado), por lo que exige en el tipo el propósito claro de querer conseguir financiación, inversores, o la colocación de algún producto

financiero a través de las falsedades recogidas en el folleto, o sobre la información que deben hacer pública las sociedades cotizadas.

Nosotros no somos proclives a admitir la hipótesis del dolo eventual, pues choca con el elemento subjetivo del injusto del art. 282 bis, y no se cohonestan, la falsedad de la información, encaminada por un propósito en el autor, al tiempo de llevar a cabo el falseamiento con el “dolo eventual”. Resulta conceptualmente incompatible con el dolo eventual, porque la falsedad aparece indisolublemente vinculada al elemento subjetivo de la acción.

El dolo debe abarcar el falseamiento de la información económica-financiera contenida en el folleto de emisión, o en la información que la sociedad deba publicar conforme a la legislación del mercado de valores; pero también debe concurrir un elemento subjetivo de lo injusto específico determinado por el propósito de captar inversores o depositantes, o colocar cualquier activo u obtener financiación por cualquier medio, de manera que si el falseamiento no se hace con esa finalidad, no cabría aplicar este delito, sin perjuicio de resultar aplicable el delito del art. 290.

Tampoco podríamos aceptar fácilmente la concurrencia de un error sobre la prohibición, precisamente por el argumento ofrecido respecto al error sobre el tipo en relación con el folleto de emisión, pues si mediante la legislación extrapenal, en concreto el art. 27 y ss. LMV exigen la firma y que una persona con capacidad de obligar a la empresa se responsabilice, no parece posible aceptar que esa persona tuviera un conocimiento deformado sobre la prohibición que haga concurrir en el supuesto un error de prohibición. Es decir, es una persona cualificada que trabaja en el mercado de valores y al que se le presupone un conocimiento específico y especializado en la materia, con lo cual no es posible que se produzca el error fácilmente.

En cuanto a la cuestión referida al error sobre los elementos objetivos del tipo: error de tipo, diremos, que esta cuestión, tiene especial relevancia para quienes son partidarios de la teoría de la culpabilidad, en virtud de la cual el error de tipo excluye en todo caso el dolo, dejando a salvo la imprudencia si el error es vencible, en tanto que el error de prohibición incide solamente en la culpabilidad, por lo que la cuestión aquí planteada no tendría la misma relevancia para los defensores de la teoría del dolo, en virtud de la cual tanto el error de tipo como el error de prohibición excluyen el dolo.

En concreto el art. 282 bis no admite la imprudencia porque no está tipificada, por tanto no hay formas imprudentes en la comisión de este delito.

La cuestión relativa a la falta de relación de causalidad; en el artículo 282 bis CP, frente al tradicional delito de estafa, “se exige sin más que se verifique, por un lado, la falsedad documental, y por otro lado, el daño económico, pero sin exigir la prueba de una auténtica conexión entre ellos”, lo que, de hecho, le llevó

a afirmar que “la aplicación única del tipo agravado del párrafo segundo del artículo 282 bis, quedaría únicamente reservada para aquellos casos en que, junto con la falsedad de los documentos sociales, se constatan perjuicios para los inversores pero sin que pueda demostrarse claramente ni la inducción a error derivada del documento, ni la conexión directa entre la información falsa y perjuicio patrimonial”, sin nexo de causalidad.

SÉPTIMA

La consumación en el tipo básico no se exige como la causación de un perjuicio patrimonial que no se protege en el tipo básico del art. 282 bis sino que lo que se requiere es que se falsee la información con el fin de obtener inversores; se consume con independencia de que se consigan esos inversores, sólo con el falseamiento de la información y precisamente por esta circunstancia. aleja esta figura de la órbita de los verdaderos delitos patrimoniales como la “estafa” para acercarla a la de otros, como el contemplado en el art. 290. Es decir, el delito queda consumado con la simple falsedad de la información económico financiera, aunque no se produzca un perjuicio económico a los inversores, depositantes o adquirentes, e incluso cuando se produzcan beneficios.

OCTAVA

En el art. 282 bis se protege prioritariamente el correcto funcionamiento del mercado, aunque de alguna manera asimismo, sobre todo a través de los tipos agravados, los intereses particulares de los ahorradores, en forma parecida al regulado en el art. 264a StGB (estafa de inversores alemana) y también introduce este tipo penal para la protección de los inversores que operen en los mercados de valores sin embargo como ha explicado un sector doctrinal, la redacción del artículo parece superponerse con la del art. 290. Además prevé, en exceso, una pena mayor para un hecho sustancialmente igual al de dicho artículo y cuando además el art. 290 cuenta con un elemento de aptitud. Sobre la llamada “estafa de inversores” sería conveniente que el legislador considerara otros modelos del Derecho europeo en esta materia (por ejemplo, el artículo el citado art. 264 a StGB), para evitar superposiciones con el artículo 290 y con el delito de estafa en el caso de que se perjudique realmente a un inversor por esos medios (hipótesis que está prevista en el artículo 282 bis, como agravación en el párrafo 2º).

Entendemos que el legislador para dotar de autonomía propia al nuevo tipo delictivo del reiterado art. 282 bis, lo ha centrado en el hecho de que se lleve a cabo con el fin de obtener la cesión voluntaria de activos patrimoniales por parte de sus posibles víctimas. Es lo que permitiría encontrarle sentido, al ubicar en su ámbito no solo “falsedades inidóneas” para provocar perjuicios, o aquellas que siendo idóneas, hubiesen sido erróneamente consideradas. Lo que las distanciaría del tipo del art. 290, pero que podrían castigarse a través de aquél.

Así fundamentalmente, para distinguir la falsedad del artículo 290 de las falsedades documentales de los artículos 390 y ss, se ha venido a señalar que las falsedades protegen la autenticidad del documento, en el artículo 290 se protege la veracidad del mismo, es decir, que el mismo documento ofrezca una imagen fiel de la empresa. Para el supuesto de estafa de inversiones, el falseamiento de los documentos consistirá precisamente en eso, alterar la imagen de la sociedad de modo que la información de la sociedad emisora de valores ofrecida por el folleto no sea la que espera el inversor para formar su decisión sobre si invertir o no en ese instrumento financiero que se quiere colocar.

NOVENA

Respecto a los tipos agravados, resulta evidente que desde un punto estrictamente técnico, convendría reformarlos para solventar los innegables problemas de proporcionalidad que plantean, especialmente el tipo hiperagravado del párrafo 2º inciso dos, referido a la producción de un daño de notoria gravedad, no sólo porque castigue a su autor con la pena que tiene un límite mínimo de un año, notablemente inferior a la que el evidentemente menos grave, tipo que castiga la producción de cualquier perjuicio con independencia de la cuantía, cuando prevé para el suyo (2 años y 6 meses), sino que también porque establece para su realización una pena dotada de idéntica extensión a la que se prevé para las estafas que generen perjuicios de especial gravedad contemplado en el artículo 250, a nuestro juicio resulta todo un punto extraño, ya que, incluso si se mantiene que ambos tipos agravados castigan lesiones patrimoniales iguales o similares, no siendo este nuestro caso, se nos hace difícil de entender cómo los dos pueden hacerlo con la misma pena, pese a ser evidente que cuando hablamos del tipo agravado del artículo 282 bis, estaremos ante una lesión que procederá de una conducta dotada de un desvalor de acción netamente superior a aquella que contempla y castiga el citado delito tradicional, lo que, sin duda, debería reflejarse en su mayor sanción.

En realidad, para que la producción de un perjuicio patrimonial pueda dar lugar a cualquiera de las agravaciones del delito de fraude de inversores, éste tendrá que ser consecuencia de que el autor de su falsedad típica consiga con la misma que algún tercero entregue y arriesgue su patrimonio y que sea, precisamente, dicha actuación de la víctima y no otra, la que llegue a generar la merma patrimonial finalmente producida.

Con la introducción en la Reforma CP 2015 del tipo de estafa hiperagravada del art. 250.2 “*cuando el valor de la defraudación supere los 250.000 euros*”, habrá que reinterpretar y esperar a que marque la jurisprudencia las diferencias entre la notoria gravedad y el tipo hiperagravado. Aunque quizá la cantidad se acerca al tipo de estafas de inversiones que se pueden producir en los mercados financieros.

DÉCIMA

Al hilo de la mejor doctrina debería separarse en el artículo 282 bis la estafa de inversiones y la estafa de crédito, especificando cada tipo de estafa.

Respecto a la responsabilidad penal de los partícipes y cooperadores necesarios como son los auditores, contables, emisores, personas nombradas por la CNMV para negociar la emisión y con poder para emitir los valores, así como cualquiera con una participación sin la cual, el delito no se habría producido, respecto a estos *extranei*, somos partidarios de que o bien a través de unas Disposiciones Comunes al Capítulo o de alguna otra manera sean castigados taxativamente con multas e inhabilitación especial profesional.

Respecto a la penalidad, si bien no somos partidarios de un aumento de las penas de prisión en general en este tipo de delitos socioeconómicos, si que nos parece adecuado el aumento de las multas a las personas físicas o jurídicas, el embargo y decomiso de sus bienes obtenidos con la realización de este delito y la máxima extensión de inhabilitación especial (profesional o industrial) para operar en el mercado financiero y realizar actividades relacionadas con el delito cometido en este ámbito.

BIBLIOGRAFIA:

ABELLA SANTAMARIA, J. *La ordenación del mercado de valores: Un ordenamiento dinámico*. Ed. Tecnos, Madrid, 1995.

ACALE SANCHEZ, M. “Protección penal del mercado bursátil” *Revista Peruana de ciencias penales*. 2001.

AGUILAR FERNANDEZ-HONTORIA, J. “Contenido de la comunicación previa (art. 91 y documentos acreditativos art. 10)”, en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*,.

ALBALADEJO GARCIA, M., *Derecho civil, II, Derecho de obligaciones, Vol. 2º*, 10ª ed. Ed. Bosch. Barcelona, 1997.

ALESSANDRI, “Un esercizio del diritto penale simbolico. La tutela penale del risparmio”. In *La legge per la tutela del risparmio*. AAVV. Milano, 2007.

ALESSANDRI, “Offerta di investimenti finanziari e tutela penale del risparmiatore”, in AAVV, *Mercato finanziario e disciplina penale*, Milano 1993.

ALESSANDRI A. *Un esercizio dei diritto penale simbolico: la tutela penal del risparmio, in laa legge per la tutela del risparmio, a cura di abbadessa e cesarerini*, Bologna , 2007

ALESSANDRI A. AMBROSETTI E.M. *Diritto penale dell'impresa*. Terza Edizione. Zanichelli Editore. 2012.

ALONSO ESPINOSA F.J. *Mercado primario de Valores negociables. Un estudio en torno al Real Decreto 291/1992, 27 de marzo*. Edit. Bosch, Barcelona 1994

ALONSO ESPINOSA, F.J. “Intereses del inversor y derecho del mercado de valores”. En *Revista Derecho Mercantil*, nº 28. 1993.

ALONSO UREBA, A. “Inexactitudes u omisiones en el contenido del Folleto Informativo con motivo de una emisión/ oferta de valores (en torno a los arts. 20 y 21 RD 291/1192)”. En *Estudios Homenaje a Aurelio Menéndez. Tomo III: Contratos mercantiles, Derecho Concursal y Derecho de la Navegación*. IGLESIAS PRADA, J.L. (Coord.) Edit. Civitas. Madrid, 1996.

ALONSO UREBA, A. “Mercados oficiales de futuros y opciones. El mercado de renta fija de la AIAF”. En *Derecho del mercado financiero. Tomo I. Vol. 2*. Edit. Carrasco. Madrid, 1994.

ALONSO UREBA, A. “Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores en una sociedad anónima”. En *Revista de Derecho Mercantil*, nº 198. 1990.

ALONSO UREBA, A., en AA.VV., “Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992”. Art. 20 y 21 edición y efectos del folleto. (dir). SANCHEZ CALERO, F. Madrid, 1995.

AMATI, “La disciplina degli abusi di mercato” in *La legislazione penale compulsiva*. Padova. 2006.

AMATI, “La disciplina della manipolazione del mercato tra reato ed illecito amministrativo. Primi problemi applicativi”, in Cass. Pen., 2006.

AMATI, “I reati in materia di mercati finanziari”, in MAZZACUYA, AMATI, *Diritto penale dell'economía. Problema e casi*, Padova, 2010.

AMATI/ MAZZACUBA *Dirittopenale dell'economía*, Padova 2010.

AMBROSETTI, MEZZETTI, RONCO, *Diritto penale dell'impresa*. Bologna, 2009.

AMBROSETTI, E.M., *Diritto penale dell'impresa*. Terza Edizione. Zanichelli Editore. 2012.

Anteproyecto de Ley Orgánica que fue aprobado por el Consejo de Ministros el 14 de julio de 2006.

ANGIONI F. *Contenuto e funzioni del concetto di benen giuridico*, Milano 1983:

MARINUCCI G., DOLCINI E. Corso de diritto penale, Milano, 2001; MOCCIA S.

ANTOLISEI F. *Manuale de Diritto Penale, leggi complementari*. MILANO 1999.

ARMAZA ARMAZA, E.J. en “Aspectos problemáticos del delito de falsedad en la inversión en los mercados de valores”. En *Nuevos instrumentos jurídicos en la lucha contra la delincuencia económica y tecnológica*. Ed. Comares. Granada. 2012.

ARRANZ PUMAR, G. “Emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación en un mercado secundario oficial”. En *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*. URÍA, F. (Coord.). Ed. La Ley. Madrid, 2007.

ASSMANN, H.D., “La responsabilidad da prospetto. Tra normativa azionaria e disciplina dei mercati mobiliari”, en AA.VV., *Il diritto delle società per azioni: problema, esperienze, progetti* (dir. Abbadessa, P. y Rojo, A.). Milán, 1993.

BACIGALUPO SAGESSE, S. “Perspectivas del Derecho penal en el marco de la Constitución Europea”. En *Estudios penales en homenaje al profesor Cobo del Rosal* CARBONELL MATEU, J.C. (Coord.), Madrid, 2005.

BACIGALUPO ZAPATER, E. “El nuevo Derecho mercantil contable y el Derecho penal (art. 290 CP)”. En *Gobierno Corporativo y Derecho Penal*.

BACIGALUPO ZAPATER, E. “Responsabilidad penal de órganos directivos y representantes de una persona jurídica (el actuar en nombre de otro)”. En *Comentarios a la legislación penal*. Tomo V. Vol. I. Ed. Edersa. Madrid, 1985.

BACIGALUPO ZAPATER, E., *Falsedad documental, estafa y administración desleal*. Ed. Marcial Pons. Madrid, 2007.

BAJO FERNANDEZ, M. “La protección penal del crédito”. En *Poder Judicial nº especial IX sobre Nuevas formas de delincuencia*, Consejo General del Poder Judicial. 1989.

BAJO FERNANDEZ, M. “Pequeña reflexión sobre los juicios de valor y la mentira”. En *Estudios penales en homenaje al Profesor Cobo del Rosal*. 2005.

BAJO FERNANDEZ, M. *Los delitos de estafa en el Código penal*. Edit. Universitario Ramón Areces. Madrid, 2004.

- BAJO FERNANDEZ, M. y BACIGALUPO SAGESSE, S., *Derecho penal económico*. Colección Ceura. Centro de estudios Ramón Areces, S.A., Madrid, 2001.
- BARTALENA. “Insider trading en Digesto delle discipline private sezione commerciale VIII Utet”. Turin 1992. El mismo autor Insidertrading in trattato delle società per azioni diretto da Colomba e portale vol X, società per azioni e mercato mobiliare. Torino 1993.
- BARRACHINA JUAN, E., *Derecho del mercado de valores*. Ed. Difusión Jurídica y Temas Actualidad. Barcelona, 2011.
- BENEYTEZ MERINO, L. *Las falsedades documentales*. Libro Homenaje a Enrique Ruiz Vadillo. Comares, Granada. 1994.
- BENITEZ ORTUZAR, I. “El uso de información relevante para la cotización en el mercado de valores. Relevancia jurídico-penal del insider trading”. En *Estudios penales en homenaje al profesor COBO DEL ROSAL*. Madrid, 2005.
- BENITEZ ORTUZAR, I. *Reforma del Código Penal: Respuestas para una sociedad del siglo XXI*. Ed. Dykinson. Madrid, 2009. (Modificaciones propuestas en los delitos relativos al mercado y a los consumidores).
- BERMEJO VERA, J. *Derecho administrativo. Parte especial*. Edit. Civitas. Pamplona, 2009.
- BERNALDO DE QUIROS CABRERA, G. “El nuevo régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. Principales novedades del Real Decreto 217/2008 de 25 de febrero”. En *Revista del Derecho del Mercado de Valores*. Nº 3. Ed. La Ley. Julio-Diciembre, 2008.
- BETANCOR RODRIGUEZ, A., “El caso Enron: Un análisis desde el Derecho público”, La Ley, nº 3. 2002.
- BLANCO BERMUDEZ, F., “Asimetrías en la comunicación con los inversores, Mercados financieros. Nuevas experiencias”, *Revista Colegio de Economistas*, 101, 2004.
- BOARDMAN, N. “Prospectus for the public offering of securities in Europe”. Ed. D.V. Geven. Cambridge: Cambridge University Press. 2008.
- BOLINA, HELENA MAGALHÃES (2009)- *O regime dos processos de contra-ordenação dos reguladores independentes, in Paz Ferreira/Luis Morais/Gonçalo Anastácio, Regulação em Portugal: Novos tempos, novo modelo*, Coimbra Editora, 2009,
- BONILLA PELLA, J. “Delitos relativos al mercado y a los consumidores” en *Comentarios a la reforma penal de 2010*. (dirs) ALVAREZ GARCIA, F.J./GONZALEZ CUSSAC, J.L. Edit. Tirant lo Blanch. Valencia 2010.
- BONILLA PELLA, J. “Delitos relativos al mercado y a los consumidores”. En *Memento Experto Reforma Penal*. ORTIZ DE URBINA, I. (Coord.). Edit. Lefebvre. Madrid, 2010.
- BONILLA PELLA, J. “Delitos relativos al mercado y a los consumidores”. En *Memento Penal económico y de la empresa*. ORTIZ DE URBINA, I. (Coord.). Ed. Lefebvre. Madrid, 2011.
- BONILLA PELLA, J. En *Memento Experto Reforma Penal 2010*. Ediciones Lefebvre. Madrid. 2010.

BOQUERA MATARREDONA, J./LATORRE CHINER, N. “Distribución y conflictos de competencias en la Sociedad Anónima no cotizada”. En *Las competencias de los órganos sociales en las sociedades de capital* EMBRID IRUJO, J.M. (Coord.). Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2005.

BRICCHETTI-PISTORELLI, “Il falso in prospetto torna nel tuf”. In *Guida al diritto*. 2006.

BROSETA PONT, M./MARTINEZ SANZ, F.. *Manual de Derecho Mercantil Vol. II* 17ª Edit. Tecnos. Madrid, 2010.

CACHON BLANCO, J. E. “[Análisis jurídico de los conceptos de “valor negociable” e “instrumento financiero”](#)”. En *Revista de derecho mercantil*, n 221, 1996.

CACHON BLANCO, J. E. *Derecho del mercado de valores*. T. I. Edit. Dykinson. Madrid, 1992.

CAEIRO, PEDRO(2011)- “Sentido e função do instituto da perda de vantagens relacionadas com o crime no confronto como utros meios de prevenção da criminalidade rediticia”, en RPCC 21 2011,

CANO RICO, J.R. *La Bolsa y los mercados de valores*. Valencia, 1992.

CAÑO MUÑOZ, A. “La información financiera regulada de las sociedades cotizadas y el control institucional de la CNMV”. En *Técnica contable*, vol. 59, nº 697. 2007.

CAÑO PALOP, J. R. “La responsabilidad por el folleto informativo de una emisión a cargo de un no suscriptor del mismo (Sentencia del Tribunal de apelación de Milán de 2 de febrero de 1990)”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Nº 42, 1991.

CARBONELL MATEU, J.C./MORALES PRATS, F. “Responsabilidad penal de las personas jurídicas”. En *Comentarios a la reforma penal de 2010*. ÁLVAREZ GARCÍA, F.J./GONZÁLEZ CUSSAC, J.L. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 2010.

CARRASCO PEREDA, A., en AA.VV., *Comentarios al Código civil y Compilaciones forales, XV-I*, Madrid, 1989.

CARREÑO AGUADO, J. *El tratamiento jurídico penal de la inveracidad en la información social. Un propuesta de revisión del art. 290 CP*. La Ley, 2013.

CASTRO MORENO, A. *El delito societario de administración desleal (art. 295 CP)*, Edit. Marcial Pons. Madrid, 1998.

CERQUA “Art. 173 bis d.lgs 24 de febrero de 1998, nº 58” en *Lanzi/Cadoppi* (a cura di I reati societari (Commentario aggiornate alla legge 28 dicembre 2005, nº 262, sulla tutela del risparmio. Padova, 2007.

CERQUA, “Sub art. 2623 cc”. “In I reati societari. Commentario aggiornato alla L. 28 Dicembre 2005 n. 262 sulla tutela del risparmio”. LANZI, CADOPPI. Padova, 2007.

CICCIA ANTONIO. *Il nuovo reati societari e finanziari. Rischi penali per il management delle società quotate e non. Testo aggiornato alla L. 28 dicembre 2005, (Tutela del risparmio)*. II edizione. “Sistema Editoriale SE. Grupo Editoriale Esselibri-Simone. Nappoli 2006.

COBO DEL ROSAL, M./QUINTANAR DIEZ, M. *Instituciones de Derecho Penal. Parte General*. Madrid, 2004.

COFFEE, J., "Understanding Enron". *Journal Article. Business Lawyer* University of Columbia. 2002.

COFFEE, J., "The attorney as gatekeeper". *Law Review*. University of Columbia. 2003.

COFFEE, J., "What caused Enron? A capsule Social and Economic History of the 1990s". *Cornell Law Review* 269 n°89.

COMPORTI V. *Sollecitazione all'investimento, in intermediari finanziari, mercati, società quotate, a cura di Patroni Griffi, Sandulli e Sontoro*, Milano, 1999.

COMPORTI C., *Il prospetto, in intermediari finanziari, mercati, società quotate, a cura de Patroni Griffi, Sandulli e Santoro*, Torino, 1999.

CORCOY BIDASOLO, M. Y LARA GONZÁLEZ, R., *Derecho Penal de la Empresa*. Ed. Universidad Pública de Navarra. Pamplona, 2002.

CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG. *Comentarios al Código Penal. Reforma LO 5/2010*. Edit. Tirant Lo Blanch. Valencia. 2011.

CORTES, L. J., *Lecciones de contratos y mercados financieros*. Edit. Civitas, 2004.

CORTES, L.J. "Los mercados de valores". *En Curso de Derecho Mercantil*. Vol. III. URÍA, R. y MENENDEZ, A. Edit. Civitas. Madrid, 2001.

COSTA, JOSÉ DE FARIA (2003)- *Direito Penal Económico*, Coimbra: Quarteto, 2003

COSTA, JOSÉ DE FARIA/ANDRADE, MANUEL DA COSTA- "Sobre a concepção e os princípios do direito penal económico", *in Revista de Direito e Economia* 8, 1982 (org) – *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários*, Vol. I, Coimbra: Coimbra Editora, 1998.

CRESPI V. "Le falsità nel prospetto informativo inviato alla CONSOB ex art. 18 legge 7 de giugno 1974, n. 216" *in Riv. Soc.* 1989.

CRESPI A., "Le false comunicazioni social: una riforma faceta", *in Rivista delle società*, 2001, 46.

CRISTOBAL MONTES, A. *La administración delegada de la sociedad anónima*. Ed. Universidad de Navarra, S.A. Pamplona, 1977.

CRUZ, JOSÉ NEVES DA "Desafios jurídicos,, económicos e políticos ás crises mundiais", *in Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida, volume IV*, Coimbra: almedina, 2011.

CUGAT MAURI, M. "La capacidad del Derecho Penal ante la mala gestión bancaria". *En La Ley Penal*, n° 105. Diciembre, 2013. La Ley 8900/2013. laleydigital.es.

CUGNASCO, "L'offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul. D. lgs. N. 51/2007 di recepimento della direttiva Prospetto", *in Società*, 2008,.

CHIUSANO V. *Gli illeciti penali, Convegno la riforma del diritto societario*, Torino, 29 ottobre 2001, Eutekne 2001,

CHOCLAN MONTALVO, J.A. "En Protección penal del consumidor en la Unión Europea". (Coordinado por García Rivas), Ed. UCLM, Cuenca, 2005.

CHOCLÁN MONTALVO, J.A., *El delito de estafa*, 2ª Edit. Bosch. Barcelona, 2009.

- CHOCLÁN MONTALVO, J.A., *Responsabilidad de auditores de cuentas y asesores fiscales*. Edit. Bosch. Barcelona, 2003.
- CHOCLAN MONTALVO. “La protección penal del sistema financiero”. En datadiar.com. Portal de servicios integrales jurídicos y fiscales. http://www.datadiar.com/actual/novedades_12/04/2012
- DE ANGEL YAGÜEZ, R., “Artículo 1106 CC”, en AA.VV., *Comentario del Código Civil* (Dir. PAZ-ARES, J.C., BERCOVITZ, R, DIEZ-PICAZO, L. y CORDECH, S.) *Tomo II*, Madrid, 1991.
- DE ANGEL YAGUEZ, R., en el Prólogo a la obra de CUEVILLAS MATOZZI, I., *La relación de causalidad en la órbita del Derecho de daños*. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 2000.
- DE BLASIO, *La legge italiana sulle OPA e le normativa europea ed USA* Milano, 1994
- DE CARLOS BELTRAN, L.C. *El régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*. Madrid, 1998.
- DE LACERDA DA COSTA F. *A tutela dos mercados de valores mobiliarios e o regime do ilícito de mera ordenação social in Instituto dos Valores Mobiliários (org), Direito dos Valores Mobiliários, vol. I, Coimbra: Coimbra Editora, 1999.*
- DE VICENTE MARTINEZ, R., *Infracciones y sanciones en materia de consumo*. 1ª Edición. Ed. Tecnos. Madrid, 2000.
- DEL ROSAL BLASCO, B. “Mercado bursátil y publicidad engañosa. La intervención del Derecho penal”. *En Dogmática y Ley penal. Libro homenaje a BACIGALUPO, E. Tomo II*. Coordinadores LOPEZ BARJA.
- DELMAS MARTY MIREILLE. *Droit penal des affaires vol. 2 puf, París 1990*
- ERLE E VITA *Traite de Droit criminel, Droit Penal Special VOL I, Paris 2010*
- DEL ROSAL BLASCO, B. *Los delitos societarios en el Código Penal de 1995*. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 1998.
- DI AMATO A *i reati del mercato finanziario vol IX Cedam 2007*
- DI AMATO A. *Diritto penale dell'impresa*. Milano, 2011.
- DI AMATO A. *Diritto penale dell'impresa*. Giuffrè Editore. 2011.
- DI AMATO A., *Trattato di Diritto penale dell'impresa. I reati del mercato finanziario*. Vol IX. CEDAM. 2010
- DI AMATO A. *Trattato di Diritto penale dell' impresa. Volumen nono I reati del mercato finanziario CEDAM 2007*.
- DI AMATO. A. *Trattato di Diritto penale dell'impresa. I reati del mercato finanziario*. Vol. IX. CEDAM. Casa Editrice Dott. Anotnio Milani.2007.
- Di AMATO A. *I Reati del mercato finanziario Gli Abusi di mercato, in Trattato di diritto penale dell' impresa*, Padova 2007.
- DIAS, AUGUSTO SILVA RAMOS *Emergentes do Dereito Penal relacionados com a protecção do futuro, : Editora Coimbra, Coimbra 2008*.
- DIAZ ECHEGARAY, J. L. *Deberes y responsabilidad de los administradores de sociedades decapital*. Ed. Aranzadi. Cizur Menor (Navarra), 2004.
- DIAZ ECHEGARAY, J. L. *La responsabilidad penal de los socios y administradores*. Ed. Montecorvo. Madrid, 1997.

DIEZ PICAZO, L., GULLON BALLESTEROS, A. *Sistema de Derecho Civil II*. 8ª ed. Ed. Tecnos. Madrid, 2012.

DIEZ-PICAZO, L., *Derecho de daños*. Ed. Civitas. Madrid, 1999.

DONINI “Abolitione criminis e nuovo falso in bilancio. Struttura e offensività delle false comunicazioni sociali (art. 2621 e 2622 cc dopo il d.lgs 11 aprile 2002, n61)”. *In Cass. Pen.*, 2002.

DU COULOUX C- FAVARD LAMY. *Droit penal des affaires* 2008.

ECHANO BASALDUA, J.I. “La falsedad en documentos sociales del art. 290 CP: ¿delito de falsedad documental?”. *En Revista Vasca de la Administración Pública*. Nº 87-88. 2010.

ENRICO A. *Diritto penale dell’economia. Problemi e casi*. CEDAM padova, 2010.

ESCRIHUELA CHUMILLA F.: *Todo penal 2011*. Edit. La Ley Grupo Wolter Kluwers. Madrid. 2011

FARALDO CABANA, P. “Art. 282 bis” *en Comentarios al Código Penal. 2010* (dir) GOMEZ TOMILLO, M. Edit Lex Nova. Valladolid, 2010.

FARALDO CABANA, P. *El delito societario de falsedad en documentos sociales*. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 2003.

FARALDO CABANA, P. *Los delitos societarios. Aspectos dogmáticos y jurisprudenciales*. 2ª ed. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 2000.

FARRANDO MIGUEL, I. “El concepto de “valor negociable” y la aplicación en España de la cultura de la transparencia”. *En Estudios Jurídicos en Homenaje al profesor Aurelio Menendez. Vol. I*. IGLESIAS PRADA, J. L. (Coord.). Ed. Civitas. Madrid, 1995.

FARIA COSTA JOSE. *Direito penal económico, Coimbra*. 2003.

FAUSTO *Lineamenti di Diritto Penale dell’Economia*,: Editore Giappichelli Torino, 2001.

FEIJOO SANCHEZ, B. “Crisis económica y Derecho penal: Responsabilidad de los intermediarios financieros por la comercialización de productos de terceros”. *En Derecho penal económico y empresarial ante los desafíos de la Sociedad mundial del riesgo*. Edit. Colex, Madrid, 2010.

FERNANDEZ BAUTISTA, S. *El administrador de hecho y de derecho. Aproximación a los delitos con restricciones en sede de autoría*. Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2007.

FERNANDEZ DE ARAOZ, A. “La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores”. *En Cuadernos de Derecho Judicial*. Nº 5. 1999.

FERNANDEZ DE ARAOZ, A., “La responsabilidad civil de las entidades colocadoras de valores por el contenido del folleto informativo”, *en la obra colectiva dirigida por el Profesor SÁNCHEZ CALERO, F., Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995.

FERNANDEZ DE LA GANDARA, L. “El régimen de responsabilidad de los administradores en la ley de Sociedades Anónimas: supuestos, principios y

problemas”. *En Boletín Ilustre Colegio de Abogados de Madrid*. Nº 5, 3ª época. 1997.

FERNANDEZ DE LA GANDARA, L./SANCHEZ ALVAREZ, M.M. “Los delitos societarios. Reflexiones preliminares sobre la imposición de acuerdos sociales abusivos (art. 291 CP). *En Actualidad Jurídica Aranzadi*, año VI, nº 238, 21 de marzo de 1996.

FERNANDEZ PALMA, R. y MORALES GARCIA, O. “Seminario sobre el anteproyecto de reforma del Código penal de 2006”. *En revista de Internet, Derecho y Política*. Febrero 2007.

FERNANDEZ PEREZ, N. *La protección jurídica del accionista inversor*. Monografías RdS, nº 14. Ed. Aranzadi. Pamplona, 2000.

FERNANDEZ TERUELO, J.G. “Los créditos bancarios y el Derecho Penal”. La Ley 21 de enero de 2000.

FERNANDEZ TERUELO, J.G. *Los delitos societarios en el Código Penal español*. Ed. Dykinson. Madrid, 1998.

FERRANINI, G. “Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa”. En *Trattato della società per azioni*. COLOMBO, G. E. y PORTALE, G. E. (dirs). Ed. Utet Giuridica. Turín, 1993

FERRE OLIVE, J.C. “Sujetos responsables en los delitos societarios”. VV.AA. *en Revista Penal. Edit. Praxis*. Nº 1 Año 1998.

FERRE OLIVE, J.C., “Las falsedades en la información social art. 290 CP”, en *ADPCP, II.*, 1998.

FIGUEIREDO, J – “Para uma dogmática do direito penal secundário”, in RLJ 116 (1983),– *Direito Penal Económico e Europeu: Textos Doutrinários, Vol. I*, Coimbra: Coimbra Editora, 1998]

FOFFANI, L. *Eurodelitos*. El Derecho Penal económico en la Unión Europea. UCLM, 2004.

FOFFANI L. “Reati societari”, in PEDRAZZI, ALESSANDRI, FOFFANI, SEMINARA, SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell’ impresa*, Bologna, 2000.

FOFFANI L. “Commento art. 2623 c.c., in Commentario breve alle leggi penali complementari”, a cura di Palazzo e Paliero, Padova, 2003.

FOFFANI L. *Commentario breve alle leggi penali complementari, a cura di Palazzo e Paliero*, Padova, 2003.

FOGLIAMANZILLO, *Il falso in prospetto*. In *Trattato di diritto penale dell’impresa. I reati del mercato finanziario*. Padova, 2007.

FONDAROLI D. /TRIPODI AF. *Diritto penale del mercato finanziario*. Seconda Edizione. CEDAM. Padova 2013.

FONDAROLI. D. “La Consob e gli abusi de Mercato” en *Diritto penale del mercato finanziario*. Seconda Edizione. CEDAM. Padova 2013.

FOSCHINI M. *Il mercato finanziario, in diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008

FOX, “Gatekeepers failures”. *Michigan Law Review*. 2008.

FOX. A, “Gatekeeper failures: why important, what to do”. *Michigan Law Review* nº 106. 2008.

FRANKS.J, MAYER.C AND ROSSIS, “The review of financial studies”. Vol.22, Nº10. Oxford Univeristy Press. The society of Financial Studies.October London 2009.

FREDDI, “Contenido e destinatario del prospecto informativo”, in *Banca, borsa e tit. Cred.*, 1992.

FREDI “Falsita nel prospetto informativo ex art. 18/216/74 e incriminazioni pertinenti” in *Banca Borsa*, 1992 .

FUERTES LOPEZ, M. “La supervisión “objetiva” de la Comisión Nacional en el mercado de valores”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Año XIII. Nº 49. 1993.

GALAN MUÑOZ, A. “El fraude de inversores del art. 282 bis CP. ¿Una figura protectora del correcto funcionamiento de los mercados financieros en tiempos de crisis?” En *Revista Aranzadide Derecho y Proceso penal*. Nº 31, Mayo-Agosto 2013.

GALAN MUÑOZ, A. “La responsabilidad penal de la persona jurídica tras la reforma de la L.O. 5/2010: entre la hetero-y la autorresponsabilidad”, en *Revista General de Derecho Penal.(RGDP)* 16 (2011). También en www.iustel.es (últ. Vis. 12-2-2013).

GALAN MUÑOZ, A. *El fraude y la estafa mediante sistemas informáticos. Análisis del art. 248.2 CP*. Edit Tirant lo Blanch. Valencia, 2005.

GALLEGO SOLER, J. I. “El concepto de administrador de hecho como criterio de imputación de la autoría en Derecho penal”. En *Derecho penal de la empresa*. CORCOY BIDASOLO, M. (dir.). Pamplona, 2002.

GARCIA CAVERO, P. *La responsabilidad penal del administrador de hecho de la empresa: criterios de imputación*. Ed. J.M. Bosch. Barcelona, 1999.

GARCÍA DE ENTERRIA, E. y FERNANDEZ RODRIGUEZ, T.R. *Curso de Derecho administrativo. Tomo II*. Ed. Civitas. Madrid, 2006.

GARCÍA DE ENTERRIA, E., *Los delitos societarios, un enfoque mercantil*. Ed. Civitas. Madrid, 1996.

GARCIA LOMBARDIA, J.M. “La reforma del mercado de valores. Aspectos operativos”. En *Perspectivas del sistema financiero*. Nº 25, 1989.

GARCIA SANTOS, M. “Ética, equidad y normas de conducta en los mercados de valores: *La regulación del abuso de mercado*. En *Ética y Economía*. Junio 2005. Nº 823 ICE.

GARCIA SANZ, J. “La falsedad en la inversión en los mercados de valores (art. 282 bis CP)”. En *Nuevos instrumentos jurídicos en la lucha contra la delincuencia económica y tecnológica*. ROMEO CASANOVA, C.M. y FLORES MENDOZA, F. (Edit). Ed. Comares. Granada, 2012

GARCIA SANZ, J. “La protección penal del mercado financiero”. En *Nuevos instrumentos jurídicos en la lucha contra la delincuencia económica y tecnológica*. ROMEO CASANOVA, C.M. y FLORES MENDOZA, F. (Edit). Ed. Comares. Granada, 2012.

GARRIDO, J.M. *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*. Ed. Public. Real Colegio de España. Zaragoza 2002.

GERDING E.F, “The Next Epidemic: Bubbles and the Growth and Decay of Securities Regulation”. *Connecticut Law Review* n° 38 . 2006.

GIMBERNAT ORDEIG, E. “Algunos aspectos de la reciente doctrina jurisprudencial sobre los delitos contra la vida (dolo eventual)”. En *APPCP* T. XLII. Fascículo II. Mayo-Agosto, 1990.

GIMBERNAT ORDEIG, E. *Derecho Penal. Parte General*. Ed. Hammurabi. Cordoba, 1999.

GIORDANENGO, “Le fattispecie penali e amministrative di cui al D. Lgs n.58/1998 e tutela penale della revisione contabile”. In *Manuale di diritto penale. Leggi complementari*. ANTOLISEI.(dir) Milano, 2008.

GIUNTA, *I nuovi illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali. Commentario al D. Lgs. 11 Aprile 2002, n. 61*. Torino, 2003.

GIUNTA F., “Il nuovo falso in prospetto”. In *Sistema società. Diritto societario e d’impresa*. Dicembre, 2007.

GIUNTA F., “Il nuovo falso in prospetto”. In *Diritto e pratica delle società*, n.22, diciembre 2007

GIUNTA, “La reforma dei reati societaria i blocchi de partenza. Prima lettura del d.lgs.1 aprile 2002, n, 61” in *Studium iuris*, 2002.

GIUNTA, “Art. 2623” in AA.VV, *I nuovi illeciti penali ed amministrativi riguardanti le società commerciali. Comentario del d.lg 11 aprile 2002, n.61*, a cura di Giunta, Torino, 2002, 1.

GOMEZ BENITEZ, J. M. “Notas para una discusión sobre los delitos contra el orden socio-económico y el patrimonio en el proyecto de 1980 de Código Penal”. En *Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales (ADPCP)*. T. 33, 1980.

GOMEZ BENITEZ, J.M. “Administradores de hecho y de derecho en el nuevo Código penal”. En *El nuevo Código penal. Delitos societarios e insolvencias punibles*. AA.VV. Ed. Banco Central Hispano. Madrid, 1996.

GOMEZ INIESTA, D. “Aspectos jurídico-administrativos y penales de la falsificación de la información contable de las sociedades anónimas cotizadas”. En *Protección penal del consumidor en la Unión Europea*. GARCÍA RIVAS, N. (Coord.). Ed. UCLM. Cuenca, 2005.

GOMEZ INIESTA, D. “Utilización de información privilegiada y manipulación de cotizaciones. Algunas propuestas para su reforma”. En *La armonización del Derecho penal español. Una evaluación legislativa. Boletín de información del Ministerio de Justicia. Año LX Suplemento al n° 2015* de 15 de junio de 2006.

GOMEZ INIESTA, D. “Fraude y Corrupción en el Derecho Penal económico europeo”. (coords). ARROYO ZAPATERO, L. y NIETO MARTIN, A. Ed. UCLM. Cuenca, 2006

GOMEZ INIESTA, D. J. “Fraude en el mercado de valores: (A Propósito de la propuesta de Eurodelitos de manipulaciones bursátiles y abuso de información privilegiada”. En *Fraude y corrupción en el Derecho penal económico europeo: eurodelitos de corrupción y fraude*. (coords). ARROYO ZAPATERO, L./NIETO MARTIN, A.. Ed. UCLM. Cuenca, 2006.

GOMEZ MARTIN, V. “Sabotaje informático, top manta, importaciones paralelas y fraude de inversores: ¿algunos exponentes de un nuevo derecho penal económico?”. En *Revista Jurídica de Cataluña (RJC)*, Vol. 109, n° 4, 2011.

GOMEZ-JARA DIEZ, C., “La reforma del art. 284 del código penal: menos maquinación y más manipulación”, en *Estudios sobre las reformas del Código penal operadas por las LO 5/2010, de 22 de junio y 3/2011, de 28 de enero*. Ed. Civitas. Cizur Menor (Navarra), 2011.

GOMEZ-JORDANA, I., MARTIN DE NICOLAS, G. y SAAVEDRA, J. “Tipología de Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)”. En: *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Nº 7, 2010.

GONZALEZ GUERRA, C.M. “La protección penal del derecho a la verdad sobre la información empresarial. Espacios de riesgo penalmente irrelevante en el delito de falsedad en documentos sociales”. En *¿Libertad económica o fraudes punibles? Riesgos penalmente relevantes e irrelevantes en la actividad económico-empresarial*. SILVA SANCHEZ, J.M. (dir.). Ed. Marcial Pons. Madrid, 2003.

GONZALEZ NAVARRO, F. *Derecho administrativo español. Tomo II*. Ed. Eunsa. Navarra, 1994.

GONZALEZ RUS, J.J. “Delitos de falsedad documental de informaciones sobre instrumentos financieros negociados en los mercados de valores y la estafa de inversiones”. En *Sistema de Derecho Penal*. (dir) MORILLAS CUEVA, L. Edit. Dykinson. Madrid, 2011.

GONZALEZ RUS, J.J. “Reformas pretendidas en los delitos relativos al Mercado y los consumidores y en los delitos societarios por el proyecto de ley LO 121/000119, de modificación del Código Penal”. <http://libros-revistas-derecho.vlex.es>.

GONZALEZ VIZCAYA, E. “Los delitos societarios en el nuevo Código Penal”. En *Actualidad Penal*, n° 10. 1997.

GRASSO G., “L'anticipazione della tutela penale; i reati di pericolo e i reati di attentato”, in *Rivl It.* (dir). E. proc.

GRIMALDOS GARCÍA, M.I., *Responsabilidad civil derivada del folleto de emisión de valores negociables*. Valencia, 2001.

HARRISON.K AND RYDER.N, *The Law relating to Financial Crime in the United Kingdom*. Edit. Ashgate. February 2013

HERNANDEZ ALER, G. “La tipología de los mercados de valores y su encuadramiento en la MIFID”. En *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 4. 2009.

HIERRO ANIBARRO, S. “Las ofertas públicas de suscripción y de venta de valores cotizados”. En *Derecho Mercantil. Vol. 6 (decimoquinta edición)*.

GUILLERMO J. JIMENEZ SÁNCHEZ y ALBERTO DÍAZ MORENO (Coords.). Ed. Marcial Pons. Madrid, 2013.

HELLMANN UWE Kapitalanlagebetrug 264a en NOMOSKOMMENTAR. KINDHAUSER/NEUMANN/PAEFFGEN (Hrsg). Strafgesetzbuch Band 2 Auflage.2011.

HOPT, K. “Problemática de la publicidad de la información privilegiada”. En *Estudios de Derecho de Sociedades y del mercado de valores*. Ed. Marcial Pons. Madrid, 2010.

HOPT, K., VOIGHT, H. “Responsabilidad civil de los folletos de admisión y de la información del Mercado de capitales: Derecho y Reforma en la Unión

Europea, Suiza y EEUU”. *En Estudios de Derecho de Sociedades y del mercado de valores*. HOPT, Ks. Ed. Marcial Pons. Madrid, 2010.

HURTADO ADRIAN, A. “La estafa de inversores y/o crédito (art. 282 bis)”. *En Reforma del Código Penal*. JUANES PECES, A. (dir.). Ed. El Derecho. Madrid, 2010.

HUSSAINEY.K , “Bank governance, regulation, supervisión, and risk reporting: evidence from operational risk disclosures in European Banks”. *International Review of Financial analysis* nº 30. 2013.

HURTADO A, “La estafa de inversores y/o crédito (art. 282 bis)”. *En Reforma del Código Penal*. JUANES PECES, A. (dir). Edit. El Derecho. Madrid, 2010. Pág. 205. La estafa de inversores y/o crédito (art. 282 bis).

IBAÑEZ JIMENEZ, J. “Contratación del mercado de Valores”, parte 23. *En Tratado de contratos*. BERCOVITZ, RODRIGUEZ CANO (Dir.) Vol. V. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 2009.

IBAÑEZ JIMENEZ, J. “La contratación en el mercado de valores”. T. XXXIV. *En Tratado de Derecho Mercantil*. OLIVENCIA, M., FERNANDEZ-NOVOA, C., JIMENEZ DE PARGA, R. (dir), JIMENEZ SANCHEZ, G. (Coord.). Edit. Marcial Pons. Madrid-Barcelona, 2001.

IBAÑEZ JIMENEZ, J. “Los objetos del tráfico desarrollado en los mercados de valores”. *En Contratación en el mercado de valores*. Edit. Marcial Pons. Madrid, 2001.

IBAÑEZ MARTIN, “Integración de los contratos de futuros y opciones en el concepto legal europeo de instrumento o producto derivado”. *En BICAM*, nº 10. Octubre de 1998.

IGLESIAS PRADA, J.L. *Administración y delegación de facultades en la sociedad anónima*. Ed. Tecnos. Madrid, 1971.

IGLESIAS PRADA, J.L., “El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico”. *En Los mercados españoles: opciones y futuros financieros*. DIAZ RUIZ, E. y LARRAGA, P. (dirs) Ed. Pirámide. Madrid, 1995.

IGLESIAS RIO, M.A. “Imagen del consumidor y delito de publicidad engañosa. Necesidad y merecimiento de protección. Una aproximación a partir de la reciente interpretación alemana”. *En Estudios jurídicos sobre la empresa y los negocios. Una perspectiva multidisciplinar, libro conmemorativo del XXV Aniversario de la Facultad de Derecho de Burgos*. (coord). PEREZ GIL, J. y DE ROMÁN PEREZ, R. Universidad de Burgos 2011.

JAÉN VALLEJO, M., “Información privilegiada en el mercado de capitales y Derecho penal”, *en Cuadernos de Política Criminal* (CPC, nº 97, 2009).

JARROW R. “Market manipulation. Bubbles Corrrers and Short squeezes”. *En Journal of financial and quantitative analysis*. 1992.

JESCHECHK, H. *Tratado de Derecho Penal*. Ed. Bosch. Barcelona, 1981.

JIMENEZ-BLANCO, D., “La confianza de los inversores: elementos determinantes, Mercados financieros. Nuevas experiencias”, *Revista Colegio de Economistas*, 2004.

JIMENEZ SANCHEZ G.J./ DÍAZ MORENO A. (cord). *Derecho Mercantil Contratación en el mercado de valores*. Volumen 6º. Decimoquinta edición. Marcial Pons.2013.

LAPORTA “ Legal determinants of external finance”. *Journal of finance* nº 52.1997.

LAMARCA PEREZ, C. (dir.) *Derecho penal, parte especial*. Edit. Colex. Madrid, 2001.

LEPAGE AGATHE / CHAMBON PATRICK / SALOMON R. LEXIS NEXIS *Droit penal des affaires* 2013 También

LARRAN JORGE, M. *Requerimientos informativos de las empresas cotizadas*. Edit. Piramide. Madrid, 2003.

LEGRENZI. *Psicologia e investimenti finanziari*, Milano, 2006.

LOPEZ BARJA DE QUIROGA y ZUGALDIA ESPINAR, J.M. *Dogmática y Ley Penal: Libro homenaje a Enrique Bacigalupo* Edit. Marcial Pons. Madrid 2004.

LIBANO BERISTAIN, A. *Los delitos semipúblicos y privados: aspectos sustantivos y procesales adaptado a la reforma del Código Penal*. Edit.. J.M. Bosch, S.A. 2011.

LOJENDIO OSBORNE, en *Derecho Mercantil. Vol. I*. Coord. JIMENEZ SANCHEZ y otros. Edit. Ariel. Barcelona, 1995.

LONGARI, *Contributo allo studio del falso in prospetto*. Roma, 2012.

LONGARI C. *I libri di archivio penale 13. Contributo allo studio del falso in prospetto*. Aracne editrice, Roma, ottobre 2012.

LOPEZ GUARNIDO, R. “Reflexiones sobre el delito de publicidad falsa del art. 282 CP. Base de Datos sobre Regulación Publicitaria”. *Autocontrol. Asociación para la Autorregulación de la comunicación comercial*. Nº 103/C00087, 2005.

LOPEZ MARTINEZ, M., *La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores*. Edit. Civitas. Madrid, 2003.

LOPEZ SANTANA, N. “El ámbito objetivo del mercado de valores: Delimitación del concepto valor negociable tras la introducción del concepto instrumento financiero y aproximación a este último”. *En Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Año XXI. Nº 88. Julio-Septiembre, 2002.

LOPEZ SANTANA, N. “Los protagonistas del tráfico desarrollado en los mercados de valores” *En Derecho Mercantil. Vol. 6. Contratación en el mercado de valores (decimoquinta edición)*. GUILLERMO J. JIMENEZ SÁNCHEZ y ALBERTO DÍAZ MORENO (Coords.). Edit. Marcial Pons. Madrid, 2013.

LOPEZ Y LOPEZ, E. “Delitos relativos al mercado y a los consumidores”. *En Diario La ley, nº 7534. Sección Tribuna, 23 de diciembre de 2010. Año XXXI. Ref. D-397. Edit. La Ley. La Ley 14898/2010. www.laleydigital.es*.

LUIGI “Escándalos económicos y reformas penales: Prevención y represión de las infracciones societarias en la era de la globalización”, *Revista Penal* 232009

LUZON PEÑA, D. *Lecciones de derecho penal. Parte General (2ª ed.)*. Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2012.

LUZON PEÑA, D. *Curso de Derecho Penal. Parte General I* Edit Univerditas SA, Madrid 1996.

MALARET I GARCIA, E., “La Comisión Nacional del Mercado de Valores. Una aproximación a su configuración institucional”, en AA.VV., *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil, Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, T. II. Edit. La Ley. Madrid, 1994.

MALVASI M. *I casi del diitto. I nuevo reati societari*. Utet Giuridica. Wolters Kluwer Italia, 2008.

MALVASI, *I nuovi rati societari*. UTET, 2008.

MANNA A. “Tutela del risparmio, novità in tema di insider trading e manipolazione del mercato a seguito della legge comunitaria del 2004” in *Rivista trimestrale diritto penale dell’economia*, 2005.

MANNA .A, *Corso di diritto penale dell’impresa*. Edit cedam Padova, 2010.

MANNA “Tutela del risparmio, novità in tema di insider trading e manipolazione del mercato a seguito della legge comunitario del 2004” in *RTDPE 2005. (Revista trimestral derecho penal económico)*.

MANNA A. *Corso di diritto penale dell’impresa*. CEDAM, Casa Editrice Dott. Antonio Milani. 2010.

MANNS,J “Rating Risk after the subprime Mortgage Crisis: A user free Approach f or Rating Accountability”. *North Carolina Law Review* n° 87. 2009.

MANZANARES SAMANIEGO, J.L. “Los administradores y los altos cargos directivos en el Código Penal”. *En Actualidad Penal, n° 13/24. 30 de marzo de 1.997*.

MAPELLI CAFFARENA, B. *El delito de publicidad fraudulenta*. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 1999.

MARINUCCI, A. “Gestione dímpresa, pubblica impresa e pubblica amministrazione: nuovi e vecchi profili penalistici”, *Revista Italiana de Derecho y proceso Penal (Riv. It. Dir. E proc. Pen)*., 1988.

MARCHETTI P.G., *Note sul prospetto informativo, in informazione e pubblicità nell’offerta al pubblico di valori mobiliari*. Milano, 1991.

MARIN DE ESPINOSA CEBALLOS, E. “La responsabilidad penal de las personas jurídicas: El caso Bankia”. *En La Ley penal, n° 102*. Mayo-Junio, 2013. La ley 3019/2013.

MARIN DE ESPINOSA CEBALLOS, E. *Criminalidad de empresa. La responsabilidad penal en las estructuras jerárquicamente organizadas*. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 2002.

MARTINI A. “Falso in prospetto commento “, in *Legislazione penale fasc III*., 2007.

MARTIN MOLINA, P.B. y DEL CARRE DIAZ-GALVEZ, J.M. (Coords.). *La ley concursal y la mediación concursal: Un estudio conjunto realizado por especialistas*. Fe d’erratas. Fundie. Edit. Dykinson. Madrid, 2014.

MARTINEZ ESPIN, P. “El nuevo régimen de la publicidad de los servicios bancarios y los productos de inversión”. *Centro de Estudios de consumo*. <http://www.uclm.es/centro/cesco/>. Enero, 2011.

MARTINEZ GUTIERREZ, A./MAYORGA TOLEDANO, M.C. “Las ofertas públicas de adquisición de valores cotizados en los mercados de valores”. *En Derecho Mercantil Vol. 6: Contratación en el mercado de valores*. JIMENEZ

SANCHEZ, G.J. y DIAZ MORENO, A. (Coords.). Ed. Marcial Pons. Madrid, 2014.

MARTINEZ SANZ, F. “Los administradores responsables”. *En La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*. ROJO, A. y BELTRAN, E. (dirs.). Ed. Tirant lo Blanch, 5ª ed.. Valencia, 2013.

MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. *Derecho penal económico y de la empresa. Derecho penal. Parte especial*, Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 1999.

MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. *Derecho penal económico y de la empresa. Derecho penal. Parte especial*, Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 2005.

MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. *Derecho penal económico y de la empresa Derecho penal. Parte especial. 3ª ed.*, Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2011.

MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. *Derecho penal económico y de la empresa Derecho penal. Parte especial*, Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 2013.

MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. “Sección 3ª y Sección 4ª del capítulo XI, título XIII del libro II del Código penal de 1995, (artículos 278 a 288)”. *En el libro colectivo Comentarios al Código Penal de 1995*, vol. II, VIVES ANTON, T. (Coord). Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 1996.

MARTINEZ-BUJAN PEREZ, C. *Estafa de inversores y de crédito (El art. 282 bis Código Penal)*. Edit Tirant lo Blanch. Valencia, 2012.

MAYOR MENENDEZ, P. “Sobre la responsabilidad conjunta de las personas jurídicas y sus administradores *en el Derecho administrativo sancionador (especial referencia al mercado de valores)*”. *En REDA*, 1995.

MAZZEO, “La responsabilità da prospetto”. *In Responsabilità civile*, 2007.

MAZZACUVA N. “Sanciones administrativas y sanciones penales en materia de ilícito societarios en hacia un derecho penal económico europeo”. *Jornadas en honor al profesor Klaus Tiedemann Madrid 1995*.

MCCONNELL. P AND BLACKER.K, “Systemic operational risk: the UK payment protection insurance scandal (PPI)”. *The Journal of Operational Risk. Vol.7/Number 1. Spring 2012. UK and Australia*.

MEDINA ALCOZ, L., *La responsabilidad patrimonial por acto administrativo. Aproximación a los efectos resarcitorios de la ilegalidad, la morosidad y la deslealtad desde una revisión general del sistema*. Madrid, 2005.

MELCHIONDA, “I reati societari. Commentario aggiornato alla legge 28 dicembre 2005 n° 262 sulla tutela del Risparmio”, a cura di LANZI E CADOPPI CEDAM 2007

MENDOZA BUERGO, B. “Delitos patrimoniales, delitos contra el mercado –art. 282 bis CP-“. *En Memento Practico Penal*. Edit. Francis Lefebvre. Madrid, 2015.

MENDOZA BUERGO, B. “Delitos patrimoniales, delitos contra el mercado”. *En Memento Practico Penal*. Ed. Francis Lefebvre. Madrid, 2011.

MESTRE DELGADO, E. “Tema 13. Delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico”. *En Derecho penal, parte especial*. Director LAMARCA PEREZ, C. Edit. Colex. Madrid, 2001.

MEZZETI. E. *Diritto penal dell' impresa*. Terza Edizione. Zanichelli Editore. 2012.

MIGNONE G. “Vigilanza Consob e responsabilità: breve osservazioni sul tema”, *in giurisprudenza italiana*. Vol. I. 2004.

MINGUEZ PRIETO, R. “Entidades emisoras de valores negociables”. *En Instituciones del mercado financiero*. Vol. VI. MARTINEZ-SIMANCAS SANCHEZ, J./ALONSO UREBA, A. (dirs.). La Ley. Madrid, 1999.

MIR PUIG, R.G. *Derecho penal, parte General*. 8ª ed. Edit. Reppertor. Barcelona, 2008.

MIR PUIG, R.G. *Derecho penal, parte General*. 9ª ed. Barcelona, 2011.

MIRÓ LLINARES. F, “Disposiciones comunes” en Estudios sobre el Código Penal Reformado (dir) MORILLAS CUEVA.L. Edit. Dykinson S.L. Madrid. 2015.

MOCCIA S. “Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni: tra illusioni postmoderne e riflussi liberali”, *in Riv.it.dir.proc.pen.*, 1995.

MONTANER FERNANDEZ, R. *Gestión empresarial y atribución de responsabilidad penal. A propósito de la gestión medioambiental*. Edit. Atelier. Barcelona, 2008.

MORALES GARCÍA, O. “Fraude de inversores, art. 282 bis”. *En La reforma penal de 2010. Análisis y comentarios*. (dir) QUINTERO OLIVARES, G. Edit. Aranzadi. Thomson Reuters. Cizur Menor, Navarra, 2010.

MORALES GARCÍA, O., “Art. 282 bis Código penal” *en Comentarios al Código Penal español. Tomo II* (arts. 234 a DF 7ª) Director QUINTERO OLIVARES, G. 6ª ed. Ed. Thomson Aranzadi. Cizur Menor (Navarra), 2011.

MORALES PRATS, F. “La responsabilidad penal de las personas jurídicas (art. 31 bis)”. *En La reforma penal de 2010: Análisis y Comentarios*. QUINTERO OLIVARES, G. (dir.). Ed. Aranzadi. Thomson Reuters- Cizur Menor, Navarra, 2010.

MORALES PRATS, F. Comentarios a la parte especial del Derecho Penal, art 282 bis (fraude de inversiones en la emisión de valores negociado) 9ª ed

MORENO CANOVES, A./RUIZ MARCO, F. *Delitos socioeconómicos. Comentario a los art. 262, 270 a 310 del nuevo Código Penal (Concordados y con jurisprudencia)*. Ed. Edijus. Zaragoza, 1996.

MORILLAS CUEVAS, L.” Los intereses de los consumidores como bien jurídico en los delitos relativos a la propiedad industrial: especial consideración a los signos distintivos” en obra colectiva *Derecho y Consumo*. Edit. Dykinson. Madrid, 2013.

MORRISEY. J.”Catching the culripts: Is Sarbanes-Oxley Enough?. *Columbia Business Law Review* nº 801.2008

MUGICA ALCORTA, R. “La protección del inversor. La reforma MiFID en el marco de la evolución reciente del derecho del consumo”, *Vol. LXIII. Separata del Boletín de Estudios Económicos*. Agosto, 2008, nº 194. *Asociación de Licenciados en Ciencias Económicas por la Universidad Comercial de Deusto* (Bilbao).

MUÑOZ CONDE, FRANCISCO “Problemas de autoría y participación en el derecho penal económico, o como imputar a título de autores a las personas que sin realizar acciones ejecutivas, decidem en la realización de un delito en el ámbito de la delincuencia económica empresarial”, *en Revista Penal* 9 2002.

- MUÑOZ CONDE, F. “De la llamada estafa de crédito”. *En Dogmatica penal de Derecho penal económico y política criminal VI*. Edit. USMP. Fondo Editorial. Lima, 2011.
- MUÑOZ CONDE, F. *Estafa de crédito* en *Diccionario de Derecho penal económico* BOIX REIG (Dir.), 2008.
- MUÑOZ CONDE, F. de “La llamada estafa de crédito”. *En Revista General de Derecho Penal*, nº 9. www.iustel.com. Mayo, 2008.
- MUÑOZ CONDE, F. *Derecho penal, Parte Especial*, 17ª. Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2009.
- MUÑOZ CONDE, F., “Falsedad y estafa mediante abuso de crédito e instrumentos crediticios”. *Ponencia presentada al curso del plan estatal de formación de jueces y magistrados sobre falsedades y defraudaciones, celebrado en Madrid, los días 24, 25 y 26 de abril de 1995, en la Sede de la Vocalía de formación del Consejo General del Poder Judicial*. *En Revista Cuadernos de Derecho Judicial 1995*.
- MUÑOZ CONDE, F./ FOFFANI, L. “Las entidades bancarias como autores o víctimas de delitos financieros. Una perspectiva comparada”. *En Revista Penal*, nº 25. Enero 2010.
- MUÑOZ CONDE, F., “Estafa de inversores” en *Derecho Penal. Parte Especial*. 20ª edición, completamente revisada y puesta al día conforme a las Leyes Orgánicas 1/2015 y 2/2015, de 30 de marzo. Edit Tirant Lo Blanch. Valencia, 2015.
- MUÑOZ CONDE, F./GARCIA ARAN, M. “*Derecho Penal. Parte General*. 9ª edición, revisada y puesta al día conforme a las Leyes Orgánicas 1/2015 y 2/2015, de 30 de marzo”. Edit. Tirant Lo Blanch. Valencia., 2015.
- MUSCO, *I nuovi reati societari*. Milano, 2007.
- MUSCO E. *I nuovi reati societari*, Milano, 2005,. El mismo autor. *i nuovi reati societari; (trattato di diritto penale dell' economie)* Giuffré Milano 2007
- MUSCO E. *Diritto penale società*, Milano 1999; ID., *I nuovi reati societari*, Milano, 2007.
- NAPOLEONI, “Art. 2623 cc”. *In Codice commentato delle nuove società*. Milano. 2006
- NAPOLEONI, *I reati societari, III. Falsità nelle comunicazioni sociali ed aggrottaggio societario*, Milano 1996;
- NAZZARO. “Il prospetto informativo” *in Magistra, Rivista di Diritto bancario e finanziario* 14 marzo 2004
fonte <http://www.tidona.com/publicazioni/marzo2004>.
- NIETO MARTIN, A. “El papel del engaño en la construcción de un delito de estafa en la UE”. *En Fraude y Corrupción en el Derecho penal económico europeo. Eurodelitos de corrupción y fraude*. (Coords): ARROYO ZAPATERO L. / NIETO MARTÍN A. Ed. UCLM. Cuenca, 2006.
- NIETO MARTIN, A. *El delito de administración fraudulenta*. Ed. Praxis. Barcelona, 1996.
- NIETO MARTIN, A. *Nociones fundamentales de Derecho Penal. Parte Especial*. Edit. Tecnos. Madrid, 2012.

NUÑEZ CASTAÑO, E. *La estafa de crédito*. Edit. Tirant lo Blanch. Monografías, 82. Valencia 1998.

OLIVARES JAMES, J.M. “En torno a los administradores de hecho en la sociedad anónima”. *En Academia Matritense de Notariado*, T. XXI, 1978.

ORTIZ NORIEGA J./ LARIOS SANCHEZ C./ PEG ROS J.C./ MONREAL DIAZ A. *Código Penal Alemán. StGB. Código Procesal Penal Alemán StPO. (En concreto Art. 264a inversión fraudulenta)* (Coord) EIRANOVA ENCINAS E. Marcial Pons, Madrid, 2000.

PACINI.C, GREINKE.A AND GUNZ.S. “Account Liability to Nonclients for Negligences in the UK, Canada, Australia and New Zealand”. *Suffolk Transnational Law Review* nº 17.2001.

PADOVANI T., “Diritto penal della prevenzione e mercato finanziario”, *in Riv. It. Dir. E proc. Pen.*, 1995.

PALMIERI, “Le false comunicazioni nella legge, e nelle successive modificazioni” *in Riv. Trim. Dir. Pen. Ec.*, 1990.

PAREDES CASTAÑON, J.M., “Los delitos de peligro como técnica de incriminación en el Derecho penal económico: bases político-criminales”. *En RDPCR, nº 11. 2003*.

PASTOR MUÑOZ, N. “La construcción de un tipo europeo de estafa” *en Fraude y Corrupción en el Derecho penal económico europeo. Eurodelitos de corrupción y fraude*. Coordinadores: ARROYO ZAPATERO L. / NIETOMARTÍN A. Edit. UCLM. Cuenca, 2006.

PASTOR MUÑOZ, N. *La determinación del engaño típico en el delito de estafa*. Edit. Marcial Pons. Madrid, 2004.

PASTOR MUÑOZ, N. “El nuevo Código Penal. Comentarios a la reforma”. *En Los delitos contra el patrimonio. La estafa de crédito y la estafa de inversiones*.

SILVA SANCHEZ, J.M. (dir). Edit. La Ley. Madrid, 2012.

PASTOR MUÑOZ, N. “La estafa de crédito y la estafa de inversiones” *En El nuevo Código penal. Comentarios a la reforma*. (dir) SILVA SANCHEZ, J. La Ley. Madrid, 2012.

PASTORELLI L. “Risparmio sui prospetti CONSOB decisivo il danno”. *Guida al Dir. 27 aprile 2002*,

PATRONO, “Vecchio e nuovo nella disciplina del falso in prospetto informativo”. *In RTDPE, 2003*. Contra, SCIUMBATA, I reati societari, Milano 2002.

PAZ-ARES, C. “Las excepciones cambiarias”. *En Derecho cambiario. Estudios sobre la ley cambiaria y del cheque*. MENENDEZ, A. (dir.). Ed. Civitas. Madrid, 1986.

PAZ-ARES, C./VELASCO CABALLERO, F., *Infracciones administrativas y autocartera en la sociedad anónima*. Ed. Mc Graw-Hill. Madrid, 1997.

PEDRAZZI *Marcati finanziari (disciplina penale) in Digesto della discipline penalistiche* Vol. VII Torino. 1983.

PERDICES HUETOS, A. “El concepto de administrador de hecho como criterio de imputación de la autoría en Derecho Mercantil”. *En Derecho Penal y de la Empresa*. CORCOY BIDASOLO, M. (dir.) y LARA GONZALEZ, R. (Coord.). Univ. Pública de Navarra. Pamplona, 2002.

PEREZ ESCOLAR, R., “Los administradores de hecho y su actuación en el tráfico”. *En Revista de Derecho Mercantil*, nº 108, 1968.

PEREZ-SERRABONA GONZALEZ, J.L. “Los mercados de valores”. *En Derecho Mercantil. Vol. 6. Contratación en el mercado de valores* (decimoquinta edición). GUILLERMO J. JIMENEZ SÁNCHEZ y ALBERTO DÍAZ MORENO (Coords.). Edit. Marcial Pons. Madrid, 2013.

PERINI, “Società e consorzi (reati di falso)”. *In Digesto discipline penalistiche*, II. Torino, 2004.

PERINI, *Il delitto di false comunicazioni sociali*, Padova 1999.

PINA, COSTA CARLOS, *Instituições e mercados financeiros*, Coimbra: Almedina, 2005.

PINEDA SALIDO, L. “La posición de los consumidores en el mercado financiero”. *En RUIZ RODRIGUEZ, L.R. Edit. Sistema penal de protección del mercado y los consumidores. Actas del II seminario internacional de Derecho penal económico*. Valencia. 2002.

PIÑOL RODRIGUEZ, J.R, entre otros, “La solución propuesta para el concurso de normas y delitos”. *En SUÁREZ-MIRA RODRIGUEZ, C. / JUDEL PRIETO, A. / PIÑOL RODRIGUEZ, J.R., Manual de Derecho penal, Parte Especial, T. II, 5ª. Edit.*, Pamplona, 2008.

PISTORELLI L. “Risparmio: sui prospetti CONSOB decisivo il danno”, *in Guida al Diritto 27 de aprile 2002*,

PISTORELLI L., BRICHETTIR., “Il falso in prospetto torna nel tuf. Concessione di crediti agli azionisti: norme in vigore dal 13 de marzo 2006”, *in Guida al diritto, 2006 vol.I,n.4*.

POLAINO NAVARRETE, M. *Lecciones de Derecho penal. Parte especial*. Tomo II. (dir) POLAINO NAVARRETE, M. Edit. Tecnos. Madrid, 2010.

PORTERO HENARES, M. “Fraudes contra los consumidores” *en Fraude y corrupción en el Derecho penal económico europeo. Eurodelitos de corrupción y fraude*. (coords) ARROYO ZAPATERO L / NIETO MARTIN A. Ed. UCLM. Cuenca, 2006.

PORTERO HENARES, M. “En La protección penal de los consumidores”. <http://www.cienciaspenales.net>

PORTOLANO A. *In Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*. Padova, 1998.

PRAT WESTERLINDH, C. “Estafa de inversores”. *En La Ley Penal. Vol. 7, nº 77. Sección estudios. Diciembre, 2010*. Edit. La Ley 14298/2010. laleydigital.es.

PUENTE ABA L.M., “El delito publicitario”, *en La protección penal de los consumidores*. Edit. CEACCU: Estudio y Documentación, 2008.

PUENTE ABA, L.M. “El art. 282 bis del Código Penal: las falsedades en la inversión en los mercados de valores.” *En RDPC, nº 7, 2012. Comunicación Ministerio de Justicia*. www.mjusticia.gob.es

PULITANO. “La riforma del diritto penale societario tra dictum del legislatore e ragione: del diritto”, *in Riv. It. Dir. Proc. Pen.* 2002.

PUENTE ABA, L.M. *Delitos económicos contra los consumidores y delito publicitario*. Edit. Tirant lo Blanch. Valencia 2002.

QUERALT JIMENEZ, J. “Delitos contra el mercado y los consumidores: fraude de emisión”. *En Derecho penal Español. Parte especial*. 4ª Edición. Edit Atelier. Barcelona, 2002.

QUERALT JIMENEZ, J. *Derecho penal Español. Parte especial*. 6ª Edición. Edit. Atelier. Barcelona, 2010.

QUIJANO GONZALEZ, J. *La responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima*. Edit. Univ. Valladolid. Valladolid, 1985.

QUINTERO OLIVARES, G. / MORALES PRATS, F. Comentarios al parte especial de Derecho Penal. CIZUR MENOR Navarra Aranzadi. 2011.

QUINTERO OLIVARES, G. “Las falsedades ideológicas”. *En Comentarios al nuevo Código Penal*. AA.VV. QUINTERO OLIVARES, G. (dir) y MORALES PRATS, F. Thomson-Aranzadi, Pamplona. 1996.

QUINTERO OLIVARES, G. “Los escándalos financieros por falsedad en la contabilidad y función del Derecho penal económico”, *en Protección penal del consumidor en la Unión Europea* (Coord. García Rivas, N.), Cuenca, 2005.

QUINTERO OLIVARES, G. “Tutela de mercado y de consumidores de información financiera adaptaciones posibles del Código Español”. *En “La armonización del Derecho penal español una evaluación legislativa”*. Año LX. Suplemento al núm. 2015. 15 de junio de 2006. Ministerio de Justicia.

RASILLO LOPEZ, E. “Actuación penal en defensa de los consumidores ante el mercado financiero único: las consecuencias de la directiva 2003/06 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado”. *En La adecuación del derecho penal español al ordenamiento de la Unión Europea: la política criminal europea*. ALVAREZ GARCIA, F.J.; MANJÓN-CABEZA OLMEDA, A.; VENTURA PÜSCHEL, A. (Coord.). Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2009.

RECALDE CASTELLS, A. “Los valores negociables ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores”. *En Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 74. Año XVIII. Edit. Lex Nova. Abril-Junio, 1999.

RECALDE CASTELLS, A. “Régimen jurídico de las OPAs. Concepto, función económica y principios de ordenación”. *En Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*. JUSTE MENCIA, J. y RECALDE CASTELLS, A. (Coords). Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2010.

RIOS CORBACHO, J.M. *El administrador de hecho en los delitos societarios*. Universidad de Cádiz, 2005.

ROBLEDO VILLAR, A. *Delitos contra el patrimonio y el orden socioeconómico*. Edit. BOSCH. Barcelona, 1997.

ROBLES PLANAS, R. “Las conductas neutrales en el ámbito de los delitos fraudulentos. Espacios de riesgo permitidos en la intervención del delito”. *En ¿Libertad económica o fraudes punibles? Riesgos penalmente relevantes e irrelevantes en la actividad económico-empresarial*. SILVA SANCHEZ, J.M (dir.). Edit. Marcial Pons. Madrid, 2003.

RODRIGUEZ ARTIGAS, F. *Consejeros Delegados. Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración*. Edit. Montecorvo. Madrid, 1971.

RODRIGUEZ FERRANDEZ, S. “Capítulo decimoséptimo: Defraudaciones” en Estudios sobre el Código Penal Reformado 2015. (dir) MORILLAS CUEVAS L. Edit Dykinson. Madrid. 2015.

RODRIGUEZ MONTAÑES, T. *La responsabilidad penal del administrador desleal y los nuevos delitos societarios*. Edit. Mc Graw-Hill. Madrid, 1997.

RODRIGUEZ MOURULLO G. *Estudios de Derecho Penal económico*, Edit. Civitas Thomsom Reuteurs Pamplona 2009.

RODRIGUEZ PUERTA, M.J. y MORON LERMA, E. "Estafa de inversores" en *Comentarios a la Reforma penal de 2010*. AAVV.(dirs) ALVAREZ GARCIA, F.J. y GONZALEZ CUSSAC, J.L. Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2010.

ROMOLOTTI, “La legge per la tutela del risparmio e la responsabilità diretta derivante da reato EX D. Lgs. N1 231/2001”. In *Società, n° 10.2001*

RONCO M. *Diritto penale dell’impresa*. Terza Edizione. Zanichelli Editore. 2012.

ROSSI, “La tutela del mercato: agiotaggio e manipolazione del mercato” In *ANTOLISEI, Manuale diritto penale. Leggi complementari*, Milano, 13 edizion, a cura di Grosso, 2007

ROTSCH, THOMAS (2012) –“Criminal compliance”, InDret I (2012), p 1 e ss, disponível em www.indret.com (accessível em 16 de Julho de 2012).

RUBIO DE CASAS, M.G., “Artículo 19. Neutralidad de la inscripción”, en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Dir. SANCHEZ CALERO, F. Madrid, 1995.

RUBIO DE CASAS, M.G., “Suplemento del folleto”, en AA.VV., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Dir. SANCHEZ CALERO, F. Madrid, 1995.

SALINAS ADELANTADO, C. “El concepto de valor negociable”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n° 63. Año XV. Julio-Septiembre, 1996.

SALINAS ADELANTADO, C. *El régimen jurídico de la prenda de valores negociables*. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 1996.

SALINAS ADELANTADO, C., “Desregulación y neoregulación en el mercado de valores”, *RDM, n° 224, abril-junio*, 1997

SANCHEZ ALVAREZ, M. *Los delitos societarios*. Ed. Aranzadi. Pamplona, 1996.

SANCHEZ ALVAREZ, M. “La responsabilidad de la CNMV observaciones al art. 92 de la Ley del Mercado de Valores”. En *Jueces para la democracia*, n° 35. 1999.

SANCHEZ ALVAREZ, M. *Los Delitos Societarios*. Edit. Aranzadi. Elcano, 1996.

SANCHEZ ANDRES, A. “Derecho del mercado de capitales”. En *Enciclopedia Jurídica Básica*. Madrid, 1995.

SANCHEZ ANDRES, A. “La acción y los derechos del accionista” en AAVV *Comentario al Régimen legal de las sociedades mercantiles*. Tomo IV. Edit. Civitas. Madrid. 1994.

SANCHEZ ANDRES, A. “La admisión de valores a cotización oficial”. *En Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 5, 1982.

SANCHEZ ANDRES, A. “Las clausulas de blindaje societario con especial referencia a las sociedades cotizadas”. *Anales de la Academia Matritense y del Notariado XXXIII*. 1994.

SANCHEZ ANDRES, A. “Opción financiera”. *En Enciclopedia Jurídica Básica*. Madrid, 1995.

SANCHEZ ANDRES, A., “Razones y problemas de la reforma proyectada de la ley del Mercado de Valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (RDBB)*, 62, abril-junio, 1996.

SANCHEZ ANDRÉS, A., La nueva legislación del mercado de valores (*Fundamentos económicos y jurídicos para la regulación de la materia*). *En Perspectivas actuales del Derecho mercantil*, (Coord). SANCHEZ CALERO, F.), Pamplona, 1995.

SANCHEZ CALERO, F., *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1995.

SANCHEZ GARCIA, I., “El nuevo delito publicitario (art. 282 del Código Penal)”: *Actualidad Penal*, nº 29, 1997.

SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J. “Contra la publicidad engañosa”. *En <http://jsanchezcalero.blogspot.com.es>*. 2011-2012.

SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y TAPIA HERMIDA, A. “El abuso de información privilegiada (insider trading) y operaciones de iniciados” *en Revista de derecho bancario y bursátil(RDBB)*. Nº 28. 1987.

SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Artículos 28 y 29”, en AA.VV., Régimen jurídico. CITA 164.

SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones” en AA.VV. *Derecho de sociedades anónimas*. Coord. ALONSO UREBA, A., DUARTE DOMINGUEZ, J., ESTEBAN.

SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Régimen jurídico de las emisiones y oferta pública de venta (OPVs) de valores”. *En Comentarios sistemática del Real Decreto 291/1992*, Madrid, 1993.

SANCHEZ-CALERO GUILARTE, M. “Artículo 15. Contenido ordinario del folleto”. *En Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*. Madrid, 1995.

SANCHEZ-CALERO GUILARTE, M. “Artículo 8. Normas Generales”. *En Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores. Comentario sistemático del Real Decreto 291/1992*. Madrid, 1995.

SANTANA VEGA, D. y ESTUPIÑAN CACERES, R. cit., *Protección penal del Consumidor en la Unión Europea*. Coord. GARCIA RIVAS, N. Ediciones UCLM, 2005.

SANTANA VEGA, D./GOMEZ MARTIN, V. “Art. 282 bis”. *En Comentarios al Código Penal. Reforma LO 5/2010*. CORCOY BIDASOLO-MIR PUIG (Dir.) Edit. Tirant Lo Blanch. Valencia. 2011.

SANTANA VEGA, D./GOMEZ MARTIN, V. en *Comentarios al Código Penal Reforma L.O. 5/2010*. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 2011.

SANTORIELLO. *La disciplina penales d'ell' economic*. Torino 2008.

SANTORIELLO, *Il nuovo diritto penale delle società*. Torino, 2003.

SANTORIELLO, *Il nuovo diritto penale delle società*. UTET. Torino, 2003.

SARAZÁ JIMENA, R. <http://www.elderecho.com/mercantil/nueva-regulacion-publicidad-ilicita...>

SAVONA P. “Tutela del risparmio, tutela dei risparmiatori e finanziamento dello sviluppo: un difficile ma necessario equilibrio”, in <http://www.unicreditreviews.eu/uploads>.

SCHÜNEMANN, “La denominada crisis financiera ¿Un reto para la justicia?. En *Nuevos instrumentos jurídicos en la lucha contra la delincuencia económica y tecnológica*. ROMEO CASANOVA, C.M. y FLORES MENDOZA, F. (Editores). Grupo de Trabajo Derecho, Ciencia, Tecnología e Innovación. Edit. Comares. Granada, 2012.

SCHÜNEMANN, BERND (2002)- “Responsabilidad penal en el marco de la empresa. *Dificultades relativas a la individualización de la imputación*” in ADPCP, LV (2002).

SEMINARA. “Il falso in prospetto”, in AA.VV, *il nuovo diritto penale delle società*, a cura di Alessandri, Ipsoa, 2002.

SEMINARA. “False comunicazioni sociali, falso in prospetto en nella revisione contabile e ostacolo alle funzioni, dell autorita vi vigilanza, falso in prospetto”, in AA.VV., *Il nuovo diritto penale*. D.Ig. 11 aprile 2002, n.61, a cura di Alessandri, Milano, 2002.

SEMINARA “Nuovi illeciti penali amministrative nella sulla tutela del risparmio” in *Diritto penale e processo* 2005.

SEMINARA.”Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazione privilegiata e di manipolazione del mercato” in *Dir. Pen. Proc.* 2006.

SEMINARA, “False comunicazioni sociali, falso in prospetto en ella revisione contabile e ostacolo alle funzioni delle autorità vigilanza”. In *Diritto penale e Procedura*. 2002.

SEMINARA, *Nuovi illeciti penali e amministrativi nella legge sulla tutela del risparmio*. In *Diritto penale e procedura*. 2006.

SEQUEROS SAZATORNIL, F./DOLZ LAGO, M.J. *Delitos societarios y conductas afines. La responsabilidad penal y civil de la sociedad, sus socios y administradores, 3ª edición. Adaptado a las últimas reformas: Ley 14/2013 de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores*. La Ley, 2013.

SERRANO GONZALEZ DE MURILLO, J.L. “Delitos contra los intereses económicos de los consumidores y estafa”. *Revista Estudios penales y criminológicos* Vol. XXXI (2011).

SGUBBI, F. Il falso in prospetto. En *Diritto penale del mercato finanziario*.

SGUBBI, F. *Il falso in prospetto*, In *Le nuove regole del Mercato finanziario*, Padova, 2009.

SGUBBI, F. *Il falso in prospetto*, In *Le nuove regole del Mercato finanziario*, Padova, 2008.

SGUBBI, F.; FONDAROLI, D. y TRIPODI, A.F. Ed. Cedam Padova. Padova (Italia), 2008.

SGUBBI, FONDAROLI, D. y TRIPODI, A.F. *Diritto penale del mercato finanziario*. Padova, 2008.

SGUBBI F./ FONDAROLI D. /TRIPODI AF. *Diritto penale del mercato finanziario*. Seconda Edizione. CEDAM 2013

SGUBBI F. “Il Falso in prospetto”, en *Diritto penale del mercato finanziario*. Seconda Edizione. CEDAM 2013.

SGUBBI F. *Il Falso in prospetto in Le nuove regole del mercato finanziario*, a cura di Galgano a Roversi Monaco, Padova, 2009.

SGUBBI F. *Il Falso in prospetto in Le nuove regole del mercato finanziario*, Padova, 2008.

SGUBBI F. “Il risparmio come oggetto di tutela penale” in *Giurisprudenza commerciale*, 2003.

SHULMAN. H. “Civil Liability and the Securities Act”. *Yale Law Journal* n° 43. 1933.

SOLAIMAN. S.M ,“Statutory Civil liabilities of corporate gatekeepers for “defective prospectuses” in Australia, USA, UK and Canada; a comparison”.. *Comparison Law, Company Lawyer*. Australia .2014 35

SICLARI, “Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione” in *Riv. Trim. Dir. Pubbl.* 2009.

SILVA SANCHEZ, J.M., (dir) PASTOR NUÑEZ, N. (Coord) Obra colectiva AAVV (ROBLES PLANAS, CARLOS GOMEZ JARA, SILVA SANCHEZ). “El delito de estafa de inversores (art. 282bis)”. En *El nuevo Código penal comentarios a la reforma*. Edit. La Ley. Madrid, 2011.

SILVA SANCHEZ, J.M. “Ingenieria financiera y Derecho penal”. En *Cuadernos de Derecho Judicial*. N° 9, 1999.

SILVA SANCHEZ, J.M. “Los delitos patrimoniales y económico-financieros”. *Tribuna LA LEY*. En *www.diariolaley.es*. 23 de Diciembre de 2010.

SILVA SANCHEZ, J.M. *Simulación y deberes de veracidad Derecho Civil y Derecho Penal: dos estudios de dogmática jurídica*. Edit. Civitas. Madrid, 1999.

SOLAZ SOLAZ, E. “De las defraudaciones a consumidores. Especial referencia a la estafa (art. 248 a 251 CP)”. En *La Protección penal de los Consumidores*. Edit. CEACCU/Estudios y documentación. 2008.

SORDINO Marie Christine. *Droit penal des affaires* 2ª edition BREAL, 2012.

STAMPA BRAUN, J.M./BACIGALUPO ZAPATER, E. *La reforma del Derecho penal económico español (Informe sobre el título VIII del Proyecto de Código Penal de 1980)*, Madrid, 1980.

S.P.HO, “Recent development: a missed opportunity for “Wall Street Reform”: secondary liability for Securities Fraud after the Dodd-Frank Act”. *Harvard Journal of Legislation* n° 49. 2012.

STEVEN MARK LEVY, *Regulation of Securities: SEC Answer Book*, Fourth Edition. Ed. Wolters Kluwers Law&Business. 2015

SUAREZ GONZALEZ, C.J., “Delitos relativos al mercado y a los consumidores”, en BAJO FERNANDEZ, M., (dir.), *Compendio de Derecho Penal (Parte Especial)*.II, Madrid, 1998.

TALEGON RAMOS, B. *El delito publicitario del art. 282 de CP*. AFDUA. 2004.

TAMARIT SUMALLA, J.M., “La tutela penal de los intereses de los consumidores” en *la actividad publicitaria: problemas fundamentales: Cuadernos de Política Criminal*, nº 41 1990.

TAPIA HERMIDA, “Las ofertas públicas de adquisición de valores”. En *Los mercados financieros*. CONLLEDO, F. y PALOMO ZURDO, R.J. (dirs). Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2013.

TAPIA HERMIDA, A. J. “El desarrollo reglamentario del Régimen de las emisiones y ofertas públicas de ventas de valores”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 45, 1992.

TAPIA HERMIDA, A. J. “Los folletos informativos en el mercado de valores: La Orden de 12 de julio de 1993”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 51, 1993.

TAPIA HERMIDA, A. J. “Sociedades Anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición”. En *Monografías*, nº 9. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*. Edit. La Ley. Madrid, Junio 2012.

TAPIA HERMIDA, A. J., “Modificación de la normativa reglamentaria sobre transparencia en el mercado de valores. El Real Decreto 1968/2012”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 129, 2013.

TAPIA HERMIDA, A. J., “Modificaciones del folleto” En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Nº 129/Enero-Marzo, 2013.

TAPIA HERMIDA, A.J. “Asesoramiento en materia de inversión: Guía de la CNMV de 23 de diciembre de 2010”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 121, 2011.

TAPIA HERMIDA, A.J. “La Responsabilidad administrativa y civil de los administradores y directores generales de las Sociedades y Agencias de valores”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Año XIX. Ed. Lex Nova. Enero-Marzo 2000.

TAPIA HERMIDA, A.J. “Las normas de actuación en los mercados de valores”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 50, 1993.

TAPIA HERMIDA, A.J. y GUTIERREZ GARCIA, A. “Las obligaciones hipotecarias emitidas por particulares. Su inscripción en los Registros Mercantiles y de la Propiedad y su ubicación en el ámbito de aplicación de la LMV (comentario a la RDGRN de 5 de noviembre de 1990)”. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 42. 1991.

TAPIA SANCHEZ, R. “Consecuencias civiles por inexactitudes u omisiones del folleto informativo de OPA/OPS”. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (RDBB)*. Octubre-Diciembre, 2003.

TERRADILLOS BASOCO, J.M. “De la protección penal del inversor” En *Seminario europeo sobre derecho penal del consumidor*. UCLM. Albacete, 2005.

TERRADILLOS BASOCO, J.M. “Globalización, administrativación y expansión del Derecho penal económico”. En *Estudios de Derecho penal de la empresa*. ACALE SANCHEZ, M./TERRADILLOS BASOCO, J.M. (Coord.) Madrid, 2009.

TERRADILLOS BASOCO, J.M. “La protección penal del inversor” en *Protección penal del consumidor en la Unión Europea*, Coordinador GARCIA RIVAS, N. Ed. UCLM. Cuenca. 2005.

TERRADILLOS BASOCO, J.M. *Delitos societarios. El Derecho penal en las sociedades mercantiles a la luz de nuestra adhesión a la CEE*. Edit. Akal/Iure. Madrid, 1987.

TERRADILLOS BASOCO, J.M., “Peligro abstracto y garantías penales”, en QUINTERO OLIVARES, G., y MORALES PRASTS, F., (coord.), *El nuevo Derecho Penal Español. Estudios Penales en Memoria del Profesor José Manuel Valle Muñiz*, Pamplona, 2001.

TERRADILLOS BASOCO, J.M., *Delitos contra la vida y la salud de los trabajadores*, Valencia, 2002.

TIEDEMANN, K. *Eurodelitos. El Derecho Penal económico en la Unión Europea*. Ed. UCLM. Cuenca, 2004.

TIEDEMANN, K. *Manual de Derecho penal económico. Parte General y Especial*. Tirant lo Blanch. Valencia, 2010.

TIEDEMANN/NIETO. *Eurodelitos, el Derecho penal económico en la Unión Europea*. Ed. UCLM. Cuenca, 2003.

TOMASIC. R “Corporate Collapse, Crime and Governance-Enron, Andersen and Beyond”. *Australian Journal of Corporate*.

TRIPODI A.F. “L’ ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob” en *Diritto penal del mercato finanziario*. Segunda Edizione. CEDAM 2013.

TUERO GONZALEZ. A, “El art.282 bis” en *Código Penal comentado*, (dir) ROMA VALDES A. (Edit) Bosch. Barcelona. 2015.

URETA DOMINGO, J.C. “Las instituciones del mercado: Brokers y dealers, las sociedades y agencias de valores y bolsa”. En *Curso de Bolsa y mercados financieros*. Barcelona, 1996.

VASQUES, SÉRGIO (1997) – A manipulação do mercado de valores mobiliários, Valadares: APDMC, 1997.

VALLE MUÑIZ, J.M. *Comentarios al nuevo Código Penal*. VV.AA Edit. Aranzadi, 1996

VALLE MUÑIZ, J.M., “Art. 282”, en QUINTERO OLIVARES, G. (dir). *Comentarios a la parte especial del Derecho Penal*. Pamplona 1996.

VALMAÑA OCHAITA, M. “Distintos aspectos del Régimen sobre el folleto en supuestos de OPV o admisión a cotización” *Directiva 2003/1/CE del Parlamento y del Consejo RDS nº 23/04*.

VALMAÑA OCHAITA, M. “El folleto de la OPA”. En *Derecho de OPAs. Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*. JUSTE MENCIA, J. y RECALDE CASTELLS, A. (Coords). Ed. Tirant lo Blanch. Valencia, 2010.

VALMAÑA OCHAITA, M. *Algunas consideraciones sobre el marco jurídico protección del inversor en Derecho español*. Ed. UCLM. Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca. SPCS. Documento de trabajo 2008/1.

VALMAÑA OCHAÍTA, M., *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de suscripción y venta de valores*, La Ley-Wolters Kluwer, Madrid, 2006.

VALMAÑA OCHAITA, M. “Protección penal inversor algunas consideraciones doble el marco jurídico y protección del inversor en Derecho español”. Universidad de Castilla-La Mancha (UCLM). *Documento de trabajo 2008/1* Madrid, 2012.

VAUPLANE H/SIMART O. “Delits boursiers propositions de reforme pour une repartitiondes competences repressives selon le caractere economique ou moral d’infraction” *Revue Droit bancaire et bourse* 1997,

VEIGA, ALEXANDRE BRANDÁO DA (2001) – Crime de manipulação, defesa e criação de mercado, Coimbra: Almedina, 2001.

VELASCO, G., GARCIA VILLAVERDE, R y SANCHEZ CALERO, F., Tomo II. *Capital y Acciones* Vol. 2. Madrid, 1994.

VELLA FRANCESCO. *Comentario T.U.F. Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni. Tomo II artt.101 bis-216. Artt. 1-43 d.lgs. 27 gennaio 2010, n.39.*G Giappichelli Editore, Torino, 2012.

VIANA BALLESTER, C. “Los delitos de estafa: arts 249 y 250 CP” *en Comentarios a la Reforma del Código Penal de 2015* 2º Edit. (dir). GONZALEZ CUSSAC J.L, (coords) GORRIZ ROYO E./MATALLIN EVANGELIO A. Edit Tirant Lo Blanch . Valencia. 2015.

VILLACAMPA ESTIARTE, C. “Las falsedades contables en el Proyecto de ley Orgánica de modificación del Código Penal de 2007”. *En La adecuación del Derecho Penal español al Ordenamiento de la UE.* ALVAREZ GARCÍA, F.J. (dir). Edit. Tirant lo Blanch. Valencia, 2009.

RUGGIERO V.,” Financial crime after the crisis in the UK”. *Journal Article: Tackling Illegal Economies. Middlesex University. London.*2013.

WAN K.S., “Gatekeeper liability versus regulation of wrongdoers”. *Ohio Northern University Law Review* nº 2010.

WOLFGANG WOHLERS/TILO MUHLBAUER. “Kapitalanlagebetrug”. 284a. münchenr kommentar zum strafgesetzbuch band nº5 263-358 stgb n2 avflage verlag c.h beck munchen 2014. Bandredaktüre HEFENDEHL ROLLAND/HOHMAN OLAF/2014.

ZABALA LOPEZ-GOMEZ, C. *Los delitos bursátiles.* La ley. Madrid 2011.

ZANNOTTI R., *Il nuovo diritto penale dell’economia. Reati societari in materia di mercato finanziario.*Seconda edizione. Giuffré Edit Milano, 2008.

ZANNOTTIR., *Il nuovo diritto penale dell’economia,* ill Edit. Milano, 2008

ZANNOTTI R.“Falsita di prospetto (ex art. 18 L. 216/74) e tutela penale dell’informazione societaria”*in Banca Borsa,* 1992, II.

ZANNOTTI R., “Il falso in prospetto” (art 2623), *in I nuovi reati societari: diritto e proceso,* a cura di Giarda e Seminara, Padova, 2002.

ZANNOTTI, “Il falso in prospetto”, in AA.VV, *il nuevo diritto penale delle società,* a cura dei Alessandri, Iposoa, 2002.

ZUNZUNEGUI, F. *Ley del mercado de valores: Concordancias, jurisprudencia y comentarios.* Edit. Colex, Madrid, 2006.

JURISPRUDENCIA Y LEGISLACIÓN:

Boletín oficial de las Cortes Generales. Congreso de los Diputados VIII legislatura serie A. Proyectos de Ley 15 Enero.

BOULOC: Banque et droit 1997 n°55 p.34 note H de VAUPLANE.

C A Paris 8 oct. 1999 Revue de science criminelle et le droit penal comparé 1999 pg. 604 note/ RIFFAUT en Revue trimestralle de droit commercial et de droit économique. CAS CRIM 15 mai 1997. Revue des sociétés 1998 pag.135;note B.

CAS CRIM 29 nov. 2000 Bulletin des arrêts de la Cour de cassation (chambre criminelle) 2000 n° 359

CASSAZIONE Civile, 03.03.2001, n. 3132. In *Corriere Giuridico*, 7. 2001.

CASSAZIONE penale, 28.02.1991. In *Cassazione Penale*. 1991.

Cassazione penale, Sez. V, 13.01.2004, n. 10438. In *Cassazione Penale*, 2005.

Cassazione penale, Sez. V, 19.09.2005, n. 45714. In *Rivista Penale*, 2006.

Cassazione penale, Sez. V, 25.01.2005. In *Rivista penale*. 2005.

CASS PEN, SEZ, Un 26 de marzo de 2003 in FI 2003 II, p, 586, con notas de TESAURO Y NICOSIA. Aunque en la doctrina la tesis diametralmente opuesta fue sostenida por DONINI, Abolitio criminis e nuovo falso in bilancio. Struttura e offensivita delle false comunicazioni sociali (art. 2621 y 2622 Código Civil Dopo il D. legisl. 11 aprile 2002, n. 61 in CP 2002, pg. 1240 ss. También, en el mismo sentido supra comentado por la jurisprudencia (el hecho que no se reclama que la conducta haya causado un daño patrimonial) PLANTAMURA, Alle soglie del falso in RDTDPE 2003, pg. 1252 y siguiente, especialmente página 1256.

CODE MONÉTAIRE et financier art. L465/1, al 1er et 4 ; también art L 465/2

COUR D'APPEL C.A Paris 8 oct 1999 Revue de science crimenelle et de Droit penal comparé 1999, pg 604. También RIFFAULT J. en Revue trimestrelle de Droit commercial et de droit économique 1999

COUR D'APPEL Paris 15 janvier 1992; Revue trimestrelle de Droit Civil 1992 pg 884 note BOUZAT P.

COUR DE CASSATION, chamber crimenelle 17 mai 2006 Credit Lyonnais: droit penale 2006 cmm 114 observaciones de H. ROBERT.

COURT DE CASSATION, Chambre criminelle 23 mars 2011: Droit des sociétés 2011, comm. 121, Obs R. Salomon. También ver Lepage A./Maistre du Chambon P./ Salomon R. Op cit (Droit pénale des affaires,)

COURT DE CASSATION , chambre commerciale 18 nov 2008 comentado en LAPAGE A. /MAISTRE DU CHAMBRON/A. SALOMON R. op cit (Droit penal des affaires) pg 483.

CMVM (2009)- Contra-ordenações e crimes no mercado de valores mobiliários, O sistema Sancionatório ,a evolução legislativa e as infracções imputadas desde 1991, Lisboa: CMVM, 2009.

Corte d'Appello di Milano, 24.09.2003, n. 2841. In *Corriere Giuridico*, n. 7. 2004.

CORTES GENERAL Diario de sesiones del Congreso de los Diputados. Comisiones. Año 2010 IX legislatura n° 522. Justicia Presidencia del Excmo. Sr. Álvaro Cuesta Martínez. Sesión n° 26. Diario de sesiones del Congreso de los

Diputados. Pleno y Diputación permanente. Año 2010 IX legislatura nº 160. Sesión plenaria nº 151. 29 de abril de 2010.

Diario de sesiones del Congreso de los Diputados. Pleno y Diputación permanente. Año 2010 IX legislatura nº 160. Sesión plenaria nº 151. 29 de abril de 2010.

Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001.

Directiva 2003/06/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003.

Directiva 2003/124/CE de la Comisión de 22 de diciembre de 2003.

Directiva 2003/125/CE de la Comisión de 22 de diciembre de 2003.

Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, 4 de noviembre de 2003.

Directiva 2004/109 CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de diciembre de 2004 sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34 CE.

Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de diciembre de 2004 sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34 CE.

Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril.

Directiva 2006/114, artículo 2.

EXPANSION. Finanzas & Mercados. Viernes, 12 de diciembre de 2014.

Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas, elaborado por la Comisión Aldama, en cuyo punto II.1.

Informe del Consejo de Estado al Anteproyecto de ley orgánica por la que se modifica la ley orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código penal. El citado informe es de fecha 30 de octubre de 2009.

Informe del Consejo Fiscal sobre el Anteproyecto de Ley Orgánica por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código Penal.

Informe FESCO: Implementation of article 11 of the ISD categorization of the investors for the purpose of conduct of business rules. Marzo, 2002.

Informe presentado por la Comisión de estudios con relación al Anteproyecto de ley orgánica por la que se modifica la ley orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código penal. Consejo General del poder judicial. Madrid 2009.

Orden EHA 2899/2011 de 28 de octubre.

Proyecto de ley 121/000052. Aprobación por el Pleno del proyecto de ley orgánica por la que se modifica la ley orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código penal. Congreso de diputados 29 de abril de 2010 y en el BOCG 6 de mayo de 2010.

Proyecto de ley 121/000052. Proyecto de ley orgánica por la que se modifica la ley orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código penal. BOCG IX legislatura. Serie A. Proyecto de ley 16 de diciembre de 2009.

Proyecto de ley 121/000052. Proyecto de ley orgánica por la que se modifica la ley orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código penal. BOCG IX legislatura. Serie A. Proyectos de ley 23 de diciembre de 2009.

Proyecto de Ley de 15 de Enero de 2007.

Proyectos de ley 10, 17, 24 de febrero y 3 marzo. Diario de sesiones del Congreso de los Diputados. Pleno y Diputación permanente. Año 2010 IX legislatura nº 146. Sesión plenaria nº 137. 11 de marzo de 2010.

Real Decreto 1310/2005. Artículo 35.

Real Decreto 1310/2005. Artículo 36.

Real Decreto 1310/2005. Artículo 37.

SAP de Granada de 3 de abril de 2000.

STA Tribunal Supremo 59/2007 de 26 de enero. Ponente Martínez Arrieta.

STS 867/2002, de 29 de julio.

STS sala III 9 octubre 2008.

STSJ de Madrid de 4 febrero 1998.

T. corr. Paris 10 june 1994 les petites affiches 7 dec. 1994 p. 22, note DU COULOU-FAVARD.

T. corr. Paris 20 dic. 1990 Gazette du Palais 1991 june pr. Pg 461 note MARCHI J-P.

Tribunal correctionnel Paris, 9 janvier 2004. También ver Lepage A./Maistre du Chambon P./ Salomon R. Op cit (Droit pénale des affaires, pg 465)

(2000 b) – O novo regime dos crimes e contra-ordenações no Código dos Valores Mobiliários, Coimbra: Almedina, 2000

DIRECCIONES DE INTERNET DE INTERÉS PARA LA MATERIA DE LA TESIS:

www.sec.gov

<http://www.ukessays.com/essays/accounting/the-enron-scandal-and-ethical-issues-accounting-essay.php>

Carroll&Buchholtz 2008.

Answers.com 2010.

Corporate Narc, nd.

CBSnews.com, 2006.

Answers.com, 2010.

http://www.nytimes.com/2011/11/08/business/in-sec-fraud-cases-banks-make-and-break-promises.html?pagewanted=all&_r=2&

URL to article: <http://www.mainjustice.com/2014/04/25/sec-joins-manhattan-da-to-probe-christies-diversion-of-port-authority-funds/>

<http://www.reuters.com/article/2014/03/30/us-sec-wyly-idUSBREA2T09F20140330>

<http://legaltimes.typepad.com/blt/2013/12/sec-strikes-out-in-court-in-kansas-fraud-case.html>.

La SEC imputa a Goldman Sachs de estafa. Posted by Jenna Greene on April 16, 2010 at 01:09 PM | Permalink | Comments (5) | TrackBack (0)

Goldman Sachs was sued by SEC for fraud and its contribution to the subprime crimes. See details “Goldman Sachs Fraud Charges filed by SEC over subprime Mortgage securities”, J.Gallu and C.Harper Huffington Post, April 16, 2010, “Goldman Shares Tumble on SEC fraud allegations”, April 16, 2010. Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/news/2010-04-16/goldman-sachs-sued-by-sec-for-fraud-over-mortgage-backed-cdos-shares-drop.html>

S.M Solaiman, “Statutory civil liabilities of corporate gatekeepers for defective prospectuses in Australia, USA, UK and Canada: a comparison”. Journal Article. Comparison Law 35 (4), Australia 2014.