



Universitat Autònoma de Barcelona

Facultad de Derecho

Departamento de Derecho Privado

Estudio de Doctorado en Derecho Privado

**LA RESPONSABILIDAD CIVIL POR «ABUSO DE MERCADO»
EN EL MERCADO DE VALORES**

Tesis doctoral

Autora:

Carolina Upegui Villegas

Directores:

Prof. Dr. Rafael Arenas García

Prof. Dr. Crístian Oró Martínez

Septiembre de 2014

Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Barcelona

Departamento de Derecho Privado

Estudio de Doctorado en Derecho Privado

Tesis doctoral

**LA RESPONSABILIDAD CIVIL POR «ABUSO DE MERCADO» EN
EL MERCADO DE VALORES**

Carolina Upegui Villegas
Doctoranda

Prof. Dr. Rafael Arenas García
Director

Prof. Dr. Cristian Oró Martínez
Director

A Renato, sin ti esta travesía no hubiera sido posible.

A mi hermana, la mejor amiga soñada.

A mi madre y mi tía, por todo su afecto.

A mi padre, quien se fue y sigue conmigo.

ÍNDICE

	Pág.
ABREVIATURAS.....	13
INTRODUCCIÓN.....	17
PARTE I. APROXIMACIÓN GENERAL AL «ABUSO DE MERCADO» Y SU REGULACIÓN EN EL DERECHO DE LA UNIÓN EUROPEA	
Consideraciones generales.....	23
CAPÍTULO I. ANTECEDENTES DEL «ABUSO DE MERCADO» Y SU REGULACIÓN ANTES DE LA DIRECTIVA 2003/6/CE (DIRECTIVA SOBRE EL ABUSO DE MERCADO)	
1. EL DERECHO INGLÉS.....	25
1.1. El abuso de mercado como una vieja preocupación en la ordenación de los mercados financieros.....	25
1.2. <i>The Brokers Act</i> de 1697 (<i>Act to restrain the number and ill practice of brokers and stock-jobbers</i>).....	26
1.3. Las burbujas financieras generadas por las compañías comerciales y su conexión con el abuso de mercado: La <i>South Sea Bubble</i> de 1720.....	31
1.4. El <i>Barnard's Act</i> de 1733 -1734.....	36
1.5. Las acciones por <i>misrepresentation</i> como antecedentes de la regulación de las manipulaciones informativas.....	40
1.6. Elementos subjetivos problemáticos en la delimitación del abuso de mercado.....	49
1.7. La evolución de la regulación del abuso de mercado desde el <i>Prevention of Fraud (Investments) Act</i> de 1939 y antes del <i>Financial Services Act</i> de 1986.....	57
1.8. El <i>Financial Services Act</i> de 1986 y el <i>Criminal Justice Act</i> de 1993.....	62
1.9. El <i>Financial Services and Markets Act</i> de 2000.....	70
1.10. Reformas legislativas para ajustar el derecho inglés a la DAM.....	79
1.11. Algunos casos judiciales para ilustrar el fenómeno del abuso de mercado en el derecho inglés.	86
2. EL DERECHO ESTADOUNIDENSE.....	90
2.1. La especulación y la manipulación con derivados como fuente de regulación del abuso de mercado.....	92
2.2. Algunos casos de interés relacionados con el abuso de mercado sobre derivados..	100
2.3. El <i>Securities Act</i> de 1933.....	103
2.4. El <i>Securities Exchange Act</i> de 1934.....	109
2.4.1. El <i>Exchange Act</i> y la manipulación del mercado.....	109
2.4.2. El <i>Exchange Act</i> y el <i>insider trading</i>	117
2.5. El papel de la SEC y de los jueces en la regulación del abuso de mercado.....	122
2.5.1. La teoría de la apropiación indebida y su importancia para la regulación del <i>insider trading</i>	126
2.5.2. Algunas críticas a la teoría de la apropiación indebida consignada en <i>O'Hagan</i> ...	131
CAPÍTULO II. LA REGULACIÓN COMUNITARIA DEL «ABUSO DE MERCADO» A TRAVÉS DE LA DAM Y DEL RAM	
Planteamiento general.....	139
1. EL DERECHO DE LA UNIÓN EUROPEA ANTES DE LA DAM.....	141
1.1. El Acta Única Europea de 1986 y el Plan de Acción de Servicios Financieros de 1999.....	141

1.2. El Consejo de Lisboa de 2000.....	147
1.3. El proceso «Lamfalussy» y la DAM.....	153
1.4. MIFID y su aporte a la regulación del abuso de mercado.....	154
1.5. La normativa que reemplazará a MIFID y su relación con el abuso de mercado.....	160
1.6. El Código de Conducta Europeo de 1977.....	167
1.7. La Directiva 89/592/CEE sobre operaciones con información privilegiada («Directiva de iniciados»).....	172
1.7.1. La propuesta de «Directiva de iniciados».....	172
1.7.2. La «Directiva de iniciados».....	177
1.7.3. Algunas decisiones judiciales del Tribunal de Justicia de la Unión Europea relacionadas con la «Directiva de iniciados».....	180
1.7.3.1. Asunto C-28/99.....	180
1.7.3.2. Asunto C-384/02.....	181
1.7.3.3. Asunto C-391/04.....	184
2. LA DAM Y SU TRANSPOSICIÓN AL DERECHO ESPAÑOL.....	186
2.1. La Directiva 2003/6/CE, del 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado).....	186
2.1.1. La DAM y sus conceptos fundamentales.....	190
2.1.1.1. La información privilegiada y la prohibición de su uso.....	190
2.1.1.2. La manipulación del mercado.....	200
2.1.1.3. Los instrumentos financieros y los mercados regulados (el ámbito de aplicación objetivo de la DAM).....	206
2.1.1.4. La propuesta de Reglamento (propuesta RAM) y sus modificaciones al ámbito de aplicación objetivo de la DAM.....	208
2.1.2. Normas de prevención del abuso de mercado.....	213
2.1.3. Normas sobre la detección, investigación y sanción del abuso de mercado.....	220
2.1.4. Excepciones y exenciones.....	229
2.1.5. La importancia de los asuntos C-45/08 y C-445/09 para la regulación del abuso de mercado.....	235
2.2. La DAM y su transposición al derecho español.....	239
2.2.1. La Ley del Mercado de Valores (LMV) y el abuso de mercado.....	240
2.2.2. El abuso de mercado y el derecho penal.....	250
2.2.2.1. La ley penal y el abuso de información privilegiada.....	253
2.2.2.2. La ley penal y la manipulación del mercado de valores.....	258
2.2.2.3. Reflexión final sobre la ley penal y el abuso de mercado.....	262

**PARTE II. PROPUESTA DE UN RÉGIMEN ESPECÍFICO DE RESPONSABILIDAD CIVIL
POR «ABUSO DE MERCADO»**

Consideraciones generales.....	271
--------------------------------	-----

CAPÍTULO I. EL FUNDAMENTO DE LA RESPONSABILIDAD CIVIL POR «ABUSO DE MERCADO» Y SU ÁMBITO OBJETIVO DE APLICACIÓN.

1. EL FUNDAMENTO DE LA RESPONSABILIDAD CIVIL POR «ABUSO DE MERCADO».....	273
1.1. Fundamentos económicos de la regulación comunitaria del abuso de mercado.....	275
1.1.1. El proceso de formación de los precios y su deseable transparencia para conseguir mercados de valores más eficientes.....	277
1.1.2. La eficiencia informativa de los mercados de valores.....	284
1.1.3. La protección de la confianza de los inversores.....	293
1.2. Fundamentos jurídicos de la responsabilidad civil por abuso de mercado.....	298
1.2.1. El bien jurídico protegido desde la responsabilidad civil.....	301
1.2.2. La responsabilidad civil por abuso de mercado: ¿objetiva o subjetiva?.....	308
1.2.2.1. Reflexiones generales.....	308
1.2.2.2. El fundamento subjetivo de la responsabilidad civil por abuso de mercado.....	318

2. LOS MERCADOS Y LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS A LOS QUE SE APLICA LA REGULACIÓN POR ABUSO DE MERCADO.....	322
2.1. Los mercados regulados y el abuso de mercado.....	323
2.1.1. Algunos problemas de regulación relacionados con el abuso de mercado.....	328
2.1.1.1. Los Credit Default Swaps (CDSs).....	328
2.1.1.2. Las ventas en corto.....	330
2.1.1.3. Las agencias calificadoras de riesgo y los <i>hedge funds</i>	332
2.1.1.4. Las <i>stock-options</i> u opciones sobre acciones.....	333
2.1.1.5. La innovación financiera y el abuso de mercado.....	334
2.1.2. Los mercados no regulados y la responsabilidad civil por abuso de mercado.....	339
2.2. Los instrumentos financieros a los que se aplica la regulación por abuso de mercado.....	348
2.2.1. Antecedentes generales.....	350
2.2.1.1. El término “valores negociables”.....	350
2.2.1.2. El término “instrumentos financieros”.....	357
2.2.2. Noción de instrumento financiero.....	364
2.3. Reflexión final sobre el ámbito de aplicación objetiva del abuso de mercado desde la responsabilidad civil. Propuesta específica.....	375
3. ALGUNAS CUESTIONES DE DIPr. RELACIONADAS CON EL ABUSO DE MERCADO.....	378
3.1. Reflexiones generales.....	378
3.2. Las normas regulatorias de los mercados de valores que influyen en el abuso de mercado y el principio del Estado miembro de origen.....	383
3.3. La responsabilidad civil por abuso de mercado: algunas cuestiones conflictuales...	400
3.3.1. EL RRI y la responsabilidad civil por abuso de mercado.....	405
3.3.1.1. Régimen general.....	408
3.3.1.2. Regímenes especiales.....	415
3.3.1.3. Conclusión.....	424
3.3.2. EL RRII y la responsabilidad civil por abuso de mercado.....	426
3.3.2.1. Régimen general.....	428
3.3.2.2. Regímenes especiales.....	431
3.3.2.3. Conclusión.....	437
CAPÍTULO II. EL RÉGIMEN DE LA RESPONSABILIDAD CIVIL POR «ABUSO DE MERCADO»	
1. EL ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.....	439
1.1. El hecho generador del daño: La realización de operaciones con información privilegiada, su uso y divulgación indebidos.....	439
1.1.1. La información privilegiada.....	439
1.1.2. La naturaleza de la información privilegiada.....	449
1.1.3. Las conductas prohibidas en el abuso de información privilegiada.....	452
1.1.4. Planteamiento general.....	461
1.2. Los sujetos responsables por abuso de información privilegiada.....	465
1.3. El daño y los perjudicados.....	473
1.3.1. El carácter perjudicial del <i>insider trading</i>	473
1.3.2. El interés concreto en la negociación o cotización de un instrumento financiero...	482
1.3.3. El cálculo de los beneficios/perjuicios.....	488
2. LA MANIPULACIÓN DEL MERCADO.....	499
2.1. El hecho generador del daño.....	499
2.1.1. La esencia de la manipulación del mercado de valores.....	507
2.1.2. Las manipulaciones operativas.....	510
2.1.3. Las manipulaciones informativas.....	514
2.1.4. Conductas legítimas.....	522
2.1.5. Planteamiento general.....	526

2.2. Los sujetos responsables por manipulación del mercado.....	526
2.3. El daño y los perjudicados.....	533
3. Esquema del régimen especial de la responsabilidad civil por abuso de mercado.....	549
CONCLUSIONES	555
BIBLIOGRAFÍA	565

ABREVIATURAS

AA.VV	Autores varios
AEDIPr.	Anuario Español de Derecho Internacional Privado
AEVM / ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados / European Securities and Markets Authority
AFDUAM	Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid
AFME	The Association for Financial Markets in Europe
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
AIM	Alternative Investment Market
AMF	Autorité des Marchés Financiers
AMP	Accepted market practices
Art. / Arts.	Artículo / Artículos
ASIC	Australian Securities & Investments Commission
ATs	Alternative Trading Systems
AUE	Acta Única Europea
BA	Bubble Act de 1720
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BOE	Boletín Oficial del Estado
C.c.	Código civil
C.Com.	Código de comercio
CDOs	Collateralized Debt Obligations (obligaciones de deuda colateralizada)
CDSs	Credit Default Swaps
CE / EC	Comisión Europea / European Commission
CEA	Commodity Exchange Act
CEE	Comunidad Económica Europea
CEFD	Cuadernos Electrónicos de Filosofía del Derecho
CERV	Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores
CES	Comité Económico y Social
CESE / EESC	Comité Económico y Social Europeo / European Economic and Social Committee
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFA	Chartered Financial Analysts Institute
CFMA	Commodity Futures Modernization Act de 2000
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CJA	Criminal Justice Act de 1993
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COB	Commission des Opérations de Bourse (hoy, AMF)
COBS	Code of Business Sourcebook
COMAC	Code of Market Conduct

COS	Comunicación de operaciones sospechosas
CRAs	Credit rating agencies
DAM / MAD	Directiva de abuso del mercado / Market Abuse Directive
DIPr.	Derecho Internacional Privado
Dodd-Frank Act	Dodd-Frank Act Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010
DSI / ISD	Directiva de Servicios de Inversión (Directiva 93/22/CEE) / Investment Services Directive
DTEF	Derivatives Transaction Execution Facilities
DTI	Department of Trade and Industry
DTR	Disclosure Rules and Transparency Rules
ECGI	European Corporate Governance Institute
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
EEE	Espacio Económico Europeo
EETF	Excluded Electronic Trading Facilities
EGTL	European Group on Tort Law
ESME	European Securities Markets Expert Group
Exchange Act	Securities Exchange Act de 1934
FA	Fraud Act de 2006
FCA	Financial Conduct Authority
FESCO	Forum of European Securities Commissions
FOMT	Fraud on the market theory
FOS	Financial Services Ombudsman Scheme
FSA	Financial Services Authority
FSMA	Financial Services and Markets Act de 2000
ICAM	Iniciativa Contra el Abuso de Mercado
ICE	Información Comercial Española
ICMA	International Capital Market Association
IIROC	Investment Industry Regulatory Organization of Canada
IOSCO / OICV	International Organization of Securities Commissions / Organización Internacional de Comisiones de Valores
ISDA	International Swaps and Derivates Association
ITSA	Insider Trading Sanctions Act de 1984
ITSFEA	Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act de 1988
IWG	International Working Group of Sovereign Wealth Funds
L.	Ley
LGDCU	Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios
LMV	Ley del Mercado de Valores
LSA	Ley de Sociedades Anónimas
LSRL	Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada
MIFID	Markets in Financial Instruments Directive (Directiva 2004/39/CE)
MIFID II	Directiva 2014/65/UE
MIFIR	Markets in Financial Instruments Directive Regulation [Reglamento (UE) n° 600/2014]

MTFs	Multilateral Trading Facilities
NYMEX	New York Mercantile Exchange
NYSE	New York Stock Exchange
OICVM	Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios
OPA	Oferta pública de adquisición
OPV	Oferta pública de venta
OTF	Organised Trading Facility
PACR	Plan de acción sobre el capital riesgo
PASF / FSAP	Plan de acción de servicios financieros de 1999 / The Financial Services Action Plan
PE / EP	Parlamento Europeo / European Parliament
PECL	The Principles of European Contract Law
PEL Liab.Dam	Principles of European Law on Non-Contractual Liability Arising out of Damage Caused to another
PETL	Principles of European Tort Law
PFI Act	Prevention of Fraud (Investments) Act de 1958
PRA	Prudential Regulation Authority
PSLRA	Private Securities Litigation Reform Act de 1995
PYMES / SMEs	Pequeñas y medianas empresas / Small and medium sized enterprises
RAE	Real Academia Española
RAM / MAR	Reglamento sobre el Abuso de Mercado / Market Abuse Regulation
RCDE	Régimen de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero
RCDI	Revista Crítica de Derecho Inmobiliario
RCE	Revista de la contratación electrónica
RD	Real Decreto
RDAM	Real Decreto 1333/2005
RDBB	Revista de derecho bancario y bursátil
RDL	Real Decreto Ley
RDLeg	Real Decreto Legislativo
RDM	Revista de derecho mercantil
RDMV	Revista de Derecho del Mercado de Valores
RDP	Revista de derecho privado
REDA	Revista española de derecho administrativo
ReDCE	Revista de derecho constitucional europeo
REDI	Revista electrónica de Derecho informático
REEI	Revista Electrónica de Estudios Internacionales
Regulation FD	Regulation of Fair Disclosure
RGD	Revista general de derecho
RGDA	Revista general de derecho administrativo
RGDE	Revista General de Derecho Europeo
RRI	Reglamento (CE) nº 593/2008 (obligaciones contractuales)
RRII	Reglamento (CE) nº 864/2007 (obligaciones extracontractuales)
SAN	Sentencia de la Audiencia Nacional

SAP	Sentencia de la Audiencia Provincial
s.p.	sin página
SEC	Securities and Exchange Commission
SEPD	Supervisor Europeo de Protección de Datos
SIB	Securities and Investment Board
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association
SNM	Sistemas de Negociación Multilateral
SOA / SOX	Sarbanes Oxley Act de 2002
SOC	Sistemas Organizados de Contratación
SON	Sistema Organizado de Negociación
SROs	Self-regulatory Organisations
SSC	South Sea Company
STR	Suspicious Transactions Reports
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
TAS	Trading at Settlement
TCE	Tratado de la Comunidad Europea
TEDH / ECHR	Tribunal Europeo de Derechos Humanos / European Court of Human Rights
TFUE	Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea
TJUE	Tribunal de Justicia de la Unión Europea
TRLGDCU	Texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios
TS	Tribunal Supremo
TUE	Tratado de la Unión Europea
UE	Unión Europea
UKLA	UK Listing Authority
UNIDROIT	International Institute for the Unification of Private Law

INTRODUCCIÓN

Este trabajo de investigación se propone reflexionar sobre la necesidad y conveniencia de un régimen específico de responsabilidad civil por abuso de mercado, en conjunción con la construcción de un modelo que sirva como referente para enfrentar desde la esfera jurídico-civil – y en el ámbito de la Unión Europea – el daño que surge como consecuencia del abuso de mercado.

Lo anterior debido a que, desafortunadamente, los esfuerzos regulatorios del abuso de mercado, desde sus inicios y en sede comunitaria, principalmente a través de la Directiva 2003/6/CE, del 28 de enero de 2003 (en adelante, la DAM), no han tenido en cuenta a la responsabilidad civil que pueda surgir de las conductas agrupadas bajo el concepto de abuso de mercado (abuso de información privilegiada y manipulación del mercado), pese a que es la rama del derecho mejor situada para encargarse de la reparación de los daños irrogados por tales conductas.

Los esfuerzos de armonización en materia de valores, en general, se han detenido en la respuesta que desde el derecho administrativo es vista como la más eficiente, complementada – de forma discrecional – por la reacción del derecho penal de cada Estado Miembro, cuando la primera se ve desbordada o limitada en su rendimiento.

Sin embargo, el tema de la indemnización por la vía civil no ha recibido la atención necesaria y apenas se insinúa en algunos documentos institucionales europeos como complemento de la capacidad disuasoria de las regulaciones administrativas y penales; no obstante que, puede ser considerada como una herramienta útil no sólo desde la perspectiva disuasoria, preventiva o hasta punitiva (si esto último no fuera contrario al orden público de un Estado miembro), sino como aquella que por naturaleza y de forma específica se encargaría de las consecuencias dañosas del abuso de mercado.

La protección de los participantes en los mercados de valores y de los inversores no sólo se logra a través de reglas, procedimientos y sanciones administrativas y/o penales, pues, no es su objetivo prioritario buscar la indemnización de daños particulares, sino, en general, el funcionamiento normal o adecuado del mercado de valores como componente fundamental de la economía. Además, la imposición de sanciones – multa y/o cárcel – está sometida a las restricciones que para la intervención jurídica significa la exigencia de elementos subjetivos (sobre todo en materia penal).

Tampoco es suficiente la compensación por fondos comunes que, en estricto sentido, solidarizan ciertas pérdidas en condiciones muy limitadas para evitar que el detrimento de la confianza inversora sobrecargue o haga fallar a la totalidad del sistema económico-financiero.

En tanto la responsabilidad civil en general no está armonizada, tan sólo existen algunos esfuerzos por codificar los principios generales de la responsabilidad civil contractual y extracontractual, y en vista de que no existe una responsabilidad civil específica por abuso de mercado, esta tesis doctoral explora una temática que no ha recibido mucha atención, tal vez por su marcado carácter técnico y por involucrar a varias áreas del conocimiento jurídico, lo que incide en la complejidad del objeto de estudio y en la extensión de este trabajo.

Así pues, además de analizar el fenómeno del abuso de mercado en su faceta económico-financiera, esta tesis doctoral examina la evolución de su regulación en el ámbito de la Unión Europea y algunos aspectos conflictuales que serían aplicables, para insistir en el papel protagónico que debería tener la responsabilidad civil por abuso de mercado en la regulación de este fenómeno y en la consolidación del mercado interior europeo.

Por ello, a partir de la pluralidad de regímenes generales de la responsabilidad civil que podrían operar en los supuestos de abuso de mercado, esta tesis propone la creación de un régimen de la responsabilidad civil por abuso de mercado que armonice (desde la perspectiva material) los derechos de los Estados miembros.

Es posible que se hayan dejado muchos temas de interés en el tintero o que falte ahondar sobre alguna cuestión, pero con esta tesis se propone una reflexión de conjunto que permita posteriores trabajos de profundización en torno a la siguiente hipótesis de trabajo: La responsabilidad civil por abuso de mercado refuerza la regulación del abuso de mercado, contribuyendo a la consolidación del mercado interior europeo y a la protección del inversor, porque atiende de manera directa y prioritaria los daños que se derivan de este fenómeno y que deben ser oportunamente indemnizados.

Contexto y cuestiones metodológicas

Es indudable que dentro de las actividades financieras, la concerniente al mercado de valores ha adquirido una trascendencia significativa en las economías de los Estados miembros. Es tal su importancia, que los mercados de valores tocan directamente la cotidianidad de la mayoría de la población, y la posibilidad de financiarse a través de los mismos ya no se limita a unos cuantos privilegiados.

El extendido fenómeno de la globalización ha creado una interdependencia significativa entre los mercados financieros, cuya dinámica y efectos sobrepasan las fronteras nacionales y acentúan su capacidad para influirse recíprocamente, no sólo en cuanto a los aspectos técnicos o económicos en sí mismos considerados, sino también en el ámbito regulatorio. La interconexión llega a ser tan intensa que, como se ha visto, crisis financieras – en principio locales – se convierten en poco tiempo en transnacionales, afectando seriamente a la industria y al comercio.

Los avances tecnológicos han potenciado la negociación con valores y la articulación de los mercados, sistemas alternativos y plataformas informáticas, que, hoy en día gozan de un marcado cariz internacional. Asimismo, la posibilidad de contratar a distancia servicios financieros por parte de los inversores y el hecho de que una conducta fraudulenta e ilegal pueda virtualmente afectar mercados, compañías e inversores en distintos países pone de presente que el mal funcionamiento del mercado de valores puede representar, eventualmente, una cantidad elevada de afectados y una cuantía desmedida de perjuicios en cualquier parte del mundo.

De esta manera, la gran competitividad que existe en los mercados de valores, la complejidad de sus productos y servicios, la variabilidad de factores que afectan su funcionamiento, la rapidez y profundidad con las cuales la técnica y la innovación tecnológica se filtran en este ámbito; sumados al afán de maximizar las utilidades en poco tiempo, estimulan la proliferación de comportamientos, muchas veces abusivos, y potencialmente lesivos de intereses merecedores, sin duda, de protección jurídica, primordialmente, los del inversor, pero también de quienes no lo son y resultan afectados.

Estas conductas abusivas son muy variadas y, en términos muy amplios pueden ser concebidas como todas aquellas actuaciones o prácticas que afectan al normal desarrollo del mercado de valores, particularmente, su integridad y transparencia.

Sin embargo, esta noción es demasiado vaga, podría cobijar – incluso – a las defraudaciones (la estafa, por ejemplo), que ya reciben atención desde la esfera penal; a las faltas administrativas o a otro tipo de transgresiones de códigos de conducta sectoriales que no poseen la trascendencia, gravedad y especialidad de dos modalidades de conductas que históricamente, como se verá, destacan en cuanto a la conciencia de su existencia y necesidad de regulación, especialmente en tiempos de crisis económica y financiera.

Esas modalidades son: el abuso de información privilegiada – *«insider trading o insider dealing»* – y la manipulación del mercado de valores. Estas son las infracciones más

graves, pero existen otras conductas que infringen, por ejemplo, el régimen de prevención del abuso de mercado, como la no divulgación inmediata de información privilegiada, que son también abuso de mercado. Sin embargo, esta investigación se centrará en las primeras.

El abuso de mercado es un coste de transacción que puede influir negativamente en las operaciones transfronterizas desarrolladas en los mercados de valores y, por ende, en la consolidación y evolución de un verdadero mercado interior europeo (transparente, íntegro, confiable y estable), de ahí la necesidad de combatirlo a través de su regulación adecuada y la cooperación activa y decidida entre las autoridades supervisoras competentes.

Al principio, aunque era notorio el creciente rechazo social de estas operaciones, su tratamiento jurídico fue menos directo en cuanto a la identificación misma de los fenómenos y de las prácticas que podrían ser calificadas como tales ya que, por ejemplo, ante un evento como el segundo, el de la manipulación, se hablaba de “manipular” pero no se indicaba que debía comprender este término, confundiéndose frecuentemente con la actividad especulativa.

También resulta de interés el especial acento que se puso en regular la actividad de los intermediarios, pues estos fueron calificados, en reiteradas ocasiones, como los artífices de los desastres financieros de la época.

Es más, se prohibían ciertas operaciones, particularmente las relacionadas con derivados, en determinados volúmenes y oportunidades bajo la sospecha de ser manipuladoras o especulativas, aunque, como podrá apreciarse después, aún se estaba lejos de construir conceptos suficientemente claros para establecer cuándo existía una conducta manipuladora en sentido estricto o qué elementos eran indispensables para regular y sancionar el «*insider trading*».

Con el tiempo, la conveniencia de delimitar aquellas prácticas se hizo más imperiosa, pues había que identificarlas adecuadamente para desmotivar su advenimiento a través de un sistema de prevención, supervisión y sanción lo suficientemente disuasorio y eficiente (prioritariamente administrativo y penal).

Esta renovada percepción forzó la aparición de regulaciones, principalmente en el derecho inglés y el estadounidense, que reflejaron paulatinamente la preocupación general por su precisión jurídica y cuya evolución influyó notablemente en el tratamiento jurídico comunitario.

Es en este contexto, el de la Unión Europea, donde la integración económica y financiera ha hecho patente la necesidad de cooperar y coordinar las políticas de regulación, supervisión y sanción de las conductas desviadas en los mercados financieros, pues, la frecuencia y magnitud de las operaciones transfronterizas en este área exhortan no sólo a la armonización de las legislaciones estatales para incrementar la seguridad jurídica *per se*; sino también concretar qué regulación estatal devendrá aplicable en el caso de conductas fraudulentas y abusivas, quién se encargará de su investigación y sanción y cómo se restablecerán los derechos de los afectados.

En este orden de ideas, en aras de delimitar el presente trabajo, se partirá del derecho anglosajón para efectuar una aproximación previa sobre el interés, el contexto, las características y el tipo de regulaciones que suscitaron la manipulación del mercado y el abuso de información privilegiada, ya que fue en este sistema en donde, notable e inicialmente, se trató de identificar y someter a escrutinio dichos fenómenos, pues, tenían mercados de valores más desarrollados, dinámicos y abiertos.

Además, al comienzo, el sistema continental no mostró mucho interés, salvo casos puntuales, en regular estas conductas y ha seguido, en gran parte, y conforme a sus particularidades, los desarrollos del derecho anglosajón que han sido oportunamente vertidos en la normatividad comunitaria específica del abuso de mercado, es decir, la DAM o Directiva sobre el Abuso de Mercado – epicentro del presente análisis – que será reemplazada en el 2016 por el Reglamento (UE) nº 596/2014, de 16 de abril de 2014 (en adelante, el RAM o Reglamento sobre el Abuso de Mercado), que será también objeto de examen.

La DAM calificó a las operaciones con información privilegiada y a la manipulación del mercado como dos grupos o formas particulares de «abuso de mercado», por lo tanto, esta fórmula agrupadora es la acogida para referirse, en su conjunto, tanto al abuso de información privilegiada como a la manipulación del mercado de valores.

Hay que decir desde ya que el régimen del abuso de mercado no busca sancionar cualquier cambio de los precios, sea al alza o a la baja, sino aquellas variaciones que son el resultado de una presión injustificada y caprichosa sobre los mecanismos de formación de los precios, sin responder a un contexto real, o carentes de contenido económico.

Son muchos los factores que inciden en la formación de los precios en los mercados financieros, pueden provenir tanto de hechos o actos del hombre como de la propia Naturaleza, pero cuando provienen del hombre, lo ideal y lo más justo con quienes participan

con él en determinada actividad, y lo que exigiría el respeto del interés general, es que tales hechos no sean abusivos ni fraudulentos como lo son el *insider trading* y la manipulación.

Así las cosas, y para resumir, la autora analizará el tema de la regulación del abuso de mercado tomando a la DAM y al RAM como referentes, para luego formular una propuesta sustantiva de regulación del abuso de mercado por la vía de la responsabilidad civil.

La tesis se divide en dos partes cada una compuesta – a su vez – por dos capítulos, precedidas por una breve explicación de su contenido y estructura. Al final de la segunda parte se encuentran las conclusiones y la bibliografía.

En la primera parte se realizará una aproximación general al abuso de mercado a través del derecho inglés y el estadounidense – Capítulo I – y, seguidamente, se analizará el tratamiento comunitario del abuso de mercado y su transposición al derecho español – Capítulo II –.

En la segunda parte se reflexionará sobre el fundamento de la responsabilidad civil por abuso de mercado – Capítulo I –, para luego analizar algunos aspectos conflictuales y los elementos de la responsabilidad civil según cada modalidad de abuso de mercado (*insider trading* y manipulación del mercado de valores) – Capítulo II –.

Agradecimientos

Es mi deseo agradecer profundamente a mis directores, el Prof. Dr. Rafael Arenas García, a quien le tengo una gran admiración, cariño y respeto, y al Prof. Dr. Cristian Oró Martínez, por toda su paciencia, guía y ayuda; y, sobre todo, por toda la libertad que me han concedido a la hora de estructurar el presente trabajo de investigación.

Asimismo, deseo agradecer de manera muy especial al Dr. Renato Vargas Lozano por todo su apoyo, por contagiarme con su entusiasmo por la temática de la manipulación del mercado y por regalarme su tiempo para discutir sobre los asuntos que puse a su consideración.

Por último, quiero agradecer a mi hermana, Rosa Isabel Upegui Villegas, por brindarme su compañía, su apoyo y comprensión ilimitados, y toda la generosidad que alberga en su corazón.

PARTE I. APROXIMACIÓN GENERAL AL «ABUSO DE MERCADO» Y SU REGULACIÓN EN EL DERECHO DE LA UNIÓN EUROPEA

«Growth provided the temptation, credit
the snare, and crises destruction and
perdition.»¹

En esta primera parte, dividida en dos capítulos, se acometerá un estudio sobre los antecedentes generales del abuso de mercado y su regulación a través del derecho inglés y el estadounidense, para luego enfocar el análisis en la regulación comunitaria específica y en su transposición al derecho español.

Sin perjuicio de que en esta sección se realice una aproximación básica a las conductas constitutivas de abuso de mercado, es importante remarcar que un desarrollo más concreto y profundo se dejará para luego, es decir, serán tratadas en el segundo capítulo de este segmento y, en la segunda parte, cuando llegue el momento de ocuparse de las conductas dañosas.

Consideraciones generales

Los mercados de valores florecieron de forma espectacular en el ámbito anglosajón donde es innegable su auge y, hoy por hoy, la conexión, en clave de dependencia, con el sistema económico en general.

Por ello, es importante indicar que para explicar los antecedentes generales de la regulación del abuso de mercado se examinarán previamente los modelos inglés y estadounidense, ya que este último se nutrió del primero en sus inicios y, al tiempo, se constituyó en fuente de inspiración para el derecho comunitario del mercado de valores en general y del abuso de mercado en particular, y subsiguientemente, del derecho español.

Se advierte que el hecho de no tomar como punto de partida al sistema continental ni dedicarle un capítulo especial, no implica un olvido de sus contribuciones – que oportunamente serán destacadas, sobre todo en el segundo capítulo de esta primera parte – sino un ejercicio de simple delimitación, pues es imposible analizar, por lo menos, a través de este trabajo, la evolución de los fenómenos del abuso de mercado y su regulación en cada

¹ Vid. HOPPIT, J. (1986), p. 58.

uno de los Estados miembros de la Unión Europea (UE), salvo, por supuesto, el caso español que sí será examinado.

Un vistazo histórico, económico y jurídico es necesario para comprender las preocupaciones, intereses y necesidades que subyacen a los esfuerzos regulatorios en el ámbito del abuso de mercado. Por ende, el referente de aproximación inicial será el anglosajón en vista de que el mercado de valores es un campo dominado, evidentemente, por conceptos, prácticas y reglas de esta procedencia.

También se aclara que esta primera parte no pretende agotar el tema del abuso de mercado y su regulación en el derecho anglosajón, pues el estudio de este último es tan sólo el mecanismo elegido para acercarse a ciertos conceptos indispensables para entender la esencia de las conductas constitutivas de abuso de mercado; abordar la problemática general de este fenómeno, su magnitud y el denuedo por regularlo desde su aparición.

CAPÍTULO I. ANTECEDENTES DEL «ABUSO DE MERCADO» Y SU REGULACIÓN ANTES DE LA DIRECTIVA 2003/6/CE (DIRECTIVA SOBRE EL ABUSO DE MERCADO)

1. EL DERECHO INGLÉS

1.1. El abuso de mercado como una vieja preocupación en la ordenación de los mercados financieros.

De forma preliminar puede afirmarse que la regulación del mercado de valores va evolucionando a través del tiempo desde un contexto en el que resultaba necesario brindar mayor certidumbre o seguridad a los intercambios económicos en el mercado en general y, posteriormente, por extensión, al incipiente mercado de valores. De suerte que, con la intensificación del tráfico mercantil van surgiendo diversas iniciativas para tener un mayor control, en el sentido de mayor transparencia, de los procesos de formación de la oferta y la demanda de bienes y servicios.

De este modo, en el ámbito del intercambio de mercancías existen precedentes muy antiguos que dan cuenta del interés por hacer frente a conductas abusivas como, por ejemplo, el acaparamiento de productos que, en sede del *Common Law* y desde la perspectiva de las leyes antimonopolio, era considerado como una ofensa criminal según los *Statutes of the Realm*,² revocados en 1772.³

Conforme a lo anterior, el abuso de mercado en el contexto específico del mercado de valores, tal como se definirá luego, no es un fenómeno de reciente materialización ni descubrimiento. Por el contrario, desde hace mucho, incluso antes de la aparición de las bolsas – tal cual las conocemos hoy en día – se hizo evidente la necesidad de regular y sancionar conductas que eran apreciadas como perturbadoras del normal funcionamiento de estos escenarios, especialmente, aquellas que eran interpretadas como un abuso del poder de mercado o de la posición dominante.

² Vid. GILLIGAN, G. (2007), p. 6.

³ Estos estatutos prohibían las siguientes conductas que, en general son formas de acaparar para especular y monopolizar: *regrating*, *forestalling* y *engrossing*. «*Regrating* refers to the practice of buying up market commodities, especially foodstuffs, in order to resell them at a profit in the same or neighboring markets. *Forestalling* involves buying goods before they reach the public market, especially buying them up privately with a view to enhancing their price. *Engrossing* is concerned with wholesale purchasing, especially buying up the entire stock for the purpose of retailing it at a monopoly price (Campbell 1942:187; Patten 1978:203); it stands as an important precursor of the Sherman antitrust law, enacted in the United States in 1890.» Vid. GEIS, G. (1988), p. 9.

Los precedentes más remotos de las bolsas⁴ de valores son las ferias y los mercados medievales, y los más cercanos son las casas de contratación y las lonjas⁵, aunque debe recordarse que en estos espacios se negociaban variedad de mercancías que no se corresponden con el objeto actual de las bolsas, es decir, los instrumentos financieros⁶ – en sentido amplio – y los valores o valores negociables, en sentido estricto.

Desde el s. XV en Brujas, pasando por Amberes (s. XVI) hasta llegar a Amsterdam (s. XVII) donde se empezaron a cotizar las primeras acciones de las compañías comerciales – con motivo de la expansión geográfica y comercial de las potencias europeas del momento –, los objetos de negociación y los sistemas de contratación ganaron en mayor complejidad, tendencia que hasta ahora sigue siendo avivada por la constante innovación financiera que impera en el sector.

Desafortunadamente, a la par que el ingenio humano comenzó a desarrollar la técnica bursátil, también adelantó la del abuso⁷, como queda desvelado por la Ley del Parlamento inglés⁸ de 1697 (Act to restrain the number and ill practice of brokers and stock-jobbers⁹) dirigido a evitar los excesos y fraudes, en principio, según su título, tanto de los brokers como de los stockjobbers.

1.2. The Brokers Act de 1697 (Act to restrain the number and ill practice of brokers and stock-jobbers).

El término «*stockjobbers*» ha sido utilizado en dos sentidos. El primero (surgido en el S. XVII), asigna un matiz bastante oscuro a la actividad que estos desarrollan, tratándolos de personas que al negociar con valores lo hacen de manera fraudulenta o especulativa. El segundo, simplemente indica que son personas que negocian valores por su cuenta, como principales, de manera regular y no aislada;¹⁰ a diferencia de los *brokers*¹¹ que son meros

⁴ «La denominación «bolsa», según la opinión más extendida, recogida por José DE BENITO (Boceto biográfico de la Bolsa, Publicaciones de la Universidad de Murcia, [1968]), comenzó a usarse en la ciudad de Brujas en el siglo XV por la costumbre que tenían los comerciantes y negociantes extranjeros que allí acudían, de reunirse en casa de un especulador de aquella ciudad llamado Van der Boursen y en cuya casa había un escudo de piedra con tres bolsas esculpidas.» Vid. FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. / DE CARLOS BERTRÁN, L. (1992), p. 501.

⁵ FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. / DE CARLOS BERTRÁN, L. (1992), p. 501 y ss.

⁶ Concepto que será tratado posteriormente a efectos de delimitar esta investigación.

⁷ Vid. DEFOE, D. (1701).

⁸ Si desea profundizarse acerca de cómo era, especialmente en Inglaterra, la dinámica del mercado de valores en los s. XVII y XVIII, puede consultarse a: MURPHY, A. (2006); QUINN, S. (2001); SMITH, C.F. (1929); COPE, S.R. (1978); QUINN S. / NEAL L. (2001); WELLS, J. / WILLS D. (2000).

⁹ «...jobbing, in the sense of buying with the object of reselling within a short time or vice versa... In the absence of professional jobbers always ready to buy and sell on their own terms, the price at which stock changed hands must often have remained secret and the margin left for individual bargaining was probably wide.» Vid. DAVIES, K. G. (1952), pp. 294-295.

¹⁰ Es en este último sentido que la acepción se utiliza como equivalente a la de *dealers* desde el S. XVIII. Vid. ATTARD, B. (2000), p. 7.

¹¹ En el contexto estadounidense, el *Financial Services Modernization Act* de 1999 modificó el *Securities Exchange Act* de 1934 y estableció que un *broker* es: «...The term 'broker' means any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others.» y un *dealer* es: «...The term 'dealer' means any person engaged in the business of buying and selling securities for such person's own account through a broker or otherwise.»

intermediarios y se limitan a ejecutar por cuenta de sus clientes las órdenes que estos les imparten.¹²

Sin perjuicio de lo dicho, en el fondo los *jobbers* son intermediarios mucho más especializados¹³ que los *brokers* ya que suelen concentrarse en cierto sector o negocio y están siempre dispuestos a vender o comprar (teniendo en su poder o no el objeto a negociar), creando un mercado continuo, de ahí que se les califique como *market-makers*.¹⁴

Los *jobbers* actúan con mayor independencia y en contrapartida soportan directamente los riesgos de los negocios. Los *brokers* acuden a ellos porque no conocen el área de negocio al que apunta el interés de sus clientes y porque buscar otro *broker* podría ser más dispendioso.¹⁵

Esta breve distinción entre estas figuras y las acotaciones que se harán más adelante son indispensables para comprender el proceso de elaboración y metamorfosis de la regulación del abuso de mercado y, en consecuencia, se advierte que habrá que aludir constantemente a estos personajes y, en general, al intermediario de valores.

La normativa que suscitó la anotación anterior sobre los *brokers* y los *stockjobbers* se denominó *The Brokers Act*¹⁶ y, a pesar de la motivación de su preámbulo por controlar la actividad de ambos, se centró en los *brokers*, prohibiendo cierto tipo de negociaciones o limitándolas, regulando las condiciones para ser habilitado como tal – fundamentalmente la obligación de prestar juramento en la forma establecida –, e imponiendo sanciones, v. gr., multa y picota, en caso de ejercer dicha actividad profesional sin la correspondiente y debida autorización.¹⁷

Esta Ley fue promulgada por el Parlamento inglés en un momento en que su credibilidad y su poder en los aspectos financieros y fiscales habían resultado claramente

¹² Vid. COPE, S.R. (1978), pp. 1-2

¹³ «It is not surprising, therefore, that jobbing became established in precisely the period when the London exchange surpassed Amsterdam's in size and importance, and Britain's national debt expanded to finance the Napoleonic wars. Thereafter, during the first half of the nineteenth century the Stock Exchange remained principally a market in government stocks, but as business in other securities grew – particularly during the 1840s railway boom – jobbing appears to have spread automatically to the new sectors. Jobbing thus emerged in a relatively unregulated environment as the trading system of choice in an expanding stock market.» Vid. ATTARD, B. (2000), p. 8.

¹⁴ Los *market-makers* (creadores de mercados) son aquellas personas que de forma individual o asociada, o bajo la forma de una compañía, están dispuestas – regular y continuamente –, según las reglas de las bolsas, a comprar y vender determinado volumen de valores a los precios fijados por ellos mismos. De este modo dotan al mercado de liquidez porque canalizan la oferta y la demanda.

¹⁵ Vid. STEELE, F. E (1895), p. 431.

¹⁶ Vid. el *Act to restrain the Number and ill Practice of Brokers and Stock-Jobbers*, y, KILBRIDE, B. J. (1963), p. 259.

¹⁷ Vid. CARLOS, A. M. / NEAL L. (2007), p. 8. Sin perjuicio de lo anterior, antes del *Brokers Act*, desde 1285, la Corte de *Aldermen* tenía la facultad de autorizar o no a los *brokers* de Londres y existen registros de procesos (anteriores al año 1300) en contra de quienes ejercieron la actividad de *broker* sin estar autorizados. Consultar a: LOSS, L / SELIGMAN J. (1995), p. 1 yss.

fortalecidos, incluso por voluntad de la misma Corona que había quedado sujeta a su supervisión en materia fiscal.

La deuda pública pasó a ser denominada deuda del gobierno o nacional, en vez de deuda de la corona y – en contraste con acontecimientos pasados – empezó a gestionarse con mayor responsabilidad, pues, los incumplimientos en el pago por parte de algunos monarcas, además de llevar a la ruina a muchos empresarios financieros, habían elevado los tipos de interés por encima de la misma tasa de usura en préstamos privados, lo que en términos modernos conferiría una baja calificación a la emisión de deuda pública por ser altamente arriesgada.¹⁸

A diferencia de la inversión en compañías comerciales, algunas de las cuales se habían visto seriamente comprometidas y cuyos riesgos eran considerados muy elevados, la inversión en deuda pública inglesa, a corto y largo plazo, se vio intensamente promovida a través de la financiación de la guerra contra Francia durante el período de 1688-1697 y la creación del *Bank of England* (1694), cuyos activos – en su mayor parte de origen estatal – convirtieron a sus acciones en especies de deuda pública transferible.

Cabe advertir que tanto el público en general como muchas de las compañías comerciales de la época, v. gr., *the East India Company*¹⁹, *the South Sea Company* y *the Royal African Company*²⁰, invirtieron ávidamente en deuda pública gracias a la prima de riesgo con la que venía retribuida y que desbancó, al menos durante la guerra, a la deuda proveniente del sector privado.²¹

Es decir, hubo por primera vez demanda inversora por deuda pública en vez del tradicional requerimiento por parte de las autoridades para que su oferta de deuda fuera adquirida, en muchas ocasiones efectuado a la fuerza y con carácter casi confiscatorio.

No obstante la mayor profundidad y liquidez alcanzada por el mercado de capitales inglés, de 1696 a 1697 la economía entró en crisis. La inflación y la acumulación de deuda pública provocaron – entre otras cosas – la necesidad de acuñar moneda, la desaparición de la prima de riesgo conexas a la deuda pública y, por ende, de las ventajas competitivas de ésta frente a la deuda privada.

¹⁸ Vid. QUINN, S. (2001), pp. 595-596; WELLS, J. / WILLS D. (2000), p. 423; y HOPPIT, J. (2002), p. 141.

¹⁹ *The New East India Company (1698), the United East India Company (1708), The South Sea Company (1711) y The Royal African Company (1672)*. Vid. CARLOS, A. M. / KEY J. / DUPREE J. L. (1998), pp. 319-320.

²⁰ Esta compañía recibió el monopolio para comerciar a lo largo del oeste de África. Las mercancías inglesas eran intercambiadas por materias primas (marfil, secoya, oro, malagueta – tintes –) y esclavos que luego eran vendidos en las indias occidentales, obteniendo ingresos representados por lingotes, letras de cambio o azúcar. Vid. CARLOS, A. M. / KEY J. / DUPREE J. L. (1998), pp. 319-320. Los autores realizan un examen interesante de la organización del mercado de valores inglés a partir de los registros de dos compañías: *the Royal African Company* y *the Hudson's Bay Company*. Vid. también a CARLOS, A. / MOYEN, N. / HILL J. (2002), pp. 61-87.

²¹ Vid. QUINN, S. (2001), p. 596.

Adicionalmente, negocios considerados como especulativos, por ejemplo, *los time – bargains* y las opciones, estrategias negociales ampliamente utilizadas por *brokers* y *stock-jobbers*²² comenzaron a dominar el panorama y a ocasionar una verdadera alarma social, sobre todo, por parte de inversores no profesionales. Ahora bien, si antes habían sido tolerados como mecanismos para poner en circulación la deuda pública, en plena crisis los criterios de valoración de estas prácticas habían cambiado y con la Ley de 1697 se dio lugar a un incipiente proceso de regulación en el intercambio de valores, con una más que discutible eficacia.

Por lo que toca a la capacidad de alcanzar sus efectos, la Ley de 1697 no sirvió para evitar la negociación de *forwards* ni para asegurar que los *sworn brokers* (los que habían recibido autorización) se abstuvieran de contratar por cuenta propia como lo hacían los *jobbers*. Sin embargo, fue un esfuerzo legislativo estimable para fijar pautas de conducta y de competencia profesional en el campo de la intermediación.

Es decir, dado que el mercado de valores apenas estaba en sus inicios, el valor de esta normativa radica en la toma de consciencia colectiva de la importancia de regular la intermediación y enjuiciar públicamente los tantísimos fraudes que afectaban al mercado de valores y la economía en general.²³

A pesar de lo anterior, por esos días, una práctica común en orden a manipular el mercado consistía en divulgar información falsa para subir o bajar las acciones de las empresas en las que se fuera accionista y así, según los propios intereses, incidir en las intenciones de compra o de venta de los inversores. De esta manera, se decía – sin ser verdad – v. gr., que había empezado una guerra o que un barco había naufragado.²⁴

Este tipo de conductas se conocen como manipulaciones informativas, en contraposición a las operativas, ambas serán objeto de examen posterior junto con las *market*

²² «The scope for investment was still further widened by the introduction by William III of the so-called "Dutch Finance" i.e., the development of government borrowing by means of annuities, lotteries and tontines. These offered a wide scope for speculation, for their value fluctuated with changes in the government's credit and with the value of the lives upon which they were secured. It has been said that the origin of stockbroking can be traced to these developments.» Vid. SMITH, C.F. (1929), p. 207. «In the Lords it was complained on 4 April that the South Sea Company's proposal was unjust in its nature, and might prove fatal in its consequences; since it seemed calculated for the enriching of a few, and the impoverishing of a great many, and not only made way for, but countenanced and authorised the fraudulent and pernicious practice of Stock-jobbing.» Vid. HOPPIT, J. (2002), p. 146.

²³ Vid. HARRISON, P. (2003), p. 10; y GILLIGAN, G. (2007), p. 11.

²⁴ «A better founded complaint was that of manipulation of the market. Certain of the larger dealers had established private intelligence services by which they were able to get information in advance of the rest of the dealers. Not only that, but they disseminated false information in order to create a market favorable to their plans.23 Defoe writes:24 There are those who tell us letters have been ordered by private management, to be written from the West Indies, with an account of -loss of ships which have been arrived there, and the arrival of ships lost; of war with the Great Mogul, when they have been in perfect tranquility; and of peace with the Great Mogul, when he had come down against the factory of Bengal with one hundred thousand men-just as it was thought proper to calculate those rumors for the raising and falling of the stock, and when it was for his purpose to buy cheap, or to sell dear. If Sir F had had a mind to buy, the first thing he did was to commission his brokers to look sour, shake their heads, suggest bad news from India . . . till perhaps the stock would fall 6, 7, 8, 10 per cent, sometimes more. Then the cunning jobber had another set of men employed on purpose to buy, but with privacy and caution, all the stock they could lay their hands on...». Vid. SMITH, C.F. (1929), pp. 211-212

power manipulation o manipulaciones basadas en el poder de mercado que tienen un marcado interés para las leyes *antitrust* o antimonopolio y se constituyen en un punto de contacto evidente entre el derecho de la competencia y el régimen del abuso de mercado.

El desarrollo del mercado de capitales en Inglaterra se gestó, entonces, para ayudar al gobierno a financiar la guerra. La reciente autonomía y el poder del Parlamento para manejar la deuda pública y la mayor credibilidad que generó esta revolución institucional despertó, como se advirtió, el ánimo inversionista. Por consiguiente, cualquier modificación o tentativa de cambio en este estado de cosas podría haber tenido un impacto negativo en el mercado.²⁵

Las rentas públicas, controladas ahora por el Parlamento, se beneficiaron – como antes lo hacía la Corona – de la posibilidad de obtener ingresos sustanciosos a través del otorgamiento de *charters* (cédulas o cartas de autorización) a las compañías que deseaban explotar un negocio en particular. Es decir, la constitución de sociedades por acciones o anónimas (*corporations*) – esquema preferido al de las *partnerships*²⁶ – no era libre, sino el resultado de un privilegio concedido por la autoridad, a cambio, eso sí, de crédito más barato, de participación directa en sus beneficios o de acciones en las nuevas compañías para los acreedores de deuda pública.²⁷

Cuanto más rentable fuera la actividad de la compañía, más beneficios podía obtener el Parlamento mediante la concesión de la posibilidad de constituirse como tal. Rentabilidad que podía asegurarse, en principio, por medio de monopolios²⁸ y, luego, cuando estos fueron prohibidos, restringiendo el número de empresas con *charters*. Por lo tanto, se minimizó la competencia entre las empresas y se aumentó, en consecuencia, el valor de estos instrumentos.²⁹

Visto lo anterior, no es de extrañar que surgiera un mercado paralelo para negociar las *charters* usadas, que consistía, básicamente, en la opción de procurarse todas las acciones de una empresa – beneficiada con una *charter* – y a punto de extinguirse, aprovechándose de

²⁵ Vid. WELLS, J. / WILLS D. (2000), pp. 428-429.

²⁶ «Partnerships were at an inherent disadvantage in using formal capital markets. Under the partnership form a partner may at any time threaten to dissolve the firm, liquidate its assets, and claim his proportionate share of the proceeds. If the firm is capital-intensive, it may be costly to reestablish the firm and as a result the threat may be significant. Hence partnerships were less likely to be capital-intensive than firms adopting the corporate form. Unlike a partner, an equity owner of a corporation has no right to dissolve the business, and hence cannot extract a payment in excess of his proportional share from other equity owners. Partnerships were therefore unlikely to compete with corporations in loanable funds markets. Eliminating competition for loanable funds in formal capital markets permitted corporations to secure funds on more favorable terms than if all firms had unrestricted access to capital markets.» Vid. PATTERSON, M. / REIFFEN D. (1990), p. 166.

²⁷ Vid. PATTERSON, M. / REIFFEN D. (1990), p. 165; y DAVIES, K. G. (1952), pp. 293-294

²⁸ «Firms sought legislation to protect them from competition; such privileges were secured either with internal regulation or with monopoly charters for overseas trading rights (the East India Company, the Hudson's Bay Company, and many others). The sale of protective legislation was an effective way to raise revenue. Regular taxation, by contrast, was hampered by the prevalence of barter, an inefficient collection system, poor coinage, and relatively crude record-keeping.» Vid. WELLS, J. / WILLS D. (2000), p. 423.

²⁹ Vid. PATTERSON, M. / REIFFEN D. (1990), p. 165

que el Parlamento no había previsto su salvamento. Es más, las empresas con *charters* (originarias o derivadas) comenzaron a realizar actividades que no estaban expresamente comprendidas en las mismas, lo que incidió negativamente en la Hacienda pública, pues, su capacidad para rentabilizar el otorgamiento de nuevas *charters* resultó menguada.

Al lado de las compañías con *charters* y, por lo tanto, *corporated firms*, surgieron las *unincorporated joint-stock companies*, es decir, compañías que sin tener *charters* participaban del mercado de capitales inglés. Esto confundió a muchos inversores ya que no podían distinguir entre las acciones de las compañías que tenían una legítima *charter* y las que no, pues, ambas participaban del mercado formal. Consecuentemente, las empresas con *charters* originarias, es decir, provenientes directamente del Parlamento, empezaron a exigirle que prohibiera este tipo de prácticas para que el interés de los inversores se redirigiera sobre sus propias acciones.

1.3. Las burbujas financieras generadas por las compañías comerciales y su conexión con el abuso de mercado: La *South Sea Bubble* de 1720.

En el año 1719, con un esquema calcado de la *Mississippi Company* en Francia, el Parlamento inglés autorizó a la *South Sea Company* (gran acreedora de deuda pública³⁰) para incrementar su capital – emitiendo acciones – y para reactivar de esta forma su menguada o casi inexistente actividad empresarial, adquiriendo al mismo tiempo más deuda pública a bajo interés (*debt-swap*). Consiguientemente, se procedió a enmendar, en lo pertinente, la *charter* original mediante la cual se le había otorgado el monopolio de comerciar con las colonias españolas en América.

Antes de explicar lo que ocurrió con esta compañía inglesa, viene bien explicar – brevemente – lo que sucedió en Francia, pues, como se dijo, es un antecedente útil para entender la lógica que imperaba en ese tiempo para manejar la deuda pública³¹, empleando al embrionario mercado de valores.

A comienzos del siglo XVIII Francia estaba hundida en una crisis económica profunda. Las grandes dificultades para atender las deudas originadas por las guerras de Luis XIV

³⁰ «During the bidding war with the Bank of England, the share price rose quickly. The South Sea Company paid bribes to advance its case, granting "incentives" similar to stock options to 27 Members of the House of Commons, 6 Members of the House of Lords, plus numerous Ministers of the Crown and, possibly, the King and the Prince of Wales (Carswell, 1993). By early April of 1720, Parliament and the King had approved the conversion; the stock had more than doubled since January. The conversion ratio was not fixed, and the company could obtain government debt more cheaply as its share price rose, an obvious plus for its owners. The company issued fresh equity in four subscriptions, at higher and higher prices. It also lent generously against its own shares, reducing supply and increasing demand for them. With the same intention, in June the company pushed the government to pass the Bubble Act (outlawing unchartered joint stock companies).» Vid. TERMIN, P. / VOTH H-J. (2004), p. 1656. Puede consultarse también a: HOPPIT, J. (2002), p. 143.

³¹ Vid. CARLOS, A. M. / NEAL L. (2004), p. 4; y SPERLING, J. G. (1962), p. 4. En esta última obra podrá encontrarse un exhaustivo estudio de la *South Sea Company*, de su origen y actividades..

habían ocasionado en, muchos casos, su repudio y la aplicación de impuestos considerablemente altos.

A la muerte del Rey Sol y en este contexto económico asomó la propuesta de *John Law* para gestionar la crisis gala a través de un particular esquema. Primero, la fundación del *Banque Generale* para emitir papel moneda (respaldado por los activos del banco en plata y oro), incrementando así el dinero en circulación y, por lo tanto, el comercio. Segundo, la reorganización del comercio de Francia con sus colonias y el resto de Europa mediante la constitución de la *Compagnie des Indes*, comúnmente conocida como la *Mississippi Company*.

Todo lo anterior, seguido de la obtención de varios privilegios, entre ellos, el cobro directo de los impuestos y la posibilidad de acuñar moneda – entre otras operaciones – para constituir un fondo de crédito o apalancamiento de las actividades comerciales de la compañía mencionada. Y, finalmente, la conversión de la deuda pública en acciones de la *Mississippi Company*.

Hoy por hoy, según los principios económicos actuales, algunos autores reconocen al sistema de financiación de *Law* su originalidad y utilidad. Sin embargo, otros lo consideran un desastre financiero, pues luego de una subida acelerada, los precios de las acciones de la *Mississippi Company* se desplomaron ante el afán de muchos inversionistas por convertir las acciones en oro – la *Mississippi Bubble* (1719-1720) –.³²

Claro está que, a diferencia de lo que ocurrirá en Inglaterra con la *South Sea Company*, en el caso francés no se aprecia un ánimo de estafar a los inversores a través de la manipulación del mercado, sino una estrategia financiera malograda.³³

Considerando lo sucedido en Francia, es menester ahora volver al contexto inglés donde se podrá apreciar un patrón común de desenvolvimiento de las técnicas de financiación de deuda pública a través de las acciones de las compañías y, también, como se expondrá, de sus crisis.

Prevalida de los privilegios que el Parlamento le había otorgado, la *South Sea Company* (en adelante, SSC) empleó diversas estrategias³⁴, precedidas de rumores falsos,

³² Vid. GARBER, P. M. (1990), pp. 35-54.

³³ Vid. AVGOULEAS, E. (2005), p. 88.

³⁴ «The bill was two months in its progress through the House of Commons. During this time every exertion was made by the directors and their friends, and more especially by the chairman, the noted Sir John Blunt, to raise the price of the stock. The most extravagant rumours were in circulation. Treaties between England and Spain were spoken of, whereby the latter was to grant a free trade to all her colonies; and the rich produce of the mines of Potosi-la-Paz was to be brought to England until silver should become almost as plentiful as iron. For cotton and woolen goods, with which we could supply them in

pero positivos acerca de la compañía, para obtener recursos de los inversores y acrecentar el precio de sus acciones, entre ellas, las siguientes: primero, estableciendo términos de suscripción bastante generosos; segundo, empleando certificados de dividendos – apalancados – que podían ser cedidos fácilmente; tercero, persuadiendo a los inversores para que – con la garantía de sus propias acciones o de sus recibos de suscripción – adquirieran préstamos de la compañía.

Y, finalmente, acaparando sus propias acciones – para incrementar su valor – y efectuando anuncios relacionados con los dividendos como, por ejemplo, el aumento de su porcentaje.³⁵

Aun cuando sus actividades comerciales³⁶ presentaban una rentabilidad escasa, pues, sus operaciones eran muy difíciles y arriesgadas (entre otras cuestiones, porque sólo estaba autorizada para enviar un barco por año para atender el comercio con las colonias españolas),³⁷ las tácticas de la compañía dieron como resultado un mercado alcista (*bull market*) donde el precio de cada acción resultó exorbitante. La situación era tan insostenible que la falta de liquidez obligó a la SSC a emitir nuevas acciones para pagar los dividendos adeudados.

Al final, el problema de provocar un mercado alcista a base de inflar los precios por especulación y manipulación es que, indefectiblemente, el precio de los valores tiene que bajar porque no es fácil sostenerse en la cumbre cuando no ha existido un crecimiento económico escalonado que sustente esa circunstancia, pues, es natural y legítimo que el mercado reaccione y aspire a normalizarse.

Del mercado alcista mencionado no sólo se benefició la SSC, sino también las *corporated* y *noncorporated shares* de otras compañías,³⁸ por consiguiente, el frenesí por adquirir estas acciones impulsó, a la postre, la caída del precio de las mismas, lo que derivó

abundance, the dwellers in Mexico were to empty their golden mines. The company of merchants trading to the South Seas would be the richest the world ever saw, and every hundred pounds invested in it would produce hundreds per annum to the stockholder. At last the stock was raised by these means to near four hundred; but, after fluctuating a good deal, settled at three hundred and thirty, at which price it remained when the bill passed the Commons by a majority of 172 against 55.» Vid. MACKAY, C. (1932) (version HTML).

³⁵ Vid. DALE, R. S. / JOHNSON J. E. / TANG, L. (2005), p. 236.

³⁶ A excepción, quizás, y lamentablemente, de la venta de esclavos.

³⁷ Vid. GARBER, P. M. (1990), p. 48.

³⁸ Entre ellas, la *Royal Assurance Company* y la *London Assurance Company*. «The channeling of capital into these companies alarmed the directors of the South Sea Company, who, having paid a high price to buy the Parliament, did not wish to see potential South Sea profits dissipated by the entry of unauthorized commercial corporations. Consequently, Parliament passed the Bubble Act in June 1720 to ban the formation of unauthorized corporations or the extension of existing corporate charters into new, unauthorized ventures. When the act was enforced against some of the Company's competitors on August 18, 1720, immediate downward pressure was placed on the price of shares of the affected companies. Since the shares were mostly held on margin, general selling hit the shares of all companies, including South Seas, in a scramble for liquidity.» Vid. GARBER, P. M. (1990), p. 51

en el descalabro financiero de un buen número de inversionistas³⁹ quienes, en muchos casos, habían requerido de un considerable apalancamiento para adquirirlas.

El ímpetu inversionista, sumado al hecho de que los activos de la SSC habían disminuido su valor como consecuencia de la poca rentabilidad procedente de su actividad mercantil, ocasionaron la conocida *South Sea Bubble* de 1720, esto, es, una burbuja financiera⁴⁰ que al «estallar» trajo consecuencias nefastas para algunos, pero no generalizadas⁴¹ ni duraderas.⁴²

Si bien es cierto que a la financiación privada se le asestó un duro golpe, cuyos efectos fueron magnificados por la percepción y opinión públicas, no se alteró de manera grave e irreversible la base manufacturera y comercial de la economía inglesa;⁴³ e incluso, pudo hacerse frente a la financiación de la guerra contra Francia y la construcción de carreteras e infraestructuras relacionadas con los servicios públicos.⁴⁴

En este entorno tiene lugar la promulgación del *Bubble Act* de 1720 (*Royal Exchange and London Assurance Corporation Act 1719*, en adelante BA). Existe una idea bastante extendida de que el BA estaba dirigido a hacer frente a la burbuja financiera asociada a la SSC. Sin embargo, no resulta claro que el BA fuera una respuesta legislativa para prevenir un riesgo sistémico en el ámbito financiero – bursátil ni tampoco una reacción frente al derrumbe de la bolsa, pues su trámite es anterior.⁴⁵

Al BA se le han atribuido diversas finalidades que pueden ser sintetizadas así: Primero, impedir el mal uso y reventa de las *charters* por parte de las *unincorporated companies* para evitar, como corolario de esto, de un lado, que compañías con *charters* falsas

³⁹ Vid. HOPPIT, J. (2002), p. 148 y ss. A partir de la página 151, este autor expone que de los datos estadísticos disponibles no puede deducirse que la *South Sea Bubble* haya tenido un gran impacto en la economía inglesa, ni tampoco en el mercado holandés (más próximo a ella); aunque algunos inversores, en su mayoría, personas adineradas, se hubieren visto afectados. En el mismo sentido se pronuncian CARLOS, A. M. / NEAL L. (2004), p. 2.

⁴⁰ Antes de esta burbuja ya se hablaba de la *Dutch Tulipmania* (1634-1637) que consistió en lo siguiente: a partir de la aparición de un virus que modificó las características de algunos bulbos surgió en el mercado holandés una nueva variedad de tulipán que fue especialmente apreciada por sus rayas y colores vivos. Ante la novedad, el precio de la variedad en comento fue subiendo rápidamente. Sin embargo, en vista de que no era posible determinar qué clase de tulipán surgiría, el precio de los bulbos comunes fue objeto de especulación. Al respecto, es interesante considerar que es normal que el mercado responda al alza con el anuncio de descubrimientos, pero en el caso en cuestión la subida resultó espectacular gracias a que algunos aprovecharon la oportunidad para incidir en el precio de los bulbos comunes. Vid. GARBER, P. M. (1990), pp. 37-39.

⁴¹ Vid. TERMIN, P. / VOTH H-J. (2004), p. 1663. Este autor explica la *South Sea Bubble* desde la perspectiva de *Hoare's Bank*, institución que en calidad de broker tuvo un buen desempeño durante la burbuja y la posterior crisis. Vid. también a NEAL, L. (2010), pp. 1-27 (El autor describe y examina algunas de las operaciones realizadas por *Lord Londonderry*, un conocido negociante y especulador que fundó su propia *bubble company* – la *Bahamas Society* – en tiempos de la *South Sea Bubble*).

⁴² Vid. HOPPIT, J. (2002), p. 158; y, CARLOS, A. M. / NEAL L. (2004), p. 3.

⁴³ Vid. HOPPIT, J. (1986), p.48

⁴⁴ Vid. CARLOS, A. M. / NEAL L. (2004), pp. 5-6.

⁴⁵ «The full title of the so called Bubble Act (6 Geo. I, c. 18) was "An Act for better securing certain Powers and Privileges, intended to be granted by His Majesty by Two Charters, for Assurance of Ships and Merchandize at Sea, and for lending Money upon Bottomry; and for restraining several extravagant and unwarrantable Practices therein mentioned." It is evident that only the latter part of the title refers, and only implicitly, to the phenomena at which the Act is assumed to be directed: bubbles and speculations.» Vid. HARRIS, R. (1994), pp. 613-614 (el término *Bubble Act* es posterior, data del siglo XIX). Vid. también a: PATTERSON, M. / REIFFEN D. (1990), pp. 169-171.

o irregulares emitieran valores y los ofrecieran al público y, por el otro, que el Parlamento perdiera la facultad de lucrarse con la concesión de nuevas *charters*.⁴⁶

Segundo, proteger la preeminencia del esquema de conversión de deuda pública propuesto y llevado a cabo por la SSC;⁴⁷ y, tercero, poner fin a las prácticas especulativas que habían desencadenado la *South Sea Bubble*, entre ellas, la del *stock-jobbing*.

No obstante, GOETZMANN⁴⁸ sostiene que el haber insistido en la exigencias de las *charters* (obteniendo, entre otros privilegios, el de limitar la responsabilidad por la actividad), sumado a la aparición de las compañías aseguradoras, constituye una especie de innovación financiera cuyo efecto inmediato fue la especulación sobre sus acciones.

Esto, en cuanto el objeto de estas empresas es asumir riesgos, por lo tanto, en ese tiempo no se percibía lógico que – mediante las *charters*, específicamente, por virtud de la posibilidad de limitar la responsabilidad – se aliviaran sus propios riesgos empresariales. Por eso, este autor afirma que esta innovación financiera fue decisiva en la formación de la burbuja financiera asociada a la SSC.

Además, es posible que la noticia de la futura adopción del BA⁴⁹ haya influido en las decisiones de los inversionistas, quienes en su afán por deshacerse de las acciones de las *bubble companies*⁵⁰ (incluyendo a la SSC) precipitaron la caída de sus precios en el mercado. Es decir, el entusiasmo inicial por el comercio originado al otro lado del Atlántico devino en miedo, no sólo por la situación particular de la actividad mercantil de la SSC, sino también por el inminente cambio en las reglas de juego anunciadas con la nueva legislación.

Con todo, la poca claridad de sus términos y la falta de previsión de mecanismos eficientes y adecuados para su aplicación restaron eficacia al BA que, en retrospectiva, es

⁴⁶ Empero, al BA le siguió una política muy restrictiva en materia de concesión de *charters*, por lo que algún autor descarta que la motivación haya sido la de procurar ingresos al legislador o promover el aumento de sus ingresos por este concepto. Asimismo, en el *Common Law* ya existía una solución jurídica para hacer frente a los abusos que las compañías pudieran realizar respecto de las *charters*, en particular, el *writ of scire facias* que podía ser utilizado para anular cualquier charter cuyo uso fuera irregular. Vid. HARRIS, R. (1994), p. 622.

⁴⁷ Vid. NEAL, L. (2007) y HARRIS, R. (1994), p. 617.

⁴⁸ Vid. GOETZMANN, W. N. / ROUWENHORST, K. G. (2009), p. 26

⁴⁹ «The collapse in the year 1720 began, not with the promulgation of the act, but when legal proceedings were initiated to force certain companies to forfeit their obsolete charters. Public confidence and strained credit conditions were unable to withstand the shock caused by the forfeiture actions, and the unstable stock market began its historic decline.» Vid. KILBRIDE, B. J. (1963), pp. 260-261.

⁵⁰ «Although the events of 1720 are associated with the South Sea Company, a few firms “bubbled” more dramatically than the South Sea Company, when measured by price growth. In particular, the two marine insurance companies, Royal Exchange Assurance and London Assurance rose to much higher multiples of their original prices during 1720. The Royal African Company (which, like the South Sea Company, was engaged in the Atlantic slave trade) rose as high as the South Sea Company in percentage terms as well.» Vid. GOETZMANN, W. N. / ROUWENHORST, K. G. (2009), p. 9. Puede consultarse también la página 20 y siguientes ya que el autor analiza con detalle la implicación de las aseguradoras mencionadas en la *South Sea Bubble*.

todo un popurrí de declaraciones sin grandes ejecuciones respecto a la regulación de las conductas reconocidas hoy como abuso de mercado.⁵¹

Desde la perspectiva práctica se tomaron varias medidas para paliar la crisis motivada por la *South Sea Bubble*. Primero, aquellas dirigidas a modificar las negociaciones cuyos términos fueron calificados de severos y restablecer así – de cierto modo – el equilibrio negocial, primordialmente, de los contratos celebrados cuando el precio de las acciones estaba muy alto.

Segundo, las encaminadas a renovar la confianza en el sistema financiero inglés como, por ejemplo, el rescate de la SSC por parte del *Bank of England*, entidad que adquirió gran parte de la deuda pública a través de la compañía aludida.

Por último, las relativas a la persecución política, judicial y mediática de quienes actuaron ilícitamente según los hallazgos de las investigaciones, v. gr. la confiscación de los bienes de los directores de la SSC que hubieran incurrido en manipulación del mercado o en abuso de información privilegiada. A pesar de lo anterior, el encubrimiento de algunas personas vinculadas estrechamente con la Corona y varios altos funcionarios, entre otros, restó mérito y transparencia a este tipo de actuaciones.⁵²

1.4. El *Barnard's Act* de 1733 -1734

A tal punto persistía la preocupación respecto de algunas prácticas como el *stock-jobbing* – tantas veces mencionado – y de algunos contratos sobre valores públicos de los que emergía un alto grado de volatilidad, como los *forwards*, que el Parlamento promulgó el conocido *Barnard's Act* de 1733 -1734 (*an Act to prevent the pernicious practice of stock-jobbing*),⁵³ que, entre otras cuestiones, exigió que se guardara un registro de todas las transacciones realizadas con el fin de facilitar la investigación de los comportamientos abusivos.

En el fondo, esta Ley estuvo motivada por la *South Sea Bubble*, pero no encontró respaldo hasta que en 1733, ante la previsión de guerras futuras, se temió por un declive del precio de las acciones y, concurrentemente, por el profundo estremecimiento social causado por algunos escándalos corporativos de la época.

⁵¹ Vid. HARRIS, R. (1994), pp. 622-623, y KILBRIDE, B. J. (1963), p. 261.

⁵² Vid. PAUL, H. (2011).

⁵³ «This act was aimed at some of the most characteristic practices of the brokers-time-bargains-and stated that "whereas great inconveniences have arisen by the wicked and pernicious practice of Stock-Jobbing," all contracts "under which a premium is given for liberty to put upon, or to deliver, receive, accept or refuse any public or joint-stock . . . and also all wagers or contracts in the nature of wagers, and all contracts in the nature of puts or refusals, relating to the present or future price or value of any such stock . . . shall be null and void.» Vid. SMITH, C.F. (1929), pp. 211-213. Vid. también a: NEAL, L. (2007) y COPE, S.R. (1978), p.8 y ss

Si bien en aquel período existían voces que veían en el *jobbing* una fuente de perversión moral y social, resguardada en cierta medida por la tolerancia de la sociedad frente a la especulación y las apuestas (los *forwards* y las opciones⁵⁴ fueron equiparados por el *Barnard's Act* a apuestas o *wagers*⁵⁵), no puede desconocerse el hecho de que gracias a los *jobbers* el mercado había ganado en liquidez y el gobierno inglés había accedido a cuantiosas fuentes de financiación.⁵⁶

Las formas más conocidas de especulación de la época consistían en operar a plazo con desembolsos pequeños de efectivo o sin él, en muchos casos sin tener la propiedad o estar en posesión de los valores comprometidos y, desafortunadamente, sin una intención seria de cumplir con lo pactado en la fecha señalada. De esta forma se trasladaba gran parte del riesgo al otro contratante, lo que en sentido estricto y en materia contractual es a veces inevitable siempre y cuando no exista abuso.⁵⁷

Por lo que corresponde al incumplimiento por parte de alguno de los contratantes, la Ley estableció que frente a esta circunstancia aquel que había cumplido o estaba dispuesto a hacerlo, podía comprar o vender valores – según el caso – a otro partícipe del mercado y reclamar la diferencia – si la hubiere – al deudor incumplido.⁵⁸

Los *jobbers* utilizaban varios tipos de técnicas financieras como las siguientes: 1. La compra de acciones mediante apalancamiento. 2. Las opciones de venta (*puts or options to sell*). 3. Las opciones de compra (*refusals or call options*).⁵⁹ 4. Los *forwards* (*dealing for time or deal for future settlement*). 5. La venta en corto (*short-selling*).⁶⁰ Hoy en día, estas prácticas

⁵⁴ «Barnard sought to outlaw the practice of "stockjobbing." This practice essentially involved a spot sale of stock, with a significant lag time between the sale and the delivery of the security.⁵² The difference between the price at the time of the sale (or settlement period) and the price at the time of delivery led to the creation of potential arbitrage opportunities.» Vid. GOGEL, J. (2010), p. 12

⁵⁵ Esta es una práctica bastante antigua. El 7 de marzo de 1881, por ejemplo, la Corte Suprema de Pennsylvania – en el caso *Smith v. Thomas* – declaró un contrato inválido en cuanto verificó que las partes habían celebrado una venta sobre cierta cantidad de acciones que el vendedor no tenía al momento de la operación ni tenía la intención de adquirir, ya que los contratantes acordaron pagarse las diferencias sin la entrega de las acciones. Vid. VIRGINIA LAW JOURNAL (1881), pp. 617- 620.

⁵⁶ «Derivative trades were also argued to enhance market liquidity, where liquidity is explicitly linked to the ability to find a market price and counter-party. For instance, it was argued that a free trade in securities was necessary for market liquidity and for the government's ability to raise funds (Cobbet, p. 514, Debate in the House of Lords, 1734)..». Vid. HARRISON, P. (2003), pp. 6-7.

⁵⁷ «"Jobbers" was a term usually applied to those who speculated by subscribing to new government loans, or by buying or selling for time without any intention of taking up their stock or delivering it, contrary to "An Act to prevent the infamous Practice of Stock-Jobbing", passed in 1734. He put them into three classes: foreigners who had property in the funds; English gentlemen, merchants and traders, who likewise had property in the funds; and stockbrokers who jobbed on credit, whom he called "jobbing brokers", or stock-jobbing brokers. He apparently meant brokers who arranged jobbing deals for clients, or who jobbed for themselves, sometimes against their clients. About brokers, Mortimer said that two-thirds were unlicensed, that most acted as principals (they buy and sell for themselves, said Mortimer) as well as agents, and that they dealt only with each other. In this description there is no place for the modern-style jobber.» Vid. COPE, S.R. (1978), p. 4. Vid. también a: SMITH, C.F. (1929), pp. 209-210. La obra de *Thomas Mortimer*, *Every Man his own Broker*, puede ser consultada a través de Google books.

⁵⁸ Vid. NEAL, L. (2007), p. 23.

⁵⁹ «Speculating by buying options had the great advantage that the speculator's loss was limited to the cost of the option.» Vid. COPE, S.R. (1978), p. 8.

⁶⁰ «Even the name for short-sellers as bears comes from the unadvisable practice of selling the bearskin before killing the bear.» Vid. HARRISON, P. (2003), p. 8.

y estrategias negociales son usuales, aunque, en algunas ocasiones y por cierto tiempo, se restringen en salvaguarda de la estabilidad de los mercados y de la economía.

Algunos *jobbers*, aprovechándose de la situación de privilegio que ocupaban en el mercado – en virtud del conocimiento de su dinámica y de sus partícipes y debido a su capacidad de conectar la oferta y la demanda – dejaban de actuar de forma independiente para manipular el precio de los valores de las compañías bajo cuyas instrucciones, interés y gratificación decidían intervenir.⁶¹

Las opciones eran defendidas como una especie de seguro y los *forwards* encontraban arraigo desde hacía muchísimo tiempo en el comercio y la agricultura (venta de cosechas y pescado antes de su recolección o captura), sin embargo, el *Barnard's Act*⁶² les restó, al menos formalmente, capacidad para producir efectos jurídicos con el propósito de aquietar las voces que clamaban por su prohibición.

Igualmente, esta normativa pretendió erradicar un mecanismo considerado especulativo por excelencia: las ventas en corto (especulación a la baja). Estas ocurren cuando un partícipe del mercado vende valores que no tiene, anticipándose a la caída de su precio, para comprarlos después a un precio menor y ganarse así la diferencia. Se sobreentiende que el problema no es anticiparse en el sentido de prever un movimiento en determinada dirección, el dilema está en provocar – a capricho y abusivamente – ese estado de cosas.

Existen dos clases de ventas en corto, a saber, las cubiertas y las descubiertas o desnudas. En las primeras el vendedor toma en préstamo los valores o se asegura de poder hacerlo antes de la operación. En las segundas el vendedor no tiene los valores al momento de la venta, ni la disposición de adquirirlos o asegurárselos en préstamo.

Con todo, no obstante la amenaza legal de invalidez, la realidad comercial comprobó la ineficacia⁶³ de la norma para desalentar su ejecución, pues, si por ejemplo, los contratantes de una opción o un *forward* estaban satisfechos con los términos de sus negociaciones no hacían uso de los recursos puestos a su disposición para anularlos y el contrato seguía siendo válido. Esto, por supuesto, en tanto que los beneficios fueran suficientes para compensar los riesgos de actividades, por demás, declaradas ilegales.

⁶¹ Vid. ATTARD, B. (2000), p. 16.

⁶² Vid. GILLIGAN, G. (2007), p. 13.

⁶³ «Despite Barnard's Act having the distinction of being the first in a long line of attempted regulation of derivatives, it was ultimately a failure due to the lack of enforcement - both by the government and the exchange, - and in 1860, the Act was repealed.» Vid. GOGEL, J. (2010), p. 13.

Ahora bien, no puede desconocerse que aun cuando los *time-bargains* habían sido proscritos por los peligros vinculados a los mismos, a saber, incumplimiento y especulación, los primitivos mercados de valores contaban con una herramienta de utilidad innegable para afrontarlos: la capacidad misma del mercado para reaccionar en contra de los partícipes calificados como defraudadores.

Esa capacidad del mercado de valores no se verificó, en sus inicios, con la ayuda de la regulación estatal – como se vio –, sino por la desaprobación y segregación del miembro cuestionado, a tal punto que existían verdaderos muros de la vergüenza con los nombres de quienes incumplieron sus contratos o defraudaron a sus clientes u otros partícipes del mercado.

El activo más significativo de un *broker*, como el de cualquier comerciante, es el de su buena reputación, aspecto este indispensable para permanecer en el negocio de la intermediación y del crédito.⁶⁴

A comienzos del siglo XVIII, los *brokers* empezaron a desarrollar reglas de conducta básicas cuya asimilación y puesta en marcha fue necesaria para apaciguar a la opinión pública. Estos códigos de buen comportamiento fueron posteriormente recogidos por la regulación estatal y han ido mutando con el paso del tiempo, en atención a la evolución de los mercados en el plano estatal e internacional.

Los agentes de cualquier sector, en este caso, el de valores, tienen el poder de influir en su autorregulación y en la regulación estatal, a partir de sus propias estructuras internas y prácticas ya establecidas. Es decir, cada vez que surge un interés por regular los mercados de valores existe detrás un gran componente endógeno⁶⁵, pues, no sólo la evolución de los precios del mercado (su caída, principalmente) provoca una respuesta regulatoria, sino también el comportamiento irregular que los participantes del mercado perciben entre sí y que, generalmente, la opinión pública ausculta y rechaza.

Aunque el *Barnard's Act*, no gozó de una aplicación efectiva, la ciudad de Londres consolidó su jurisdicción y poder sobre el mercado de valores, en la medida en que obtuvo la posibilidad de regular la actividad de los *brokers* y decidir sobre su habilitación o no, fortaleciendo así su capacidad reglamentaria y su inclinación por la autorregulación.

Aun cuando la prohibición expresa no desterró la negociación a plazo y las ventas en corto, el clamor popular seguía enfocado en la necesidad de prohibir todas aquellas prácticas

⁶⁴ Vid. HARRISON, P. (2003), p. 15

⁶⁵ Vid. GILLIGAN, G. (2007), p. 8.

asociadas al *stock-jobbing*. Es así como en los años 1746 y 1756⁶⁶ se presentaron algunas propuestas legislativas, finalmente rechazadas, que apremiaban por soluciones más efectivas, tal como se deduce de los títulos empleados para identificarlas: «*A bill more effectually to prevent the infamous practice of stock-jobbing*»⁶⁷ (negrilla añadida).

Por más que existieran voces disonantes con la pasividad de la ley y de las autoridades respecto de la actuación de algunos *jobbers* y las crisis vinculadas a sus comportamientos, la mal entendida libertad de comerciar, sin más límites que los aceptados por el colectivo empresarial (la política del *laissez-faire*), y la arraigada costumbre de los *time-bargains* frenaron por mucho tiempo las iniciativas de regulación del abuso de mercado en Inglaterra.

1.5. Las acciones por *misrepresentation* como antecedentes de la regulación de las manipulaciones informativas.

Pese a todo, en el año 1814, con el asunto *Rex v. De Berenger (3 M&S 67)*, se dio un paso muy importante en la judicialización criminal de los casos de manipulación del mercado de valores, a través de la elaboración y propagación de rumores falsos.⁶⁸ Lo anterior en tanto se puso de presente que no era menester probar que el Estado había resultado afectado o que los acusados recibieron beneficios, ya que la cuestión fundamental descansaba en la idea de haber arrebatado al público su derecho a disponer y participar en un mercado que fluyera normalmente, libre de opacidad, esto es, sin ser falseado o alterado.

En este caso, existiendo un pacto previo entre algunos miembros de la clase alta inglesa para lograr subir los precios de las acciones de las compañías de su interés a través de una estratagema, varios hombres se hicieron pasar por oficiales franceses recién llegados a Inglaterra con la noticia de que Napoleón había sido asesinado y que los aliados habían ocupado París. Por supuesto, estos rumores falsos dispararon el valor de las acciones ante la posibilidad de que la guerra culminara.

En el asunto citado puede percibirse uno de los supuestos más comunes y frecuentes de manipulación del mercado de valores: las *misleading statements* o declaraciones engañosas.

Este fenómeno tiene lugar a través de la divulgación de rumores falsos o la omisión de información que el emisor o los intermediarios deberían dar a conocer, v. gr., en los

⁶⁶ Vid. COPE, S.R. (1978), pp. 9-10.

⁶⁷ Vid. HARRISON, P. (2003), p. 11.

⁶⁸ Vid. LOSS, L / SELIGMAN J. (1995), p. 931.

prospectos de emisión de valores; en las ofertas públicas de adquisición de valores; en la publicidad o el material promocional para la adquisición de una inversión; en las declaraciones periódicas que deban realizarse por razón de una obligación legal; en los análisis financieros, etc.

Estas declaraciones engañosas suelen referirse, entre otras cuestiones, a los beneficios esperados, a la demanda y la oferta sobre los valores a negociar, a la situación financiera del emisor o, en general, a eventos que afecten su actividad económica ya sea positiva o negativamente.

En fin, las declaraciones falsas o engañosas aluden a hechos que son relevantes en la determinación de la deseabilidad de un activo y de su precio en el mercado de valores; por consiguiente, cuando estos hechos son alterados se crea un mercado falso para dicho activo y el inversor pierde la capacidad de decidir libremente y sin error, actuando, por ende, en el contexto de una realidad tergiversada (*misrepresentation*) que lo legitima para buscar compensación.

En resumidas cuentas, en el mercado de valores los negocios, contratos o transacciones tienen la función de asignar los ahorros del público de la manera más eficaz posible y, sin duda, las conductas encaminadas a aprovecharse de los otros mediante acciones y declaraciones falsas o engañosas (*misrepresentation*)⁶⁹, deben ser erradicadas a partir de una regulación que las desincentive de forma complementaria desde el ámbito punitivo, y atendiendo la perspectiva indemnizatoria, tal como se insistirá a lo largo de este documento.

Al tiempo se expidió el *Joint Stock Companies Act* de 1844, normatividad considerada una de las piedras angulares de la regulación del mercado de valores inglés.⁷⁰ Su mérito consistió en, básicamente, dos cosas: Primero, conceder reconocimiento legal a las *unincorporated joint stock companies* a través de un procedimiento de registro y sin necesidad de una *charter* para nacer a la vida jurídica.

Y, segundo, elevar a cierto grado la protección de los inversores, exigiendo a las compañías la elaboración de folletos informativos o *prospectos* para emitir acciones. Este quehacer fue robustecido por la actuación judicial que en 1860 impuso, a través del caso *New Brunswick and Canada Railway Co. v. Muggeridge* – (1 Dr. & Sm. 363, U.K.) –, una serie de obligaciones por activa y por pasiva a los emisores de prospectos.

⁶⁹ Este concepto se desarrollará luego con mayor profundidad.

⁷⁰ Vid. KILBRIDE, B. J. (1963), p. 262.

Estas obligaciones básicamente resaltan, por un lado, el compromiso de declarar de manera escrupulosa, completa y precisa aquellos datos que afectan a la naturaleza, el alcance y la calidad de las ventajas ofrecidas por el prospecto para la adquisición de valores. Por el otro, el deber jurídico de omitir aquellos datos que no son ciertos y de abstenerse de ocultar los que se conozcan y puedan afectar la adquisición de los valores si fueran revelados.⁷¹

Sobresalen también las decisiones en *Bedford v. Bagshaw* (4 H & N 538, 1859), *Central Railway of Venezuela v. Kisch* (L. R. 2 H. L. 99, 125, 1867)⁷², *Peek v. Gurney* (LR 6 HL 377, 1873) y *Derry v. Peek* (LR 14 App Cas 337, 1889⁷³), entre otras, que – a grandes rasgos – reflejan las distintas posturas acerca de la responsabilidad por *misrepresentation* en sede del mercado de valores, en principio más laxas o amplias y luego, con el tiempo, más restrictivas.

La decisión en el primer asunto, *Bedford v. Bagshaw*, fue crucial en tanto implicó la creación de una acción por *misrepresentation* a favor de los inversores en general cuando hubieren negociado un activo tomando como referente información falsa o engañosa, siempre y cuando, quien suministrara esa información fuera el director de una compañía interesado en procurar un valor artificial a las acciones para permitir su cotización y hacer creer a los potenciales compradores un estado de cosas que no se correspondía con la realidad.

En *Central Railway of Venezuela v. Kisch*, retomando *New Brunswick and Canada Railway Co. v. Muggeridge*, se advirtió que los prospectos por naturaleza son invitaciones u ofertas públicas para contratar que contienen los elementos básicos para apreciar el negocio, pero también comprenden ciertos componentes de promoción que revelan el optimismo de sus promotores, sin que esto último justifique – de ninguna manera – declaraciones falsas o engañosas, o el ocultamiento de información relevante.

Más tarde, con un ánimo ciertamente restrictivo, en *Peek v. Gurney*, se sostuvo que un emisor de un prospecto no tenía un deber de cuidado hacia el inversor que compró sus valores en el mercado secundario⁷⁴ si pasaba un tiempo luego de suscribirlos, ya que el

⁷¹ Vid. FARRER, F. E. (1913), p. 43.

⁷² Vid. AVGOULEAS, E. (2005), p. 415.

⁷³ «Later in the nineteenth century, the matter of disclosure in company prospectuses gained precedence in the case of *Derry v. Peak* in 1889. The action in this case was based on the allegation that a prospectus issued to the plaintiff had misrepresented facts about the company. The plaintiff's claim, however, was dismissed on the grounds that the burden of proving fraud had failed. From this decision, the British government dealt with the issue of intent with the Director's Liability Act of 1890. The Act stipulated that the onus would shift to company directors to prove to shareholders that the statements in a prospectus are based in fact in the event of a dispute. Otherwise, company directors were now liable to wronged investors.» Vid. MARQUIS, K. (2009), p. 4. Consultar también a: LOSS, L / SELIGMAN J. (1995), p. 752; PISTOR, K. / XU, C. (2004), pp. 15-16; y, por último, WINFIELD, P. H. (1935), pp. 257-258.

⁷⁴ «In modern market conditions, issuers of securities rely upon the availability of a secondary market as enhancing the value of the securities which they offer, and will readily appreciate that the information provided by them will be often relied upon in that market. It is therefore appropriate to impose upon them some responsibility to purchasers in secondary markets

folleto de emisión de valores era por sí mismo tan solo una invitación para suscribirlos y no para comprarlos en el mercado aludido. Por lo tanto, a diferencia de los suscriptores, no podría presumirse que los compradores tan siquiera leyeran o tuvieran a su disposición los prospectos.⁷⁵

Esta visión restringida de la responsabilidad por *misrepresentation* tiene su máxima expresión en *Derry v. Peek* (LR 14 App Cas 337, 1889), decisión en la que, como se verá más adelante, se excluyó la posibilidad de declarar responsables por *misrepresentation* a los directores de las compañías que hubieren actuado negligentemente, sin que existiera un deber de cuidado frente a aquel que alega haber sido perjudicado.

Como reacción a esta postura fue expedido el *Director's Liability Act* de 1890 (cuyo contenido se examinará luego) y, más tarde, en el ámbito judicial, este enfoque limitado fue rechazado a través del asunto *Hedley Byrne & Co Ltd v. Heller & Partners Ltd* (AC 465, 1964) en el cual se prescindió de la exigencia de un deber de cuidado derivado de una relación contractual entre las partes, bastando la simple existencia de un nexo de proximidad entre los implicados del cual se pudiese inferir aquel deber, es decir, este vínculo especial puede surgir de relaciones no fiduciarias.

Aunque no se prescindió de la regla consagrada en *Derry v. Peek*, el deber de cuidado de los emisores se fue extendiendo a aquellos valores no sujetos a cotización y negociados en el mercado secundario. Con el tiempo se consideró que había que mirar si de las circunstancias particulares de quienes elaboraron el prospecto para que circulara de manera general, se podía desprender razonable y justamente algún elemento de proximidad (*Possfund Custodian Trustee Ltd an another v. Diamond and another*, 1 WLR 1351, ChD, 1996).⁷⁶

Un caso que debe mencionarse es *Percival v. Wright* (2 Ch 401, 1902)⁷⁷, pues en él se estableció como principio general la inexistencia de deberes fiduciarios por parte de los directores de las compañías respecto de los accionistas individualmente considerados, al estimar que estos deberes obraban únicamente frente a la compañía. Consecuentemente, los directores quedaban en libertad para valerse de la información que obtenían sobre los asuntos de la empresa y negociar con los accionistas quienes, por el contrario, no disponían de dicha información.

for the accuracy of that information. Issue documentation may attempt by a disclaimer notice to exclude liability to secondary market purchasers. However, depending on the circumstances, the court may hold that such a notice is ineffective pursuant to ss 2 and 13 of the Unfair Contract Terms Act 1977.» Vid. COUSINS, J. / CHARMAN, A. (2011), p. 19.

⁷⁵ En *Andrews v. Mockford* (1896) se indicó que aparte del prospecto, los documentos destinados al mercado secundario pueden extender el alcance o la influencia de una *misrepresentation* contenida en el folleto de emisión de valores.

⁷⁶ Vid. PAYNE, J. (1997), pp. 253-254

⁷⁷ Vid. ALEXANDER, K. (2004), p. 1002.

A pesar de no haber sido revocada, esta proposición fue moderada mediante decisiones posteriores, v. gr., *Allen v. Hyatt* (30 TLR 444, 1914) y *Coleman v. Myers* (2 NZLR 225, 1977), entre otras, pues, después de todo, los intereses de la compañía coinciden, de suyo, con los de sus accionistas, hacia la maximización de los beneficios societarios. Dicho de otro modo, aun cuando pueda diferenciarse entre los accionistas y la compañía, en un sentido orgánico y funcional, desde lo económico-jurídico comparten intereses y posiciones que deben ser atendidos y salvaguardados por sus directores.

En otro orden de cosas, *Anns v. Merton London Borough Council* (UKHL, AC 728, 1978) exigió examinar los siguientes aspectos para hablar de una acción por *misrepresentation*: 1) la existencia de una relación de proximidad o de contigüidad de la que pueda deducirse un deber de cuidado y, 2) el examen de las distintas circunstancias que puedan servir para negar, reducir o limitar el alcance de dicho deber, el número o la clase de perjudicados y los daños que alegan.

Empero, actualmente, la presencia de ese deber tiene que deducirse razonablemente y la causación de un daño a la otra parte con su omisión o transgresión también debe poder preverse así, de manera razonable, debido al vínculo especial, estrecho, o de proximidad entre las partes como el hecho de que una de ellas tenga un especial conocimiento o habilidad y la otra pueda confiar razonablemente en dichas aptitudes (*Murphy v. Brentwood DC.*, ABC.L.R. 07/26, 1990).

En contraste, en *Caparo Industries plc v. Dickman, et ál.*, (UKHL, 2 AC 605, 1990), se negó la existencia de un deber de cuidado en cabeza del auditor de una compañía frente a los potenciales oferentes en una OPA, sin importar si se trataba de accionistas actuales o eventuales que previsiblemente pudieran haber confiado en las cuentas auditadas de una empresa, es decir, dicha expectativa o confianza en un profesional de la auditoría no es suficiente para calificar una relación de próxima e imponer un deber de cuidado frente a los accionistas.

Por lo que toca a la regulación estatutaria, y siguiendo con el orden cronológico, en materia criminal se promulgó poco después el *Larceny*⁷⁸ *Act* de 1861⁷⁹ que consolidó en un solo acto la legislación dispersa relacionada con ciertas ofensas criminales como el hurto, el

⁷⁸ «In addition to false pretenses, English law also criminalized a separate offense known as larceny by deceit. At common law, larceny was defined as the trespassory taking of personal property from the *possession* of another. Because false pretenses was limited to cases involving the use of deception to obtain *title* to money or goods, it did not cover cases in which a defendant had used deception to obtain mere possession. The most famous example is *Pear's Case*, in which defendant fraudulently rented a horse from a stable, intending from the outset to steal it. Because only possession of, and not title to, the horse passed with the rental agreement, defendant could not be prosecuted for false pretenses. Instead, defendant was prosecuted for a newly created theft offense—namely, larceny by trick.» Vid. GREEN, S. P. (2001-2002), p. 186

⁷⁹ Vid. DAVIS, J. E. (1861), pp. 86-87.

robo (cuando hay fuerza o la amenaza de fuerza), el desfalco o la malversación de fondos (*embezzlement*), entre otras.

Esta Ley prohibió a los directores, gerentes y directivos de compañías públicas o privadas, realizar, hacer circular o publicar cualquier declaración escrita, a sabiendas de su falsedad, con la intención de defraudar a sus socios, accionistas o acreedores.⁸⁰ Como puede observarse la disposición sólo contempló las comunicaciones o declaraciones contenidas en escritos, limitando así su propio alcance o efectividad en el contexto de la protección de los inversores.⁸¹

Esta normatividad es el reflejo legal de la desconfianza que habitualmente atormenta a los accionistas frente a las eventuales actuaciones desleales de los directivos o administradores de las empresas, ya que estos no siempre buscan la maximización del valor de una compañía. Los posibles conflictos de intereses, derivados de la dicotomía entre propiedad y control societario, se ven engrandecidos por la asimetría de la información que caracteriza la relación, pues el accionista no está normalmente involucrado en la gestión de la empresa.

Es por ello que desde el sector privado, a través, por ejemplo, de la implementación de una mejor retribución (decisión que los mercados suelen recibir de buen gusto con la subida del precio de las acciones)⁸², o desde la regulación estatal (con sanciones económicas o, incluso, privativas de la libertad) se interviene para disuadir moral y jurídicamente a los directivos para que no incurran en prácticas que puedan afectar económicamente a la compañía y al mercado.

La ley también se refirió a las *false pretences*⁸³ que son, fundamentalmente, declaraciones falsas, verbales o escritas, sobre hechos pasados o presentes (relevantes), emitidas a sabiendas de su falsedad y que tienen como objetivo y efecto defraudar a otro, en el sentido de que este último accede a desprenderse de sus derechos o bienes por razón de esas declaraciones, ya que confió en ellas.⁸⁴

⁸⁰ Al *Larceny Act* de 1861 le precedió el *Larceny Act* de 1827. Fue enmendado por el *Larceny Act* de 1868, el *Larceny (Advertisements) Act* de 1870, el *Larceny Act* de 1896 y el de 1901. El *Larceny Act* de 1861, el de 1870 y el de 1901 fueron derogados por el *Larceny Act* de 1916 y éste, a su vez, por el *Theft Act* de 1968. Este último fue enmendado por el *Theft Act* de 1978 y por el *Theft (Amendment) Act* de 1996. El *Fraud Act* de 2006 derogó algunas secciones del *Theft Act* de 1968, de 1978 y de 1996. La mayoría de estos textos pueden consultarse en: <http://www.legislation.gov.uk/>.

⁸¹ Vid. sección 19 del *Theft Act* de 1968.

⁸² Vid. MELLE HERNÁNDEZ, M. (2005), pp. 73-78. En su estudio la autora se empeña en demostrar cómo la adopción de planes de opciones sobre acciones afecta positivamente al mercado de valores español.

⁸³ «The offense of false pretenses was added to the list of deception offenses in England in 1757, under a statute that made it a crime for any person to "knowingly or designedly" by false pretenses obtain title to "money, goods, wares or merchandizes" from another person "with the intent to cheat or defraud...it required a false representation of an existing fact, rather than merely a false promise, opinion, or prediction. For example, "falsely stating that a gem has been appraised at \$1,000 constitutes a false representation for purposes of false pretenses liability, but falsely stating that the gem *will* appreciate in value over the next year does not.» Vid. GREEN, S. P. (2001-2002), p. 185

⁸⁴ Vid. sección 88 del *Larceny Act* de 1861 y sección 32 del *Larceny Act* de 1916.

Esta especie de ofensa criminal fue reemplazada por las *deception offences* del *Theft Act* de 1968. Las *deception offences* pueden ser deliberadas o imprudentes (*recklessness*), y consisten en declaraciones o conductas (acciones u omisiones) utilizadas para defraudar a otro, que tienen la virtud de generar una impresión engañosa sobre ciertos hechos o cosas.

El *Theft Act* de 1968, derogado por el *Fraud Act* de 2006, utilizó el concepto de *dishonesty*, concretándolo de manera negativa, es decir, señalando aquellos eventos en los cuales no se actuaba deshonesto o fraudulentamente. Así las cosas, este estatuto concedió al operador jurídico un gran margen de apreciación para determinar si una conducta es deshonesto o no.

En su segunda sección, esta Ley especificó que una persona no actúa deshonestamente en los siguientes eventos: 1) cuando se apropia de algo (en nombre propio o ajeno) con la creencia de que tiene el derecho legal de hacerlo; 2) cuando la apropiación se da con la convicción de que quien resulta privado de su derecho consiente en ello, lógicamente, si esta última persona conoce el hecho y las circunstancias que desencadenaron la apropiación; y, 3) cuando la apropiación ocurre con la creencia de que el propietario de la cosa no puede ser identificado empleando medios y recursos razonables.

En el caso *R v. Ghosh* (EWCA Crim 2, 1982) se expresó que para determinar si se había actuado deshonestamente se debía realizar un análisis de dos niveles, esto es, evaluar primero los estándares comunes de personas honestas y razonables respecto de lo que podría calificarse como deshonesto (nivel objetivo); para luego establecer si el acusado debía haberse dado cuenta de que su actuar era deshonesto según aquellos estándares (nivel subjetivo).

Sin embargo, este test para determinar cuándo un comportamiento es deshonesto ha sido fuertemente cuestionado desde el plano civil, en vista de que, por lo general, a diferencia de lo penal, y para tener un mayor alcance en términos de responsabilidad, se prefiere un enfoque objetivo, comparando lo que habría hecho una persona honesta en las mismas circunstancias, con lo que hizo el presunto infractor, sin examinar su consciencia sobre la deshonestidad de su actuación.⁸⁵

En otro orden de ideas, en el campo del derecho corporativo, fue promulgado el *Director's Liability Act* de 1890 que dejó en evidencia la relación cercana y de mutua

⁸⁵ Vid. HUDSON, A. (2007). Este autor analiza el enfoque subjetivo/objetivo con el cual se decidieron los siguientes casos: *Royal Brunei Airlines v. Tan*; *Twinsectra v. Yardley*; *Dubai Aluminium v. Salaam*; *Barlow Clowes v. Eurotrust* y *Abou Rahmah v. Abacha*

confluencia que existe entre la gobernanza corporativa⁸⁶ y la regulación de los mercados de valores. Vínculo que sigue profundizándose hasta la actualidad en virtud de que la mayoría de conductas constitutivas de abuso del mercado tienen una «denominación de origen corporativa», en otras palabras, surgen casi en su totalidad – y de forma muy similar – de las entrañas empresariales.

Esta ley, como se advirtió antes, fue la respuesta parlamentaria a la decisión judicial en el asunto *Derry v. Peek* (LR 14 App Cas 337, 1889) para atemperar – en el seno del *common law* – la exigencia tradicional de una intención o de negligencia en las declaraciones vertidas en los prospectos, facilitando que pudiera hablarse de responsabilidad de los emisores.⁸⁷

La nueva normatividad modificó la carga de la prueba en los casos en que el contenido de los prospectos de emisión de valores no se correspondiera con la realidad y que, con motivo de ello, las declaraciones allí consignadas tuvieran la potencialidad de inducir a error a los accionistas. Supuesto lo anterior, de ahora en adelante correspondía a los directores de las compañías probar que habían actuado diligentemente al elaborar el folleto de emisión de acciones (vid. *Rex v. Kysant*, 1 KB 442, 1932)⁸⁸

Este amparo legal se vio reforzado por el *Companies Act* de 1900 que estableció reglas muy precisas en materia de *disclosure* cuando se trataba de obtener financiación pública.⁸⁹ De este modo, se buscaba dar mayor transparencia a la gestión corporativa e incrementar la confianza de los ciudadanos en el sistema financiero.

Un punto también interesante es el correspondiente a los alcances de la responsabilidad de los directores cuando en ejercicio de sus funciones tienen que emitir reportes sobre la base de informes contables realizados por otros profesionales. Esta cuestión cobra importancia en cuanto dichos reportes pueden hacer caer en un error o, incluso, servir para engañar a los inversores, surgiendo – consecuentemente – la pregunta

⁸⁶ Vid. GALANIS, M. (2011), pp. 327–363. Este autor analiza la tensión que existe en materia de gobernanza corporativa entre la ley y el contrato, preguntándose si debe ser el uno o el otro el que impere en este asunto. Al final concluye que es imposible que la regulación del sector corporativo se base solamente en el contrato, ya que éste no cumple efectivamente con su función de equilibrar las diferencias de poder entre los individuos al momento de negociar.

⁸⁷ Vid. DAVIES, P. (2010), p. 444.

⁸⁸ «Thus in 1932 a British court sent Lord Kysant to prison because his steam ship line had issued a prospectus that had a *truthfully* stated its average net income for the past ten years and its dividends for the past 17 years, but had deliberately *concealed* the fact that its earnings during the first three of the ten years had been greatly augmented by World War I as compared with the seven lean years that followed. This was a criminal prosecution rather than a deceit action. The Larceny Act of 1861, under which it was brought, made it a misdemeanor for a director to make “any written statement or account which he or she shall know to be false in any material particular” with the intent to induce any person to advance property to his or her company.» Vid. LOSS, L / SELIGMAN J. (1995), pp. 752-753

⁸⁹ Vid. PALMER, F. B. (1901), p. 25 y ss.

sobre la conveniencia de emplear un criterio de asignación de la responsabilidad civil basado en la culpa o sin ella.⁹⁰

No puede perderse de vista que la construcción de un sistema basado en la culpa no necesariamente implica un camino de rosas para los directivos (*Dovey v. Cory*, AC 477, 1901),⁹¹ pues, hoy por hoy, criterios como el de la honestidad y la razonabilidad no son suficientes, y la valoración de la culpa viene acompañada de elementos técnicos más exigentes, no sólo desde el ámbito profesional o del mercado de valores, sino también de la exigencia de justicia cuando las actuaciones de los altos cargos afectan a inversores particulares, a otros participantes del mercado, o a la economía en general, elevándose así el nivel de reproche jurídico, sin que la responsabilidad se vuelva objetiva.⁹²

Este repaso, algo ceñido, es útil para tener presente que durante mucho tiempo se prestó poca atención a la regulación del fenómeno del abuso de información privilegiada en el derecho inglés, y el tratamiento de la manipulación del mercado fue indirecto y confuso.

En cuanto a la manipulación del mercado de valores, se empleó el derecho corporativo y el criminal, pero sin un tratamiento sistemático, es decir, sin que se articulara o delimitara claramente la esencia de las conductas manipuladoras, pues, en términos generales, de forma muy dispersa y segmentada, se aludió a actuaciones o declaraciones engañosas, falsas o con un gran potencial para inducir a otro en un error en el curso de una negociación con valores.

Esta orientación tan restringida estuvo acompañada de la aparición de conceptos que como los de *recklessness*⁹³, *dishonesty*⁹⁴, *deception* y *willfulness* hacen parte de la

⁹⁰ Vid. EILÍS, FERRAN (2011), pp. 324-325.

⁹¹ «A director was found not liable for relying on assertions received from the company chairman and a general manager in respect to dividends and capital advances improperly made. The Earl of Halsbury said: "... I cannot think that it can be expected of a director that he should be watching either the inferior officers of the company or verifying the calculations of the auditors himself. The business of life could not go on if people could not trust those who are put into a position of trust for the express purpose of attending to details of management." However, it has to be stressed that much depends on the context and circumstances of delegation. A director, for example, cannot blindly accept as correct all documents placed before him that have been prepared by another.» Vid. SMITH, D. (1999), p. 192.

⁹² «The cases that are said to be part of the trend away from fault-based liability need to be carefully examined in order not to miss the contextual significance of judicial statements that in isolation may appear to support a strict standard but which were actually made in relation to directors who were dishonest or otherwise very clearly at fault.²⁵ Whether the possibility of granting relief from liability really is an adequate safety-valve that can, and should, be relied upon to prevent injustice also merits close scrutiny.» Vid. EILÍS, FERRAN (2011), p. 326.

⁹³ «Recklessness is nebulous, existing in a bizarre twilight zone not susceptible to concrete prediction or accurate application... Some term that captures the fact that in practice recklessness is little more than negligence with greater political or moral disapproval. Other terms like aggravated negligence, consequentially aggravated negligence, wrongful negligence, immoral negligence, dark heart negligence, or spiteful negligence, could be set forth as the standard for awarding punitive damages in non-intentional cases and establishing liability in other contexts where recklessness now plays a central role. A new term would give courts a clean slate on which to evaluate wrongful conduct, unburdened by hundreds of years of confusion over gross negligence, recklessness, and wanton and willful misbehavior.» Vid. RAPP, G. C. (2008), pp. 170-172. En este texto, el autor citado analiza el concepto – *recklessness* – desde su definición en el *Restatement of Torts* (despreocupación consciente por un riesgo sustancial de daño serio), para realizar luego un análisis crítico de cómo puede diferenciarse entre una decisión consciente o una inconsciente; entre el conocimiento de un riesgo y la apreciación de su severidad (p. 148 y ss.); la forma en que se estiman las probabilidades de ocurrencia de un evento adverso (si se tiende al optimismo o no, p. 156.); el modo en que ocurre el proceso de toma de decisiones desde la

descripción de los comportamientos y son utilizados – incluso ahora – para precisar las conductas de abuso de mercado.⁹⁵ Empero, estos elementos han recibido un desarrollo jurisprudencial muy particular y variado que supera su significado ordinario, con las consiguientes dificultades de interpretación y aplicación.

1.6. Elementos subjetivos problemáticos en la delimitación del abuso de mercado.

Es importante destacar, desde ya, que una efectiva armonización legislativa sobre el abuso de mercado demanda el empleo de definiciones completas, concretas y simples, pero flexibles, que puedan ser aplicadas en la mayor parte de los sistemas jurídicos, sin que las particularidades de estos últimos o de los mismos conceptos adoptados menoscaben el rendimiento jurídico y práctico de las regulaciones en la materia.

Por ejemplo, en el ámbito del *Common Law* inglés, lo que debe entenderse por *recklessness* ha sido objeto de muchas interpretaciones que han ubicado el concepto, básicamente, entre la negligencia y la mala conducta de carácter intencional.⁹⁶

En el fallo de *R. v. Bates* (2 AER 842, 1952) se sostuvo que incluía los actos de las personas que, actuando honestamente (obsérvese cómo se hace uso de este concepto), se comportaban de forma descuidada o despreocupada. Posición esta que fue apoyada luego por la Corte de Apelación Criminal en *R. v. Russell* (1 W.L.R. 77, 1953).

Por el contrario, en *R. v. Mackinnon* (1 Q.B. 150, 1959)⁹⁷ se indicó que, en el contexto de las conductas fraudulentas, cuando se empleaba la palabra «*reckless*» se estaba aludiendo a declaraciones que se hacían sin importar si eran falsas o verdaderas. Por lo tanto, en estas conductas podría apreciarse la existencia de deshonestidad o fraude, cuestión

psicología y la neurociencia, cuestionando el hecho que se asuma que los seres humanos puedan apreciar el riesgo y dirigir su conducta según un estándar de actuación segura, o que tomen decisiones de modo totalmente consciente; entre otros asuntos.

⁹⁴ «6. Meaning of dishonesty. For the purposes of paragraphs 3(3) and 5(2) a person's conduct is regarded as dishonest if (and only if) — (a) it is regarded as dishonest by persons who regularly trade on the securities market in question, and (b) the person was aware (or must be taken to have been aware) that it was so regarded.» Vid. *Financial Services and Markets Act* de 2000.

⁹⁵ Vid. sección 397 del *Financial Services and Markets Act* de 2000.

⁹⁶ Vid. RAPP, G. C. (2008), pp. 116-120. En los casos de quiebra, por ejemplo, el término *reckless* se ha aproximado más al de negligencia. Un análisis doctrinal y jurisprudencial del concepto de *reckless* en el *Tort Law* puede encontrarse a partir de la página 136 de la obra recién citada.

⁹⁷ «Recklessness, by contrast, implies risk taking, as opposed to foresight of certainty. Here there has been great controversy over the past few decades as to the right approach to the determination of fault. The traditional approach to recklessness as a form of *mens rea* very much reflected the view that *mens rea* had to be based on the defendant's state of mind. In *R v Cunningham* [1957] 2 All ER 412, the Court of Appeal held that a defendant was reckless only if he took an unjustifiable risk and was at least aware of the risk materializing. The key point about this approach to recklessness was that there would be no liability if the risk never occurred to the defendant.» Vid. THE ASSIZES (1959), pp. 19-21. Vid. también a: BRADY, J. B (1980), p. 390 y ss. BRADY critica la definición de *recklessness* como «*the conscious disregarding of a substantial and unjustifiable risk*» y da varios ejemplos de porqué lo hace, estableciendo grados de conducta caracterizada por *recklessness*.

que difiere de aquellas situaciones en las que una declaración tiene lugar con la convicción honesta de que es verdadera.⁹⁸

En *R. v. Grunwald* (1 Q.B. 935, 1963) se reprochó la conducta del director de un banco comercial por permitir la oferta de compra de acciones aun cuando dicha oferta contenía declaraciones y promesas contrarias a la sección trece del *PFI Act de 1958*⁹⁹, es decir, manifestaciones que podrían ser falsas y que eran efectuadas con la consciencia de dicha posibilidad.

Como puede intuirse, no existe una descripción general o específica, legal o judicial, lo suficientemente depurada y adecuada para configurar el concepto de *recklessness*¹⁰⁰, circunstancia ésta que arroja indeterminación y confusión, y que debería ser evitada, en aras de procurar una aplicación técnica de la ley, más uniforme y menos incierta.

De igual forma, el concepto de *dishonesty* puede originar ciertas inquietudes en cuanto, tradicionalmente, ha sido considerado una cuestión de hecho que debe establecer el jurado. Según el caso *Ghosh* (ya mencionado), el jurado debe tener en cuenta los estándares de una persona “decente” en circunstancias ordinarias.

Aunque al final el caso *R. v. Salvo* (VR. 401, 1980)¹⁰¹ se acomodó a *Ghosh*, se discutió sobre el concepto de *dishonesty*, dejando en el aire la cuestión de que *Ghosh* no era suficiente ni resultaba aplicable a ciertos delitos que requerían de un concepto autónomo. De esta manera, se argumentó que se actuaba deshonestamente cuando, a sabiendas, se despojaba a otro de su derecho mediante declaraciones falsas u otro tipo de medios ilegítimos, pero no cuando se pretendía obtener un derecho con la convicción de que no se estaba actuando ilegalmente.

Podría deducirse de lo anterior, y sólo con el análisis de estas dos decisiones ya que un estudio pormenorizado superaría los intereses de este escrito, que existe una gran probabilidad de que el concepto de *dishonesty*¹⁰² varíe según el jurado o el juez a quien

⁹⁸ Vid. SEALY, L. S. (1971), p. 504

⁹⁹ Vid. el *Prevention of Fraud (Investments) Act de 1958*

¹⁰⁰ Vid. BRADY, J. B (1980), pp. 397-399. Este autor hace un análisis bastante interesante sobre la diferencia entre los distintos niveles de *negligence*, *intentional conduct* y *recklessness*, concluyendo que, en el fondo, subyacen consideraciones sobre la “moral” de las conductas, y no tanto sobre el grado de voluntad que pueda caracterizarlas.

¹⁰¹ Un caso de lavado de activos.

¹⁰² «The word ‘dishonestly’ in the definition in clause 1(1) is very important, as dishonesty is a vital element in the offence [of larceny]. The word replaces the requirement in 1916 section 1(1) that the offender should take the property ‘fraudulently and without a claim of right made in good faith’. The question ‘Was this dishonest?’ is easier for a jury to answer than the question ‘Was this fraudulent?’ ‘Dishonesty’ is something which laymen can easily recognize when they see it, whereas ‘fraud’ may seem to involve technicalities which have to be explained by a lawyer.33» Vid. STEEL, A. (2009), p. 112. Este autor analiza a partir de varios casos el significado del concepto “*dishonestly*”, “*fraudulently*”, “*intent to defraud*”, entre otros.

corresponda examinar el caso, inclusive dentro del mismo sistema jurídico, esto es, en el *Common Law*.¹⁰³

Así las cosas, en principio, frente a una misma conducta los criterios para determinar cuando se actúa deshonestamente serán distintos en cada evento, lo que asestaría un duro golpe a la seguridad jurídica y a la deseada armonización de legislaciones en el seno de la UE.¹⁰⁴

Otro tanto puede decirse respecto al término *deception* cuyo significado en el lenguaje ordinario se corresponde con el de engaño, pero que desde el punto de vista técnico legal puede resultar algo equívoco en el sistema del *Common Law*, ya que posee múltiples sentidos según el área jurídica.¹⁰⁵

No obstante lo anterior, este concepto alude, en esencia, a aquellos actos (declaraciones, acciones u omisiones¹⁰⁶) que, con apoyo en diversos recursos o estrategias, tienen el propósito de crear en otras personas una falsa creencia o impresión sobre algo.

Su contenido depende del contexto, del tipo de conducta que se esté examinando, es más, en su tipificación legal o judicial se exige la identificación precisa de los efectos de la tergiversación o la falsa impresión y, según el caso, de la producción de una pérdida económica y su prueba.¹⁰⁷

Esas declaraciones o comportamientos¹⁰⁸ son substancialmente información, datos que dan a entender un asunto (directamente, porque esa ha sido la intención o porque así se

¹⁰³ Para ampliar la información puede consultarse a STEEL, A. (2009), pp. 103-136.

¹⁰⁴ « A second criticism of the Ghosh test is that current standards are to be applied with the potential for one jury in one year holding the accused to be not dishonest but a later jury finding the behaviour dishonest. An example is 'staggering', the practice, particularly common in the early years of the privatisation of nationalised industries, of applying for more shares than one has money to buy in the expectation that the issue would be oversubscribed and one would have to pay only for a proportion of the shares requested. Is this practice dishonest? There may well be a deception (Greenstein [1975] 1 WLR 1353, CA), but the issue of dishonesty is for the jury. It is suggested that a reasonable jury may have considered the practice not dishonest a quarter of a century ago but may find it dishonest nowadays. Persons who would otherwise have received an allocation of shares or a greater allocation have thus been dishonestly deprived of the opportunity of acquiring shares. Two defendants could therefore be found guilty of conspiracy to defraud.» Vid. JEFFERSON, M. (1998), pp. 581-582.

¹⁰⁵ A todo esto, en el derecho estadounidense, específicamente en el ámbito del marketing y la venta de productos y servicios, la *Federal and Trade Commission* (FTC) estableció que un acto o práctica puede ser calificado como *deceptive* si cumple las siguientes condiciones: (1) Tener la capacidad o generar la probabilidad de engañar o hacer caer en un error a (2) un número sustancial de consumidores de (3) una forma relevante o determinante a la hora de tomar la decisión de consumo. Para ampliar esta información puede consultarse a BAILEY, P. P. / PERTSCHUK, M. (1983-1984), pp. 849-897

¹⁰⁶ «But silence, too, has been actively deceptive when the principal clearly relies on silence as an indication of a certain status. In *United States v. Von Barta*, 75 the Second Circuit affirmed a conviction of a brokerage firm employee for causing the continued extension of credit to a severely undercapitalized firm in which the employee secretly held an interest, notwithstanding the employer's express instructions that it be kept informed of adverse developments. Thus, even where there is little or no direct evidence of active concealment or a cover-up, the courts invoke the fiction of an implied and continuing representation of loyalty.» Vid. LANGEVOORT, D. C. (1982-1983), p. 1265

¹⁰⁷ Vid. CARSON, T. L. / WOKUTCH, R. E. / COX, J. E. Jr. (1985), pp. 93-104. Este texto contiene un análisis muy interesante sobre cómo opera el término *deception* en la publicidad.

¹⁰⁸ «The first is that there is no deception unless the communicator intends to deceive. Untrue statements made by mistake are not deceptive, although they might cause a listener to be misled...Second, there is no requirement that the message itself be untrue, since "literally true" statements (a concept that is discussed below) can obviously be deceptive...Third,

espera) en un sentido determinado.¹⁰⁹ Cuando estas actuaciones están caracterizadas por *deception* deben haber tenido y haber producido en el destinatario la credibilidad o autoridad suficiente para fijar en él una idea o un estado mental determinado, esto es, una confianza en lo que otro quiso que creyera y por virtud de la cual actuó de una forma y no de otra.

Esa confianza dependerá mucho de los estándares y prácticas seguidos en las negociaciones del mercado en cuestión, aumentando la exigibilidad jurídica en las relaciones permeadas por deberes fiduciarios.¹¹⁰ Por eso, los requisitos o estándares a efectos de divulgar información a la otra parte (*disclosure*) son mucho más severos cuando hay de por medio una relación fiduciaria¹¹¹ y, en consecuencia, un fallo o una falta en materia de divulgación pueden ser – en algunos casos – asimilados a fraude o engaño.

En términos amplios, es difícil que las partes en una negociación se abstengan de aprovecharse de ciertas ventajas derivadas de las disparidades de información y conocimiento existentes entre ellas, más aún si han surgido como resultado de sus propios esfuerzos.

Sin embargo, en ciertos supuestos, como los de protección del consumidor, y en relaciones fiduciarias o sectores sensibles donde la confianza es un valor en sí mismo, es decir, un interés digno de protección legal, como sucede en el mercado de valores, la posibilidad de explotar esas diferencias se ve acortada drásticamente, al menos en la actualidad.

Según algunos autores,¹¹² esa posibilidad restringida, en conjunción con la creación de deberes u obligaciones positivas de divulgación (selectiva o no), puede afectar seriamente

deception can come in a variety of different forms. One can deceive by making a statement, asking a question, issuing a command, stating an opinion, displaying a picture, making a facial expression or gesture, or engaging in various other forms of verbal and non-verbal behavior.» Vid. GREEN, S. P. (2001-2002), p. 163

¹⁰⁹ Vid. CARSON, T. L. / WOKUTCH, R. E. / COX, J. E. Jr. (1985), p. 98

¹¹⁰ «Fiduciary rules apply to those acting in certain recognized fiduciary roles, such as lawyers, doctors, brokers, and trustees, and to those occupying roles that appear, on case-by-case analysis, to invite confidence. Statements that otherwise would be treated as unreliable statements of opinion become assertions that justify reliance when spoken by fiduciaries.» Vid. ALEXANDER, L. / SHERWIN, E. (2003), p. 415. «The Law Commission's Report on Fiduciary Duties adopted a similar definition of fiduciary relationship and observed that fiduciaries are subject to four rules: (a) the no conflict rule, (b) the no profit rule, (c) the undivided loyalty rule, and (d) the duty of confidentiality.» Vid. AVGOULEAS, E. (2005), p. 430

¹¹¹ «The fiduciary concept derives from trust and agency principles. Agency law deals with situations in which a person (the agent) is subject, in theory at least, to control by the principal... The law of trusts, by contrast, deals with situations in which the fiduciary (the trustee) has discretionary authority over trust property and the beneficiary holds only an indirect ownership interest... In both, actions contrary to the duties of loyalty and care are remedied by giving the beneficiary of the relationship the right to recover not only for the losses he suffers, but for profits improperly made by the fiduciary as well... For certain instances of misconduct, criminal and administrative law supplement this protection. The federal securities laws' provisions governing investment advisers are an example of administrative control over fiduciary activity.» Vid. LANGEVOORT, D. C. (1982-1983), p. 1248

¹¹² «Others have argued that even when information is acquired casually, a rule permitting informed parties to trade without disclosing what they know is desirable because it encourages useful speculation. Speculative trading moves market prices in a direction that reflects the speculator's information, and the resulting price changes send signals that guide efficient decision-making about resource use. If trading on private information is prohibited, parties with information will have no incentive to reveal it, and it may not reach the market.» Vid. ALEXANDER, L. / SHERWIN, E. (2003), p. 439.

el interés de quien posee una información (casualmente o por su propio esfuerzo) de negociar con base en ella, de revelarla y permitir que sea absorbida por el mercado.

Aunque esta posición es respetable, es un poco exagerada ya que no se busca evitar (y a efectos prácticos tampoco se lograría) que la información privada llegue al mercado, sino que se oculte o se haga uso de maniobras para desviar la atención del otro o engañarlo, aprovechándose indebidamente de su confianza, de su buena fe. Por supuesto, lo que en el fondo dejan ver estas prohibiciones o restricciones es un fundamento moral, en aras de impedir un enriquecimiento injusto a expensas de la debilidad o desventaja de la otra parte.¹¹³

Hay que aclarar que el concepto de *deception* va más allá que el de mentir ya que al mentir es posible que la mentira no cuaje, no tenga éxito, pero cuando se trata de un caso de *deception* sí que hay cierto éxito, pues se requiere el surgimiento de una falsa impresión o creencia en otra persona, independientemente de si luego hay un aprovechamiento de tipo económico o de otra índole.

Esa falsa creencia sobre, por ejemplo, la naturaleza del riesgo de un producto financiero hace que el inversor tome una decisión de compra o de venta que no hubiera realizado sin la existencia de esa falsa impresión. Por ello, su manifestación de voluntad se ve alienada porque no dispuso de la información necesaria y adecuada para decidir libremente.

Empero, al analizar si una conducta es *deceptive* o no, hay que evaluar si por sí misma tiene la aptitud de causar una falsa impresión o creencia, de conformidad con un juicio de razonabilidad que atienda a las circunstancias comunes y también particulares del incidente concreto.

Luego de esta visión general del concepto de *deception* en el *Common Law*¹¹⁴ inglés, se dedicarán algunas líneas a explicar su tratamiento desde la perspectiva del derecho estadounidense con el objetivo de estudiar su relevancia en la técnica legislativa del abuso de mercado y, por supuesto, dejar en el aire la inquietud de elaborar, en el ámbito comunitario, términos propios que, a favor de la eficacia y de un rendimiento jurídico-económico óptimo, desalienten desarrollos nacionales innecesarios que socaven su funcionamiento.

En la configuración general del abuso de mercado en el derecho estadounidense se usan las expresiones *deceptive* o *deception* en diversas situaciones. Una de ellas es, por ejemplo, la sección 10 del *Securities Exchange Act* (SEA)¹¹⁵ que es considerada una norma

¹¹³ Vid. GREEN, S. P. (2001-2002), pp. 157-212.

¹¹⁴ Para profundizar sobre el tema puede consultarse a LEVMORE, S. (2007), pp. 1359-1383.

¹¹⁵ Securities Exchange Act.

general antifraude, pues además de dar cabida amplia al abuso de mercado contempla también fenómenos como el *churning*¹¹⁶, la apropiación indebida de valores por parte de un intermediario o la mala gestión de los directivos en conexión con operaciones de valores, entre otros.

El elemento *deception* puede ser encontrado tanto en los casos de fraude como en los eventos de incumplimiento de deberes fiduciarios. Aunque aparentemente su prohibición obedezca a intereses de protección diferentes, más que sancionar una mala conducta o mala gestión, con su regulación se busca proteger un interés primordial: la confianza.¹¹⁷

El fundamento para regular ciertos aspectos de las relaciones fiduciarias en defecto de una regulación pormenorizada en materia contractual, radica en el hecho de que en muchas de ellas, la labor de gestión de los asuntos de otros está definida por un grado de confianza e independencia considerables.

A pesar de que exista un marco general de actuación, subsisten amplias potestades discrecionales que le permiten a un profesional actuar con autonomía en la gestión de los negocios de sus clientes, más aún en un sector tan técnico y en constante innovación como el del mercado de valores. Por ello, la tentación de actuar en contra de los intereses de los clientes es muy alta, posibilidad que puede aumentar en tanto la remuneración del agente fiduciario sea baja.

Así las cosas, la regulación legal de los deberes y la responsabilidad fiduciaria pueden reducir los costes de transacción, pues si se refuerza la idea en un sujeto de que existe un deber fiduciario frente a otro, el acreedor de dicho deber puede confiar en la información y en la gestión que el primero realiza en una operación de valores determinada, sin tener que invertir tiempo o esfuerzo para comprobar su veracidad o irregularidad, esto es, limitando la aplicación rigurosa del principio del *caveat emptor*.

Cuando no existe un deber fiduciario concreto y reconocible, lo que se potencia en un mercado anónimo, se ha dejado entrar en escena el interés del legislador por evitar el enriquecimiento injusto de alguien a costa de otro. Lo antecedente se promovió en el terreno judicial a través de la creación, por ejemplo, de un deber general de abstenerse de negociar

¹¹⁶ El *churning* ocurre cuando un *dealer*, actuando en su propio interés, y en contra del interés de su cliente, lo induce a realizar transacciones excesivas en cuanto a volumen y frecuencia para cobrar más comisiones. Vid. LANGEVOORT, D. C. (1982-1983), p. 1247.

¹¹⁷ «An antifraud prohibition encourages reliance on others by preventing one person from taking undue advantage of another's lack of information, generally in the contract formation process (*ex ante*). Fiduciary responsibility law furthers precisely the same objective by extending the protection against cheating *ex post* and by recognizing that in any relational contract setting similar opportunities to take advantage of the other party's reliance continue throughout the relationship. Thus, both doctrines serve to proscribe the appropriation of value arising out of an exchange relationship to which one party would not consent and could avoid if fully informed.» Vid. LANGEVOORT, D. C. (1982-1983), p. 1252

con información privilegiada o de divulgar, como se verá posteriormente al desarrollar el tema del *insider trading*¹¹⁸.

Según GREEN¹¹⁹, existen tres clases de *deception*: a) *lying*, b) *merely misleading* y c) *falsely denying*. En la primera se asevera algo que se sabe es falso, aunque no se logra crear una impresión o creencia en otro. En la segunda se hace o se deja creer a otro que algo es cierto, cuando se sabe que no es así, afirmando algo falso o creando una impresión de que algo es falso a través de actos distintos a la mera afirmación. Y, finalmente, la tercera se refiere a casos donde se engaña o se hace caer en un error a otro – con mentiras o sin ellas – para negar una acusación por un delito.

Para rematar este asunto, el del concepto de *deception*, es recomendable consultar algunas de las decisiones judiciales que se encargan de su tratamiento, por ejemplo, en el caso *Rex v. Kysant* (1 KB 442, 1932) el demandado fue condenado porque su compañía naviera emitió un prospecto que, no obstante declarar verazmente su promedio de ingresos netos y sus dividendos de los últimos diez y diecisiete años, respectivamente, encubrió el hecho de que sus ganancias durante los primeros tres años habían aumentado con ocasión de la Primera Guerra Mundial, en contraste con los pocos ingresos de los años subsiguientes.

Esto significa que una declaración que, en principio, es literalmente cierta puede ser engañosa o *deceptive* cuando por sí misma es una verdad a medias y existe la intención de ocultar parcialmente la verdad. En el fondo se entraría en un terreno, el de la presentación de los datos a los potenciales inversionistas, que debe analizarse con ponderación y según las circunstancias concretas para no pasar de largo respecto de conductas que ciertamente merecen reproche jurídico y para no caer en un subjetivismo peligroso que lleve a una indeseable arbitrariedad.

En *Ernst & Ernst v. Hochfelder* (425 U.S. 185, 1976) se indicó que en la sección 10 del SEA se perfilaba con claridad el deseo del legislador por prohibir conductas intencionales ya que empleó las palabras “*manipulative*” y “*deceptive*”. Adicionalmente, la Corte definió que al utilizar el vocablo “manipulación” en las transacciones con instrumentos financieros, este término adquiriría un carácter específico y técnico que implica la intención de causar una falsa impresión o creencia, mediante el control y la afectación artificial del precio de los valores.¹²⁰

¹¹⁸ La regulación del *insider trading* tuvo desde sus inicios una conexión muy íntima con el tema de los deberes fiduciarios, pero luego se abandonó esta postura, adoptando otras teorías que dieran mejor cabida a otras conductas en las cuales no podía apreciarse claramente lo fiduciario, aunque sí la disparidad en el acceso a la información en los mercados (*parity of information paradigm and economic efficiency considerations*). Vid. LOKE, A. F. (2006), p. 125

¹¹⁹ Vid. GREEN, S. P. (2001-2002), pp. 159-169.

¹²⁰ Vid. HODGES BELL, D. (1977), pp. 878-879

En el caso *Lucia v. Prospect Street High Income Portfolio, Inc.* (769 F.Supp. 410, 1991) la parte demandada emitió un prospecto que contenía una comparación de ganancias a diez años entre bonos basura y notas del Tesoro estadounidense, documento según el cual los primeros superaban a los segundos. Empero en los seis años anteriores a esas diez anualidades había ocurrido todo lo contrario.

De esta guisa, se condenó al demandado por fraude, pues aun cuando una declaración sea literalmente exacta puede servir (en atención al contexto o a la forma en que sea presentada) como un recurso para engañar o hacer caer en un error a los inversores.¹²¹

Finalmente, en cuanto a la expresión “*willfulness*” que se encuentra en las descripciones de las conductas de abuso de mercado, principalmente las que atañen al *insider trading* en sistemas de *Common Law*, puede indicarse – fundamentalmente – lo mismo que se dijo en relación con los demás conceptos, es decir, existen muchas interpretaciones sobre su alcance debido a que su contenido es variado según los precedentes judiciales.

En EE.UU., por ejemplo, si bien es cierto que desde la perspectiva judicial no solía hacerse mayor diferencia en cuanto a los requisitos necesarios para probar el *insider trading*, ya sea en la vía penal o en la civil; en *O’Hagan*, decisión a la que se aludirá posteriormente, comienza a perfilarse, en materia criminal, la exigencia de obrar con un elemento extra: «*willfulness*».¹²²

Este elemento adicional puede englobarse dentro del concepto de *deception*. En un principio se interpretó como equivalente a obrar de manera intencional, a sabiendas y con un propósito malo. Luego se dijo que no se requería de un conocimiento específico de que el acto fuera injusto, ni tampoco un conocimiento de la regla o regulación infringida, pero sí una mínima consciencia de que existía un riesgo importante de incurrir en una infracción a la ley del mercado de valores.¹²³

¹²¹ «For that reason, the disclosure required by the securities laws is measured not by literal truth, but by the ability of the material accurately to inform rather than mislead prospective buyers.» Vid. GREEN, S. P. (2001-2002), p. 190.

¹²² El cambio se explica porque en lo penal se percibe como necesario un mayor “*scienter*”, expresión que surge del *Common Law* y que significa “a sabiendas”. De suerte que, en una acción criminal hay que demostrar que el acusado actuó intencionalmente, que negoció con base en la información privilegiada y que sabía que la transacción estaba prohibida por la ley.

¹²³ «However, the mens rea requirement for insider trading in the Second Circuit that the offender’s “knowingly wrongful act involved a significant risk of effecting the violation that has occurred” seems too vague and broad. That standard seems to belie a vast gray area between recklessly and knowingly which is very uncertain and can be widely interpreted so as to impose criminal liability. The approach of the Ninth Circuit on willfulness means that the act must be intentional and the actor must know that his act is wrongful. However, in its judgments the Ninth Circuit did not clarify the difference between a “wrongful” act and an “unlawful” act. The D.C. Circuit upheld conviction for a failure to make reasonable inquiry, and this could indicate the creation of a definition of a “willful” violation that is very similar to a subjective reckless standard. Courts’ opinions about “willfulness” vary from an action done with “bad purpose” to those committed with mere “awareness of risk.”» Vid. HUNG, L. (2010), p. 18. Puede consultarse también las siguientes decisiones judiciales: *US. v. Dixon* (536 F.2d 1388, 1976), *US. v. Peltz* (433 F.2d 48, 1970) y *US. v. Tarallo* (380 F.3d 1174, 2004).

Parece, entonces, que al configurar el concepto de *willfulness* no se está haciendo énfasis en el conocimiento real o presunto de que una conducta pueda transgredir o transgreda una regla o norma determinada, sino en la consciencia de que se podría estar actuando indebidamente, esto significa que en el fondo, de alguna manera, se está considerando la mala voluntad del sujeto, su acción injusta.

Dejando a un lado el examen de algunos de los conceptos que sirven para describir las conductas de abuso de mercado, se reitera que al hacerlo sólo se pretendía visibilizar las dificultades que podrían presentarse en la aplicación efectiva de normativas de armonización, cuando se emplean términos que por sí mismos revisten una complejidad técnica importante en un sistema jurídico concreto. No siendo más, se continuará ahora con el análisis de la regulación inglesa que se había emprendido antes según su orden de aparición.

1.7. La evolución de la regulación del abuso de mercado desde el *Prevention of Fraud (Investments) Act* de 1939 y antes del *Financial Services Act* de 1986.

Sin que la respuesta regulatoria al abuso de mercado fuera todavía satisfactoria apareció el *Prevention of Fraud (Investments) Act* de 1939 (*PFI Act*), regulación que puede ser tenida como una de las más importantes en la evolución de la regulación del abuso de mercado, en razón a que fue más específica en su pretensión de robustecer la protección de los inversores individuales, apelando – de nuevo – a la vía criminal. Esta Ley reguló los fondos de inversiones mobiliarios e introdujo un sistema de autorización y regulación de quienes negociaban con valores.

El *PFI Act* de 1939 calificó como delito, por un lado, el hecho de negociar este tipo de instrumentos sin la habilitación o exención¹²⁴ necesaria y, por el otro, elaborar circulares o invitaciones para lograr que otros inviertan en estos fondos sin cumplir con los requisitos legales, especialmente, los relativos a la divulgación o *disclosure*, pues, esta Ley se inspiró en el *Securities Act* de 1933 y el *Securities Exchange Act* de 1934 estadounidenses.

La sección 12 del *PFI Act* de 1939 también elevó a la categoría de delito las siguientes conductas en tanto se negociaran valores: a) cualquier declaración, promesa o predicción realizada por una persona, a sabiendas de que es falsa, engañosa o que puede inducir a otro en un error; b) encubrir de manera deshonesta hechos o datos relevantes; c) cualquier

¹²⁴ «Over time the number of exempted dealers grew such that, as Professor Gower points out, the exemption "has come to be regarded as a prized status symbol" [32]. The perceived advantage of being an "exempted dealer" was that the detailed rules and regulations which applied to licensed dealers did not apply to the exempted dealer, even though the Department of Trade was obliged in November 1977 to write to exempted dealers informing them that the DTI expected them to comply with the licensed dealers' rules [33].» Vid. PIMLOTT, G. F. (1985), p. 145. También puede consultarse el capítulo IV del *Financial Services Act* de 1986.

promesa, declaración o predicción realizada de forma temeraria o imprudente que conduzca a otro a un error.

Posteriormente, a través del *Prevention of Fraud Investment Act de 1958*, que derogó al *PFI Act* de 1939, se prohibió a cualquier persona inducir a otra – o, al menos, intentarlo – a tomar parte en ciertos acuerdos o negocios con valores, si: a) se realizaban declaraciones, promesas o pronósticos engañosos o falsos, a sabiendas de su naturaleza, o debiendo saberlo y, b) si se encubrían u ocultaban hechos relevantes de forma deshonesta (*R. v. Clowes*, 2 All ER 316 1994).¹²⁵

Esta Ley mencionó detalladamente las actividades o negocios comprendidos por la prohibición y aquellos exentos de la misma, pero no se pronunció acerca del *insider dealing*.¹²⁶

Después de un tiempo entró en escena el *Misrepresentation Act* de 1967¹²⁷ al que continuamente se aludirá en este escrito, pues a pesar de no ser una norma particular sobre el abuso de mercado tiene una aplicación significativa en este campo.

La Ley de 1967 reforzó la protección de quienes hubieren tomado parte en una negociación, confiando en la información falsa o inexacta procurada por otro o derivada de su actuación, cuando dicho comportamiento hubiere estado dirigido a inducirlo a concluir la operación y le hubiere ocasionado pérdidas cuya compensación podía ser reclamada judicialmente.¹²⁸

El refuerzo, al igual que lo hizo el *Director's Liability* de 1890 respecto de los directores o gerentes de las compañías, se dio a través de la inversión de la carga de la prueba, pues si bien el demandante debía demostrar que la declaración era materialmente engañosa y tenía la aptitud para inducirlo a participar en la negociación, no tenía que probar que existía fraude (*tort of deceit*) o una infracción al deber de cuidado (*negligent*¹²⁹ *misrepresentation*).¹³⁰

¹²⁵ Dicha decisión judicial expresa que: «The Crown alleged that the indictment against the appellants was a mirror of an investment fraud of massive proportions. Between October 1983 and May 1988 companies operated by Clowes obtained millions of pounds from investors, the vast majority of whom were induced to invest by misrepresentation that their moneys would be securely invested in gilts. In fact, very little, if any, of that money was invested in gilts. Investors' moneys were stolen and used to buy houses, farms, yachts, cars, antique furniture, a vineyard and shares in private and public companies.»

¹²⁶ «Since 1948 the Companies Acts have contained provisions, which have been constantly reinforced and strengthened, requiring directors to report their transactions to the company [33]. Thus apart from the obligation on directors to disclose their dealings in their companies' securities, the regulation of insider trading in Britain has been wholly a matter of self-regulation. Moreover, although insider trading is not, of course, confined to take-overs and mergers, its regulation has been almost solely dependent upon the Code...» Vid. RIDER, B. A. (1978), p. 323.

¹²⁷ An Act to amend the law relating to innocent misrepresentations and to amend sections 11 and 35 of the Sale of Goods Act 1893.

¹²⁸ Sección 2 del *Misrepresentation Act* de 1967.

¹²⁹ «Common law damages for negligent misstatement are confined to the consequences of the information provided being wrong; see per Lord Hoffmann in *South Australia* at p 214, unless the person making the misstatement was advising as to a course of action, rather than merely providing information (in which case all foreseeable loss is potentially recoverable). The

Además, el demandado sólo podría zafarse de responsabilidad demostrando que había creído razonablemente que la declaración era verdadera (sección 2.2.).

De todos modos, esta protección tenía un alcance limitado ya que sólo podía ser aplicada en el contexto estrictamente contractual (o precontractual para mayor precisión) y, consiguientemente, soluciones como la rescisión del contrato solamente podían ser solicitadas por un contratante y no por un inversor que no hubiera adquirido un valor directamente del responsable de la declaración falsa o engañosa.

Junto a esta dificultad estaba también el hecho de que debía probarse una confianza específica en la declaración falsa o engañosa que indujo al demandante a participar en la negociación. Actualmente, según la sección 90.1 del FSMA de 2000 (sección 150 del FSA de 1986), esta confianza específica no es necesaria¹³¹ y basta que el precio del valor pagado por el inversor haya sido afectado por la declaración del demandado, así el demandante no haya entrado en la negociación confiando en esa declaración en particular.

Y lo anterior es así porque se supone que en la formación de los precios del mercado confluye toda la información pública disponible y, por ende, es normal presumir, admitiendo prueba en contrario,¹³² que el inversor ha confiado en las declaraciones realizadas sobre los activos.

En 1973 y en 1978 se hicieron dos intentos para aprobar sendos proyectos que hicieran frente – desde lo civil – al abuso de mercado en su modalidad de *insider trading*, en vista de que la vía penal todavía predominaba. Los proyectos naufragaron y a decir verdad su

latter will usually be an unrealistic case to advance in the context of publicly offered securities. It follows that in the case of a bond issue, compensation will exclude any element of loss caused by factors other than the inaccuracy or inadequacy of information provided; consequences of a collapse in the general market for bonds arising from widespread adverse conditions in financial markets will not form part of recoverable damages.» Vid. COUSINS, J. / CHARMAN, A. (2011), p. 19

¹³⁰ «According to this new rule, once the representee proves that he suffered a loss by acting on the pre-contractual misrepresentation made by the representor, it is the representor's duty to show his honesty rather than the representee's duty to prove the representor's fraud. Although the representee can, in theory, choose to sue the representor for damages either with the action of deceit or under Section 2(1), it is obviously better for him to choose the latter option.» Vid. ZHOU, Q. (2007), pp. 85-86. Este autor hace un examen interesante, desde lo económico, del efecto disuasivo de las acciones por *misrepresentation* entabladas para conseguir compensación de los daños. Es curioso cómo los costos sociales, económicos y legales de las *misrepresentations* se consignan en fórmulas matemáticas.

¹³¹ En un caso estadounidense, *Basic v. Levinson* (485 U.S. 224, 1988), se eliminó también la exigencia de probar una confianza específica, así: «The Court (by a 4 to 2 majority) held that investors who relied on the integrity of the market price in order to trade in securities on 'open and developed markets' need not show specific reliance on a company's omissions and misstatements. Justice Blackmun, who gave the leading opinion, justified the adoption of the fraud-on-the-market presumption on the premise that modern securities markets differ widely from the face-to-face transactions 'contemplated by early fraud cases'. 189 Thus, the requirement of reliance under Rule 10 (b) – 5 should 'encompass these differences'. In his view, where there is a market in securities, 'the market is performing a substantial part of the valuation process performed by the investor in a face-to-face transaction'» Vid. AVGOULEAS, E. (2005), p. 480.

¹³² «The presumption is rebuttable. As a result, if the link 'between the alleged misrepresentation and either the price received (or paid) by the plaintiff, or his decision to trade at a fair market price' has been severed, in whatever way, the presumption is not granted. Such events may be knowledge on the plaintiffs' behalf of the abuse, or the public dissemination of the information that guided the defendants' abusive actions, or statements that correct and dissipate the influence on the market of the relevant misrepresentation.192 Also, a plaintiff, who was aware of the abusive act, or could reasonable discover its existence and avoid trading, is assumed to have placed no reliance on the integrity of the market price and he should nor be able to claim on the basis of the assumption.193» Vid. AVGOULEAS, E. (2005), pp. 480-481

aplicación no hubiera resultado muy amplia y fructífera por su inclinada devoción hacia el ámbito contractual.

Más próximo en el tiempo, y antes de la regulación comunitaria del abuso de mercado (a la que se dedicará atención posteriormente, en el segundo capítulo) puede citarse al *Companies Act* de 1980 y al *Company Securities (Insider Dealing) Act* de 1985 (derogado en 1994).¹³³ En Inglaterra el tema del abuso de información privilegiada, como puede deducirse, era desarrollado por el derecho societario (con refuerzo para su aplicación por parte del derecho penal) y no por la normatividad específica del mercado de valores.

Es imprescindible aclarar que a lo largo de la evolución de los mercados de valores se conocían situaciones que hoy pueden ser calificadas como abuso de información privilegiada o *insider trading/dealing*; sin embargo, antes se englobaban o “encubrían” de manera general dentro de las manipulaciones u operaciones fraudulentas, centrándose en la figura de los *insiders*, es decir, aquellos que estaban “dentro” o conectados con la estructura de las empresas cuyos valores eran negociados; se reprochaba a estos sujetos el aprovecharse indebidamente de esa relación o conexión.

En particular, a través del *Companies Act* de 1980 se consideró como delito el hecho de que ciertas personas (*insiders* y *tippees*)¹³⁴ negociaran con valores cuando lo hacían aprovechándose de «*unpublished price sensitive information*» (lo que en el ámbito continental es la información privilegiada).

La regulación se concentró, en primer lugar, en la conducta de aquellos individuos que estaban “conectados” con la compañía, respecto de los cuales se exigía, en cumplimiento de sus obligaciones o deberes fiduciarios, no negociar con información confidencial relevante, ni darla a conocer a otros para que estos negocien con apoyo en ella.¹³⁵

En segundo lugar, la prohibición de uso y divulgación de esa información se extendió, con el paso del tiempo, a quienes sin estar conectados con la empresa, recibían u obtenían

¹³³ Ley modificada, entre otros, por el *Financial Services Act* de 1986 (Parte VII), el *Companies Act* de 1989 y la Sección 56(1) del *Criminal Justice Act* de 1993.

¹³⁴ Básicamente, los “*primary insiders*” son aquellos que por su función o profesión disponen o tienen acceso a información privilegiada. Y los “*secondary insiders*” o “*tippees*” son quienes reciben, a sabiendas, información privilegiada por parte de los iniciados primarios. Vid. McGUINNESS, C. A. (1987-1988), pp. 436-437.

¹³⁵ «In 1980, England adopted a comprehensive insider trading statute as part of the Companies Act of 1980 [15]. This Act incorporates a definition of insider trading based on the market information theory. Under this statute, an insider or a tippee is prohibited from using material nonpublic information regarding a specific company obtained from a person knowingly connected with that company.» «The 1980 Act, in sections 68-73, deals with insider trading (termed “insider dealing”) on the basis of unpublished price-sensitive information. Under section 72, an insider dealing violation is punishable by a conviction of up to two years, a fine, or both [101]. Section 73 defines unpublished price-sensitive information as that which: (a) relates to specific matters relating or of concern (directly or indirectly) to that company, that is to say, is not of general nature relating or of concern to that company; and (b) is not generally known to those persons who are accustomed or would be likely to deal in those securities but would, if it were generally known to them, be likely materially to affect the price of those securities [102].» Vid. KARSCH, M. (1984), p. 284 y p. 295, respectivamente.

esa información confidencial; por lo tanto, en el fondo se les empezó a tratar también como *insiders* o iniciados, en relación con los cuales no había necesidad de probar un vínculo o conexión con la compañía cuyos valores negociaban.¹³⁶

Por su parte, el *Company Securities (Insider Dealing) Act* de 1985 (complementado por el *Criminal Justice Act* de 1993) reiteró la prohibición de negociar valores de una compañía cotizada en bolsa a quien estuviera relacionado¹³⁷ – *connected* – con la misma en los siguientes eventos:

Primero, valiéndose de la información que había obtenido¹³⁸ por estar vinculado a ella. La prohibición se extendía también a quien directa o indirectamente consiguiera esa información de quien estaba o está relacionado con la compañía, en los términos particulares en que esta Ley delimita esa «conexión»¹³⁹ o relación.

Segundo, si en vista de esa relación era razonable esperar, salvo, el desarrollo de las actividades propias de sus funciones o posición, que esa información debía permanecer en secreto y no tener un uso distinto. Y, finalmente, si sabe que de divulgarse dicha información (calificada como «*sensitive*»¹⁴⁰), esta tendría la capacidad de variar los precios de los valores de esa compañía.

¹³⁶ «In the Titheridge [116] case, a case not unlike Chiarella, Mrs. Titheridge, a secretary at a merchant bank, learned of an impending takeover and passed the information to her husband, an employee at another merchant bank, who then purchased shares for both his own account and for a client. Mr. Titheridge was charged with secondary insider dealing under section 68(3) and counselling or procuring under section 68(6), and his wife was charged with the latter offense. Both pleaded guilty and were fined £4000 each. The judge was critical of their conduct, stating that "others must be deterred from doing similar things, because the mischief of offenses of this type tend, quite wrongly, to put the integrity of the entire City at risk" [117]. One noted authority applauded the judge's stern attitude since the judge correctly identified the primary justification for seeking to regulate insider dealing - the preservation and maintenance of investor confidence [118].» Vid. KARSCH, M. (1984), p. 296.

¹³⁷ O lo hubiere estado en los seis meses anteriores.

¹³⁸ En relación con la obtención de información privilegiada son importantes los argumentos que se dieron en torno al caso *R. v. Fisher* y que pueden resumirse así: «A case which considered the interpretation of the 1985 Act is that of *R. v. Fisher*.⁸⁸ Fisher was accused of insider trading as a tippee. During the course of tender negotiations, he received unsolicited information that the target company had agreed to a rival offer, and traded on the basis of the information. The lower court acquitted him. It found that he had not obtained the information from an insider, since he had made no effort to get the information: it was given to him unsolicited. The Court of Appeal reversed this decision. It took a policy oriented approach, emphasizing the damage to public confidence which insider dealing is likely to cause and the unfairness involved in the use of informational advantages by insiders. In light of this purpose it found that the word 'obtained' means no more than received, despite precedent to the contrary.⁸⁹ However, this finding was overturned by the House of Lords, which upheld the lower courts reasoning. ⁹⁰ The crucial element seems to be the obtaining of the information as such, information which did not belong to him but belonged to the company concerned, rather than the trading.» Vid. WATSON, B. J. (1995), p. 138.

¹³⁹ «Interpretation for ss. 1-8. 9. For purposes of this Act, an individual is connected with a company if, but only if- (a) he is a director of that company or a related company, Or (b) he occupies a position as an officer (other than a director) or employee of that company or a related company or a position involving a professional or business relationship between himself (or his employer or a company of which he is a director) and the first company or a related company which in either case may reasonably be expected to give him access to information which, in relation to securities of either company, is unpublished price sensitive information, and which it would be reasonable to expect a person in his position not to disclose except for the proper performance of his functions.» Vid. Capítulo octavo del *Company Securities (Insider Dealing) Act* de 1985.

¹⁴⁰ «Interpretation for ss. 1-8. 10. Any reference in this Act to unpublished price sensitive information in relation to any securities of a company is a reference to information which- (a) relates to specific matters relating or of concern (directly or indirectly) to that company, that is to say, is not of a general nature relating or of concern to that company, and (b) is not generally known to those persons who are accustomed or would be likely to deal in those securities but which would if it were generally known to them be likely materially to affect the price of those securities.» Vid. Capítulo ocho del *Company Securities (Insider Dealing) Act* de 1985.

Cuando la Ley de 1985 se refiere a aquellas circunstancias en virtud de las cuales la prohibición no opera, entre ellas, el hecho de que la transacción de esos valores se haya realizado de buena fe en ejercicio de funciones como liquidador, hace expresa mención de los *jobbers*¹⁴¹, precisando qué debe entenderse por tales¹⁴² e indicando que no estarán sujetos a la restricción en tanto hayan obtenido la información de buena fe y en el transcurso normal y propio de sus negocios.

La excepción tiene sentido en tanto, como se ha explicado, la clave de la actividad del *jobber* es su habilidad de nutrirse de información, procesarla adecuadamente en el menor tiempo posible y reaccionar conforme a ella, vendiendo o comprando; por lo tanto, no se le podrá reprochar el uso de la información en el normal devenir de sus actividades sino el abuso. Esto quiere decir que se reconoció al *jobber*¹⁴³ su condición de *market-maker* y, en esa medida, su aporte significativo a la liquidez del mercado.

Un *market-maker* tiene que estar atento a las señales del mercado y vislumbrar que podrá pasar en él, particularmente, en lo atinente a los precios. Se puede saber el precio de los valores o, inclusive fijarlo, a través del análisis del flujo de las órdenes de compra y de venta, para anticiparse al próximo movimiento de un valor.

En este sentido, el *jobber* tiene que ser capaz de distinguir hacia donde van los flujos mencionados y estar al tanto de la dinámica entre la oferta y la demanda para ofrecer precios competitivos. Lo anterior le da la posibilidad de fijar o crear precios en un proceso continuo de prueba y error, ya que ganará o perderá dinero, dependiendo de cómo interprete o se adelante a las expectativas de demanda y oferta de un valor.¹⁴⁴ De todos modos, su capacidad y la habilitación que se le ha otorgado para crear mercado no puede ser utilizada para alterarlo a favor de su previsión.

1.8. El *Financial Services Act* de 1986 y el *Criminal Justice Act* de 1993.

Posteriormente, se expidió el *Financial Services Act* de 1986 (en adelante FSA de 1986) que exigió, a quien deseara dedicarse a los negocios con inversiones, la obtención de

¹⁴¹ «On 27 October 1986, the reforms known collectively as 'Big Bang' effectively abolished the City of London's physical market in stocks and shares which had its roots in the seventeenth-century coffee houses of Exchange Alley. Big Bang also swept away the unique dealing system based on 'separation of capacity' which had distinguished the London market from other stock exchanges and required that its members act as either principals or agents – jobbers (i.e. market makers or dealers) and brokers respectively – in all transactions. Jobbing firms thus also disappeared as separate entities, leaving virtually no record of their activities and prompting one recent historian to observe of the Victorian and Edwardian Exchanges that 'the world of jobbing remains an unpenetrated mystery'.» Vid. ATTARD, B. (2000), p. 5

¹⁴² «"Jobber" means an individual, partnership or company dealing in securities on a recognised stock exchange and recognised by the Council of The Stock Exchange as carrying on the business of a jobber.» Vid. Capítulo octavo del *Company Securities (Insider Dealing) Act* de 1985.

¹⁴³ Algunos *jobbers* se calificaban a sí mismos como jugadores de póker. Si se quiere consultar más acerca de la esencia de la actividad de estos sujetos puede consultarse a: ATTARD, B. (2000), pp. 21-23.

¹⁴⁴ La labor del *jobber* se ve potenciada por los *brokers* que acuden a él para indagar sobre el precio de un valor (*shown the business*).

una autorización o una exención para poder desarrollar esta actividad sin incurrir en un delito (parte I, capítulo II).

La autorización podía obtenerse fácilmente si se era miembro de alguna de las siguientes organizaciones autorreguladas y reconocidas (parte I, capítulo III): la *Securities and Futures Authority* (SFA), la *Investment Management Regulatory Organisation* (IMRO), la *Financial Intermediaries, Managers and Brokers Regulatory Organisation* (FIMBRA¹⁴⁵) y la *Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organisation* (LAUTRO).

Todas estas organizaciones de autorregulación sectorial (SROs, *Self-regulatory Organisations*) fueron a su vez reguladas por la *Securities and Investment Board* (SIB), que luego se convirtió en la *Financial Services Authority* (FSA).¹⁴⁶

El FSA de 1986 estuvo precedido por tiempos especialmente convulsos, pues los múltiples escándalos corporativos de la década de los 70s y los 80s cobraron factura al sistema tradicional de ordenación del mercado de valores que se sustentaba en la autorregulación, por lo tanto, el antiguo orden de cosas se estimó insuficiente para la adecuada protección de los inversores, sobre todo, con la caída de *Norton Warburg* en 1981.

Norton Warburg fue una compañía de inversiones que enfrentó pérdidas millonarias y despojó de sus ahorros a miles de pequeños inversores, sin que el Departamento de Comercio e Industria del Reino Unido (*Department of Trade and Industry*, DTI) reaccionara a tiempo, no obstante que los auditores de la compañía habían alertado sobre su delicada situación financiera. Para agravar el asunto, al reestructurar algunas de sus actividades,¹⁴⁷ el mismo Banco de Inglaterra recomendó la adquisición de los valores de la empresa en problemas a los trabajadores que había despedido recientemente.

Ante el espanto y la preocupación del público en general, el DTI encomendó un estudio sobre la regulación del mercado de valores y la protección del inversor a GOWER¹⁴⁸, un abogado cuyas recomendaciones fueron recogidas – en gran parte – en el FSA de 1986 a

¹⁴⁵ Opera en EE.UU. pero no tiene competencia en el Reino Unido. La información pertinente puede consultarse en: http://www.fimbria.org/#!/page_organization.

¹⁴⁶ Vid. FISHER, J. / BEWSEY, J. / WATERS, M. / OVEY, E. (2003), p. 13 y ss. La FSA cumple las tareas que antes tenían las SROs mencionadas, en calidad de regulador único.

¹⁴⁷ «In March, 1981, an investment management company collapsed with a deficit of some £2.5 million, causing its clients significant losses. The company had invested some of its clients' money in its own group of companies, which subsequently failed [36]. In the same month, The Stock Exchange formally appointed a Committee of Investigation to inquire into certain dealings by a firm of Manchester stockbrokers. It had been alleged that certain members of the firm were using one of its accounts as an "open account" for the transfer of money to various, clients on the basis of fictitious actions [37]. In both cases the problem was one of conflict of interest relating to people whose job it was to manage the investments of others... The first case also shows that once the Department of Trade certifies a company as a licensed security dealer, the company's customers may have very little protection. If no complaints are filed with the Department of Trade, then no questions are asked.» Vid. PIMLOTT, G. F. (1985), p. 146

¹⁴⁸ Puede consultarse sobre el tema a: PIMLOTT, G. F. (1985), pp. 141-172 (este autor hace un examen pormenorizado del informe GOWER); MAHMOOD, S. (1993), pp. 366 -369; y PEETERS, J. (1988), pp. 371-407 (este autor realiza un análisis del informe GOWER, centrándose luego en el FSA de 1986).

pesar de cierta resistencia por parte de muchos economistas, quienes – bajo la acusación de paternalismo legal¹⁴⁹ – cuestionaron al jurista por ignorar los costos de sus propuestas y por desconocer muchas de las virtudes de la regulación procedente de la mismísima «City» (metonimia para referirse a los servicios financieros del Reino Unido).¹⁵⁰

El informe de GOWER cuestionó la estructura y el funcionamiento del sistema de regulación del mercado de valores inglés, en parte, de origen legal y, en parte, fruto de los mecanismos de autorregulación existentes. Algunas críticas puntuales son las siguientes: Primero, en el sistema legal o estatutario la sanción de conductas constitutivas de abuso de mercado y de otros comportamientos ilegales o injustos dependía excesivamente de los procedimientos criminales, no obstante que, desde hace mucho, la vía penal¹⁵¹ ya había revelado su desgaste e ineficacia para atender esta problemática.

Segundo, las organizaciones y asociaciones profesionales que por tradición venían autorregulándose y que no estaban sujetas a la regulación estatal por estar exentas, estaban cometiendo múltiples abusos y arruinando sus propios negocios, sin que la pérdida de su reputación en el mundo de los negocios, o la posibilidad de ser excluidos de la élite a la que pertenecían fuera ya suficiente para disuadirlos de sus malas prácticas en los negocios.¹⁵²

Además, sus poderes estaban muy limitados puesto que no podían sancionar a un no miembro, lo que indudablemente restaba autoridad y eficacia a sus investigaciones y decisiones, poder que – en contraste – sí tendrían el Estado y sus agentes.

De igual forma se consideraba a ciertos códigos de conducta como meras opiniones de los profesionales del sector sin fuerza de ley,¹⁵³ por ejemplo, el código de la City en materia de OPAS y fusiones (*City Code on Takeovers and Mergers*), operaciones en las que, o con ocasión de las cuales, es muy frecuente que la información relevante sea aprovechada

¹⁴⁹ Vid. DOWD, K / HINCHLIFFE, J. (2000), pp. 167-182.

¹⁵⁰ Vid. DOWD, K. / HUTCHINSON, M. (2010), p. 281.

¹⁵¹ El «*Blue Arrow Trial*», un caso judicial bastante sonado, se sumará luego a muchos otros en los que la justicia penal enfrentará complicaciones muy serias para perseguir conductas por abuso de mercado. Es más, poco después, con ocasión de los denominados «*Guinness Trials*» se pronunció hasta el Tribunal Europeo de Derechos Humanos (TEDH) cuya decisión cuestionó los amplios poderes de los inspectores del *Departament of Trade and Industry* en la investigación de las infracciones, ya que en ejercicio de sus funciones – especialmente sus interrogatorios – violaron los derechos a la no autoincriminación de los acusados. Vid. los artículos de prensa publicados en The Independent por FROST (el 29 de julio de 1992) y BLACKHURST (el 28 de junio de 1995).

¹⁵² Algunos supuestos reales de *insider trading* que fueron examinados por el panel que se conformó en sede de autorregulación para hacer frente a sus debilidades y elaborar un código de conducta en materia de OPAS y fusiones son: *Norbury Insulation, D.F. Lyons and Co. Ltd., P.R. Grimshawve and Co., Mount Charlotte Investment Ltd. and Gale Lister and Co. Ltd., Mount Charlotte Investment Ltd. and Gale Lister and Co. Ltd., Ultra Electronic Holdings Ltd.*, entre otros. El análisis de estos casos puede ser consultado en: RIDER, B. A. (1978), p. 327 y ss.

¹⁵³ «In the Introduction to the Code, it is made clear that "the City Code has not and does not seek to have the force of Law", that it merely represents "the collective opinion of those professionally concerned in the field of take-overs and mergers on a range of business standards". The observance of the Code is the price that must be paid for having the facility of the securities markets.» Vid. RIDER, B. A. (1978), p. 323.

por unos pocos para negociar en el mercado antes de ser conocida por el público en general, esto es, con abuso de información privilegiada.

Por supuesto, esta situación ha cambiado y hoy en día el código mencionado es mucho más que un agregado de recomendaciones y reglas dejadas a la buena voluntad. Es más, actualmente este código refuerza la reglamentación estatal sobre abuso de mercado, en particular, el *insider trading*, a través de la regla 2.1. que atañe a la obligación de mantener en secreto la información relativa a las OPAs antes de su anuncio formal.¹⁵⁴

Otra regla interesante de dicho código, que hoy se corresponde con la regla 4.1., prohíbe la realización de transacciones de cualquier tipo – y la recomendación de negociar – en valores de la compañía objetivo, a todos aquellos que deban guardar confidencialidad acerca de la información de carácter relevante que obtengan en el curso de una oferta o durante la discusión de sus términos.

Siguiendo con el reporte de GOWER, luego de sopesar cada sistema, el abogado concluyó que la regulación del mercado de valores debía combinar – en adelante – lo mejor de cada uno de estos dos enfoques, dejando la intervención y reglamentación pública para la definición de las políticas macro, y la autorregulación¹⁵⁵ para la dinámica cotidiana, pues, esta última permitía una gestión más técnica y flexible.¹⁵⁶

En otro orden de ideas, y a grandes rasgos, mediante el FSA de 1986 se pretendió hacer frente a la protección del inversor desde varios ángulos, restando eficacia al imperio absoluto del principio del *caveat emptor* en materia de inversiones, al menos desde la perspectiva del inversor no profesional.

La protección del inversor puede ser contemplada desde innumerables y variados puntos de vista que pueden reconducirse a los siguientes: Primero, la regulación prudencial,

¹⁵⁴ «2.1 SECRECY. (a) Prior to the announcement of an offer or possible offer, all persons privy to confidential information, and particularly price-sensitive information, concerning the offer or possible offer must treat that information as secret and may only pass it to another person if it is necessary to do so and if that person is made aware of the need for secrecy. All such persons must conduct themselves so as to minimize the chances of any leak of information. (b) Financial advisers must at the very beginning of discussions warn clients of the importance of secrecy and security. Attention should be drawn to the Code, in particular to this Rule 2.1 and to restrictions on dealings.»

¹⁵⁵ «The whole system is full of checks and balances to ensure that the SROs do not become cozy clubs and cartels. The relationship between the City and the Government in the United Kingdom has traditionally been one of informal contacts, mutual trust and self-regulation in which self-regulation was seen as having a dual function: a channel to the Government as well as a control mechanism for the Government.» Vid. PEETERS, J. (1988), p. 395.

¹⁵⁶ «As part of the review, Professor Gower identified the advantages and disadvantages of self-regulation. He noted that self-regulation allows for a certain degree of flexibility and the ability to make decisions quickly. Self-regulation is also advantageous in that it uses the personal expertise of those involved in the operations to be regulated. Additionally, a system of self-regulation is not limited to the letter of its rules, but provides the ability to deal with infringements of the "spirit", thus ensuring high standards. Finally, self-regulation makes lesser demands on the public purse. Among its disadvantages, self-regulation carries with it the risks of imprecise and vague rules. There are also difficulties with effective enforcement over non-members and over those who are not concerned with the possibility of losing their membership or damaging their reputation. Furthermore, self-regulation could insulate those involved from public, as opposed to professional, opinion..."In sophisticated City circles, licensed dealer status ... is regarded almost as a slur, suggesting that the firm concerned is a fringe operator that is hardly to be trusted" [48]» Vid. PIMLOTT, G. F. (1985), p. 149.

es decir, aquella dirigida a reglamentar la ordenación, el acceso (vía autorización), la supervisión y el funcionamiento adecuado del mercado de valores, procurando su estabilidad y reduciendo – tanto como sea posible – la aparición de riesgos sistémicos.

Dos manifestaciones de este tipo de regulación son: a) la autorización para llevar a cabo negocios de inversión prevista por el capítulo I del FSA de 1986¹⁵⁷, y b) los poderes de intervención de las autoridades desarrollados, especialmente, por el capítulo VI de la primera parte.

Segundo, velar por el acceso libre e igualitario de los inversores a la información que requieren para tomar sus decisiones de inversión, poniendo a su alcance (*disclosure*¹⁵⁸) – por una parte – aquellos datos que influyan de manera relevante en la formación de los precios de los instrumentos financieros y que sean significativos para valorar su posición en las distintas operaciones.

Y, por la otra, proscribiendo aquellas actuaciones irregulares e ilegítimas que persiguen aprovecharse de las desventajas informativas entre los inversores, como por ejemplo, el abuso de información privilegiada (partes V y VII del FSA de 1986, en particular las secciones 146, 162 y 163).

Siendo así, sin discriminación y sin abusos, los recursos financieros podrán fluir normal y eficazmente en el mercado de valores, potenciando así su transparencia. Protegiendo al inversor se asegura la confianza inversionista, pero esa protección deberá atender a criterios como: 1) el tipo de instrumento financiero; 2) la naturaleza de la operación; 3) la experiencia y los conocimientos del inversor; 4) las necesidades de inversión; 5) el riesgo que desea asumirse; y, 6) si se hizo uso o no de un servicio de asesoría en inversiones.

Tercero, la protección de la confianza del inversor, ofreciéndole la posibilidad de recuperar su inversión en caso de que otros partícipes del mercado no hayan observado una conducta proba, íntegra, conforme a los códigos de conducta y las prácticas regularmente aceptadas en el mercado (capítulo V de la primera parte del FSA de 1986).

Al efecto, por supuesto, deben ponerse al servicio del inversor los mecanismos – judiciales y extrajudiciales – adecuados para compensar sus pérdidas y adelantar los

¹⁵⁷ Vid. BARNARD, D. M. (1987), p. 348.

¹⁵⁸ La regla 2.2.1 del *Code of Business Sourcebook* (COBS) de la FSA establece que antes de proveer un servicio de inversión, la compañía tiene la obligación de divulgar a su cliente – en un formato estandarizado – información adecuada y comprensible sobre los siguientes aspectos: 1) la propia compañía y sus servicios; 2) las inversiones y las estrategias de inversión, con explicación de los riesgos asociados; 3) el lugar de ejecución y, 4) los costos y cargas que deban asumirse.

procedimientos necesarios para investigar e imponer las sanciones correspondientes, excluyendo del sistema a quienes no quieren conducirse honestamente o no cumplan cabalmente con las reglas de juego.

Las secciones 54, 61, 150 y 166 del FSA de 1986 dieron la posibilidad de recibir compensaciones en supuestos específicos¹⁵⁹ y la sección 62 contempló una acción por daños sometida a las reglas particulares de las acciones por *breach of statutory duty*, cuyo alcance fue posteriormente limitado por la sección 62A. Esta última sólo permitía accionar a quien según el propio estatuto pudiera ser considerado como inversor privado (salvo algunas excepciones), esto es, un inversionista no institucional, y en contra de las personas que el FSA de 1986 hubiere autorizado para ejercer su actividad en materia de inversiones.¹⁶⁰

Lo reprochable de esta posición es que en el fondo sacrifica a los pequeños y medianos inversores, en contra del espíritu mismo de la normatividad sobre el mercado de valores, muy movida – en teoría –, hacia la protección de los inversores no profesionales y por conductas constitutivas de abuso de mercado.

Lo anterior porque en el actual mercado de valores el anonimato es la regla general de la negociación y muchos inversionistas (pensionistas y pequeños ahorradores, principalmente) confían la gestión de sus intereses a inversionistas institucionales o a esquemas de inversión colectiva,¹⁶¹ cuyo número e importancia es abrumadora.

En consecuencia, excluyendo a los «*non-private investors*» de la posibilidad de iniciar acciones por daños se condena al pequeño inversor a asumir directamente el peso de las pérdidas en los supuestos de abuso de mercado a gran escala.

Las acciones por incumplimiento de un deber legal tienen una especial complejidad porque, ciertamente, están configuradas para examinar la conducta del infractor con mayor benevolencia y fuerzan la demostración de elementos subjetivos que se convierten en una carga de la prueba rigurosa para el demandante. Adicionalmente, es muy discutible que estas acciones puedan derivarse del incumplimiento de códigos de conducta que contengan

¹⁵⁹ Sección 166: «(1) Subject to section 167 below, the person or persons responsible for a prospectus or supplementary prospectus shall be liable to pay compensation to any person who has acquired the securities to which the prospectus relates and suffered loss in respect of them as a result of any untrue or misleading statement in the prospectus or the omission from it of any matter required to be included by section 163 or 164 above. (2) Where rules applicable to a prospectus by virtue of section 162 above require it to include information as to any particular matter on the basis that the prospectus must include a statement either as to that matter or, if such is the case, that there is no such matter, the omission from the prospectus of the information shall be treated for the purpose of subsection (1) above as a statement that there is no such matter. (3) Subject to section 167 below, a person who fails to comply with section 164 above shall be liable to pay compensation to any person who has acquired any of the securities in question and suffered loss in respect of them as a result of the failure.»

¹⁶⁰ El FSMA de 2000, como podrá observarse luego, también adoptó esta línea del «*private investor*» (inversor no institucional) para ordenar lo atinente a la legitimación de los perjudicados en una acción por daños (sección 150).

¹⁶¹ Vid. ZOIDO MARTÍNEZ, A. J. (2002), pp. 31-40.

recomendaciones e impongan reglas,¹⁶² pues, ni las unas ni las otras constituyen deberes legales a pesar de ser herramientas flexibles de regulación del mercado de valores.

Con la expedición del FSA de 1986 también se obligó a la SIB a expedir un código de conducta,¹⁶³ cuyos preceptos debían ser observados por aquellas personas que fueran autorizadas para ejercer su actividad en el campo de las inversiones.¹⁶⁴

Entre las prácticas prohibidas estaban las siguientes: exigir prestaciones o beneficios distintos al pago de comisiones (u otros regalos y atenciones normalmente aceptadas y razonables), para hacerse con un determinado negocio de inversión; y recomendar al cliente o ejecutar a su cargo operaciones innecesarias en frecuencia o volumen.¹⁶⁵

En el capítulo V de la primera parte, el FSA de 1986 estableció un código de conducta en materia de inversiones (*Conduct of Investment Business*) que definió como ofensa criminal la realización – intencional o temeraria – de declaraciones, promesas o pronósticos que se sabe son engañosos o falsos, que pueden hacer caer en error o que ocultan deshonestamente datos relevantes, para inducir a otro (o que induzcan a otro, sea o no destinatario de esas declaraciones) a tomar parte o abstenerse de participar en una inversión o del ejercicio de un derecho derivado de dicha inversión.¹⁶⁶

También se prohibió realizar cualquier acto para crear una impresión falsa o engañosa sobre el mercado, el precio o el valor de una inversión, y así inducir a otro a adquirir, deshacerse, suscribir o asegurar (*underwriting*) una inversión o un derecho derivado de ésta, o abstenerse de hacerlo. Como defensa se permitió probar al acusado la creencia razonable de que su conducta no causaría tal impresión.¹⁶⁷

¹⁶² «This injustice is compounded by Knox J's decision in *Chase Manhattan Equities v Goodman*, 91 where it was reiterated that duties imposed upon directors of listed companies by the Model Code (formerly an appendix to the London Stock Exchange's (LSE's) Yellow Book) are owed to the company itself and not to investors.⁹² Professor Davies has accurately observed that the Chase Manhattan Equities case was a clear opportunity to use the Stock Exchange's Model Code as the bases of an extended duty of disclosure, 93 which would be actionable at the suit of any injured investor. » Vid. AVGOULEAS, E. (2005), p. 404.

¹⁶³ Sección 48 del FSA de 1986.

¹⁶⁴ Este código también establecía ciertas obligaciones a cargo de las compañías de inversiones, entre ellas, las siguientes: 1. Llevar un registro de las quejas recibidas y de las respuestas dadas a los clientes, conservando copia de estas actuaciones por un período mínimo. 2. Elaborar manuales de cumplimiento y de procedimientos, siguiéndolos de manera escrupulosa. 3. Conocer bien al cliente, es decir, obtener la información necesaria sobre la situación personal y financiera del cliente en cuanto sea relevante para establecer sus necesidades y su perfil. 4. Ejecutar las operaciones y asesorar al cliente de la mejor forma posible (*best execution*). 5. Evitar los conflictos de interés, exponerlos oportunamente y abstenerse de ejecutar órdenes en las que estos conflictos estén presentes sin haber recibido autorización por parte del cliente. 6. Entregar al cliente, antes de proveer los servicios, un contrato detallado sobre las condiciones en que estos serán suministrados.

¹⁶⁵ «(2) "Churning." 35 "A firm shall not recommend transactions to a customer or effect them for him with unnecessary frequency or recommend or effect transactions of excessive size." Even the SIB recognizes the difficulty of policing this rule. It has said: "The rule is difficult to specify but perpetrators usually know when they are doing it."» Vid. BARNARD, D. M. (1987), p. 350.

¹⁶⁶ Vid. las secciones 47.1 y 200.1.

¹⁶⁷ Vid. las secciones 47.4 y 47.5.

En el contexto del *insider trading*, la Ley de 1986 modificó al *Company Securities (Insider Dealing) Act* de 1985, agregando ciertas expresiones o palabras, pero manteniendo la exigencia del concepto de “conexión” previsto por la regulación antecedente.¹⁶⁸

Con el fin de reforzar la prohibición del uso de información confidencial de carácter relevante ligada al ejercicio de funciones públicas (*abuse of information obtained in official capacity*), la Ley se detuvo en la definición del servidor público para abarcar a cierto tipo de funcionarios y expandir dicha categoría a cualquiera que según el gobierno tuviera una “conexión” con el ejercicio de esas funciones y, por lo tanto, mereciera ser calificado como servidor público.

Tiempo después se expidió el *Criminal Justice Act* de 1993 – CJA – por medio del cual se transpuso al derecho inglés la Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, acto comunitario que se analizará en el segundo capítulo de esta primera parte.

Con el CJA, el legislador inglés trató de superar la configuración del *insider trading* bajo la fórmula tradicional de la “conexión” que debía existir y, por ende, probarse, entre la información y quien la recibía u obtenía, aprovechándose de ella. La idea era pasar de dicho paradigma, cimentado y proveniente de la órbita fiduciaria, a otro apoyado en el “acceso” a la información. Fue, entonces, un primer paso para sacar al *insider trading* del ámbito societario y para ubicarlo en el mercado de valores de la mano del derecho penal.¹⁶⁹

El CJA indicó que un individuo que tenía información como iniciado (*insider*) era culpable de *insider trading* si negociaba con valores cuyo precio resultaba afectado por dicha información, siempre que la transacción hubiere tenido lugar en un mercado regulado o hubiese sido ejecutada a través de un intermediario profesional o en calidad de tal.

De esta suerte, se sancionó penalmente la conducta de quien siendo iniciado hubiere animado a otro a negociar en las circunstancias mencionadas, a sabiendas o con la creencia razonable de estar acometiendo una transacción de este tipo; o si se divulgaba la información a otra persona sin que hubiere de por medio un cumplimiento estricto de las funciones de su empleo, profesión o cargo.

Este estatuto penal consagró algunas defensas particulares como las siguientes: 1) La demostración de que al tiempo de la transacción no se esperaba obtener un provecho vinculado a la calidad de sensible de la información en relación con los precios de los valores;

¹⁶⁸ Vid. la sección 173.

¹⁶⁹ Vid. KARMEEL, R. S. (1997-1998), p. 1148.

2) la prueba de que se creyó – sobre la base de elementos razonables – que la información había sido divulgada ampliamente y por ello no se obraba en detrimento de la otra parte; 3) la demostración de que se hubiera actuado de la misma manera aunque no se dispusiera de la información; y 4) si se obró con buena fe en calidad de *market-maker* o en cumplimiento de las reglas de estabilización de los precios¹⁷⁰.

A más de lo anterior, el CJA subrayó lo que debía entenderse por “*inside information*” y por *insiders* o iniciados. Respecto a lo primero, el concepto se refiere a aquella información específica relacionada con determinados valores o emisores, que todavía no es pública, pero de ser conocida tendría un efecto significativo sobre el precio de los valores.

En cuanto a lo segundo, un iniciado es quien tiene y sabe que tiene información relevante que no ha sido divulgada (*inside information*) y quien sabe - y así es - que dicha información proviene de una fuente interna (*secondary insiders* o *tippees*).¹⁷¹

1.9. El *Financial Services and Markets Act* de 2000

Seguidamente, derogando el estatuto de 1986, entró en escena el *Financial Services and Markets Act* de 2000 (FSMA de 2000) que se inclinó más por la regulación del abuso de mercado desde la perspectiva administrativa y civil, si se compara con el énfasis que la normatividad anterior hacía respecto de la vía criminal.

El FSMA creó la *Financial Services Authority* (FSA)¹⁷², organismo que en adelante se encargaría de regular el sector bancario, de seguros e inversiones. De este modo se acogió un sistema de regulador único en el ámbito financiero, prescindiendo de las SROs que se mencionaron en párrafos anteriores, pero continuando con la preeminencia – a diferencia de EE.UU – del sector privado en la regulación del mercado de valores.

¹⁷⁰ Vid. la sección 48 del FSA de 1986.

¹⁷¹ Vid. las secciones 57.2 y 58: «(2) For the purposes of subsection (1), a person has information from an inside source if and only if— (a) he has it through— (i) being a director, employee or shareholder of an issuer of securities; or (ii) having access to the information by virtue of his employment, office or profession; or (b) the direct or indirect source of his information is a person within paragraph (a).» «58. Information “made public” (1) For the purposes of section 56, “made public”, in relation to information, shall be construed in accordance with the following provisions of this section; but those provisions are not exhaustive as to the meaning of that expression. (2) Information is made public if—(a) it is published in accordance with the rules of a regulated market for the purpose of informing investors and their professional advisers; (b) it is contained in records which by virtue of any enactment are open to inspection by the public; (c) it can be readily acquired by those likely to deal in any securities— (i) to which the information relates, or (ii) of an issuer to which the information relates; or (d) it is derived from information which has been made public. (3) Information may be treated as made public even though— (a) it can be acquired only by persons exercising diligence or expertise; (b) it is communicated to a section of the public and not to the public at large; (c) it can be acquired only by observation; (d) it is communicated only on payment of a fee; or (e) it is published only outside the United Kingdom.»

¹⁷² Este organismo reemplazó a la *Securities Investment Board* (SIB). Recientemente, la FSA cesó de existir y sus equivalentes actuales son la *Financial Conduct Authority* (FCA) y la *Prudential Regulation Authority*, PRA, que es una división del Banco de Inglaterra).

Se impulsó así una estrategia de ordenación del mercado de valores afincada en la combinación de la regulación estatal con los esquemas de autorregulación privada; asunto este que ha sido objeto de muchas críticas¹⁷³ a raíz de la crisis financiera actual, pues, ha quedado en el aire la idea o percepción de que no se ha hecho un seguimiento decidido de las conductas constitutivas de abuso de mercado.

Respecto a la obligación de divulgación de información para que un valor pueda ser negociado – cotizando¹⁷⁴ o no¹⁷⁵ –, el FSMA, siguiendo a su predecesor, el FSA de 1986,¹⁷⁶ implantó un deber general de suministrar toda la información que los inversores y, por ende, sus asesores, requerirían y esperarían legítimamente recibir para valorar una inversión y tomar una decisión determinada.

Esa información tiene que ver, básicamente, con los siguientes asuntos: 1) la naturaleza de los valores y su emisor; 2) el perfil de los potenciales inversores; 3) aquellos datos que éstos querrían razonablemente conocer si consultaran a un asesor en inversiones (riesgo, proyección de ganancias, situación financiera del emisor, historial de pérdidas, etc.); y, 4) la información que el emisor haya puesto a disposición del público en cumplimiento de la ley, de reglas específicas en materia de valores (por ejemplo, las *Disclosure Rules and Transparency Rules* – DTR – o las *UKLA's Listing Rules*) o de exigencias particulares impuestas por organismos reconocidos de negociación de inversiones.

Esta divulgación no tendrá lugar si se recibe autorización para omitirla por parte de una autoridad, en este caso de la FSA, siempre y cuando con la difusión de la información se pueda quebrantar el interés público, perjudicar seriamente al emisor, o que simplemente no sea indispensable en atención a la calidad de sus destinatarios¹⁷⁷. Asimismo, si la información es afectada o cambia significativamente a causa de una situación sobreviniente, este hecho debe ser puesto oportunamente en conocimiento del público y de la autoridad respectiva.

Si al hacer pública esa información se crea una impresión falsa o engañosa o se omite algún asunto que haya sido exigido por la ley sin que su omisión esté permitida o justificada, habrá lugar a compensar al adquirente de los valores por las pérdidas que haya tenido¹⁷⁸.

¹⁷³ Vid. FERRAN, E. (2011), pp. 455–480. Este autor se muestra en desacuerdo con la desaparición inminente de la FSA, pese a la insatisfacción creciente que existe por la forma en que ejerció la supervisión prudencial en la crisis reciente.

¹⁷⁴ Vid. la sección 80 del FSMA.

¹⁷⁵ Vid. las secciones 87 y 87^a del FSMA.

¹⁷⁶ Vid. las secciones 146 y ss. del FSA de 1986.

¹⁷⁷ Vid. la sección 82.

¹⁷⁸ Vid. la sección 90.

Existe, sin embargo, la posibilidad de evitar esa responsabilidad si se demuestra que al suministrar la información se creyó razonablemente, incluso, si es del caso, con apoyo en indagaciones, que las declaraciones emitidas eran ciertas, no engañosas; o que la cuestión omitida fue descartada en su momento de forma apropiada y conforme a la ley o a la autorización de la autoridad competente.

También se deberá probar que se cumple con alguna de las siguientes condiciones: 1) que la creencia se haya mantenido durante el tiempo en que los valores fueron adquiridos; 2) que los valores fueron adquiridos antes de que en la práctica fuera posible corregir aquellas declaraciones; 3) que antes de que los valores fueran adquiridos se tomaron todos los pasos razonablemente necesarios para realizar la corrección; y 4) que la creencia se mantuvo luego de la admisión a cotización de los valores, después de las negociaciones y hasta su adquisición sin que, debido al paso del tiempo, hubiera sido posible rectificar dadas las circunstancias. Para resumir: que hubo buena fe y esta situación se mantuvo en el tiempo.¹⁷⁹

Por supuesto, tampoco habrá responsabilidad cuando quien alega haber sido perjudicado conocía que las declaraciones eran falsas o engañosas y sabía de la información omitida o de su modificación.

En este punto se hará un paréntesis breve sobre la sección 90 del FSMA de 2000, tal como fue concebida originalmente.

Lo primero que hay que decir es que, a grandes rasgos, se correspondía con el tenor del *Director's Liability Act* de 1890 aunque, irónicamente, ponía su atención en un sistema de responsabilidad de los emisores basado en el fraude, más restrictivo, y no sobre la negligencia, factor éste que tradicionalmente había sido el andamiaje de la responsabilidad por la información contenida en los prospectos y cuyas limitaciones habían sido más o menos superadas a través de los pronunciamientos judiciales citados más arriba.

Segundo, la versión original tampoco exigió una confianza específica del inversor en las declaraciones falsas o engañosas, lo que es plausible, pero sólo legitimó las reclamaciones dirigidas contra los emisores que provinieran de los adquirentes de los valores, descartando – por ejemplo – a los vendedores. Y tercero, autolimitó su aplicación a los mercados de valores regulados.

El anterior régimen atinente a la divulgación de información relevante que pudiera afectar la negociación de un valor es supremamente útil a la hora de examinar las acciones

¹⁷⁹ Vid. COUSINS, J. / CHARMAN, A. (2011), p. 18.

por *misrepresentation* o tergiversación, ya que puede existir una conducta de abuso de mercado, de distorsión o alteración, a través de declaraciones falsas o engañosas vertidas, por ejemplo, en los prospectos o en los documentos o actos de promoción de servicios y productos financieros.

Con todo, debe aclararse que una acción por *misrepresentation* en el *Common Law* inglés puede tener origen tanto en una intención fraudulenta como en una que no tenga este carácter, como la mera negligencia. Empero, lo sustancial es que hubiere existido la intención, y que así se hubiere materializado, de inducir o motivar a otro a negociar y que éste hubiere confiado en lo dicho u omitido, a pesar de no corresponder a la realidad.

El gran pero de esta vía legal es que en el ámbito actual de la negociación con valores el anonimato del inversionista es, como se dijo antes, la regla general, por consiguiente, sería muy gravoso para él tener que probar que existió confianza en la actuación de alguien en particular cuyo propósito era inducirlo a negociar.

Es más, esa relación mediata o indirecta con el otro contratante puede verificarse en la resolución de un inversionista de efectuar una operación de compra con base en la simple confianza en los precios del mercado, es decir, en su creencia de que estos reflejan adecuada y fielmente el valor de los instrumentos financieros y que, por ende, no hay un mercado falso.

El inversor también pudo haber confiado en una declaración falsa o engañosa contenida en un análisis de inversiones o en una noticia de la sección financiera de un periódico o boletín, con lo cual las relaciones de confianza entre los extremos de la operación se hacen cada vez más difusas y podría hablarse más de una confianza general en el sistema que en un sujeto en particular.

Por lo demás, cuando existe *misrepresentation* sin que haya de por medio una relación contractual, puede buscarse remedio jurídico mediante el *tort of deceit* cuyos lineamientos generales fueron puntualizados por el caso *Derry v. Peek* (LR 14 App Cas 337, 1889), a saber: la tergiversación de un hecho a través de una declaración falsa o una actuación que logre dicho efecto; la intención fraudulenta o temeraria en cuanto a la falsedad o la posibilidad de su falsedad; y la creencia errónea del demandante como resultado de dicha tergiversación, convicción que – a la postre – motivó su decisión de invertir.

Se deduce entonces que la carga probatoria para el demandante en este tipo de acciones es agotadora, al tener que probar elementos subjetivos que están fuera de su

alcance, pero que podrían inferirse – según las circunstancias – de los resultados, de la misma existencia de una actuación o declaración falsa y, de esta suerte, invertir la carga de la prueba.

El FSMA de 2000 hizo tres grandes aportes – entre muchos más –, el primero fue la unificación y el fortalecimiento de la regulación de la promoción financiera (publicidad y marketing de servicios y productos financieros, secciones 21, 98, 145, 238 y 267);¹⁸⁰ el segundo fue la creación del *Financial Services Ombudsman Scheme* (FOS); y el tercero fue el desarrollo más detallado del abuso de mercado, dando prelación – respecto de la vía penal –, a su tratamiento por la vía regulatoria o administrativa, concediendo a la FSA una facultad muy amplia para imponer multas.¹⁸¹

En relación con el primer punto, puede destacarse la prohibición – bajo ciertas hipótesis – de las *cold calling*¹⁸², prácticas cuyo abuso había causado una preocupación generalizada en el Reino Unido ante la indefensión de muchos inversores no profesionales – principalmente jubilados – que se dejaban llevar por las estrategias de comercialización y publicidad, sin muchos elementos para valorar adecuadamente los riesgos que asumían.

Las *cold calling* son aquellas invitaciones o propuestas – generalmente telefónicas – de adquirir productos o servicios financieros, que son recibidas sin esperarlas, esto es, sin haber contactado a una compañía de inversiones para indagar o cerrar un negocio con instrumentos financieros.¹⁸³

La sección 21 elevó la infracción de las reglas de promoción financiera al rango de ofensa criminal, aunque de hecho no se hubiera declarado algo falso o engañoso, permitiendo así obtener la anulación de los negocios que hayan tenido como origen dicha promoción junto con la compensación correspondiente.¹⁸⁴

¹⁸⁰ Mediante la recomendación COBS 4.2.4 se sugiere que en una promoción de servicios o productos financieros se obre de la siguiente manera: 1) dejar en claro si el capital del cliente está en riesgo o podría estarlo; 2) si se calculan rendimientos debe darse una impresión balanceada de las perspectivas de la inversión a corto y largo plazo; 3) debe suministrarse la información necesaria para asegurar que la forma de remunerar a la compañía es justa, clara y no engañosa cuando la estructura de cobro sea compleja o cuando se va a percibir remuneración por más de un concepto; 4) mencionar a la FSA como el regulador de las operaciones o cuestiones en caso de que sea así; 5) si se suministra un paquete de productos o servicios que no son de la compañía, debe darse la impresión clara, justa y no engañosa de que es así, informando acerca de la persona o firma de la cual provienen. Seguidamente, a través de la recomendación COBS 4.2.5, se sugiere que una comunicación o promoción financiera no debe describir a un producto como “garantizado”, “seguro” o “protegido”, o emplear términos similares, salvo que: 1) el término se corresponda con una descripción justa, clara y no engañosa; y 2) se comunique toda la información necesaria, presentándola de forma notoria y clara para que el uso del término en cuestión sea claro, justo y no engañoso.

¹⁸¹ Vid. la sección 23.

¹⁸² Vid. la sección 56 del FSA de 1986 y la sección 21 del FSMA.

¹⁸³ La regla 4.8.2 del Code of Business Sourcebook (COBS) establece, entre otras cuestiones, que una compañía no debe utilizar esta estrategia de marketing si no se ha establecido antes una relación con el destinatario, por razón de la cual este último pueda prever o esperar recibir este tipo de llamadas. Tampoco puede emplearse cuando se refiere a un paquete de productos que se relacionen con fondos de alta volatilidad o seguros de vida vinculados a dichos fondos.

¹⁸⁴ Vid. AVGOULEAS, E. (2005), p. 405. Puede consultarse también *The Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001*.

En cuanto a la segunda cuestión, se creó el FOS con el fin de agrupar en uno solo todos los mecanismos existentes para la defensa del cliente en materia financiera (Parte XVI), independientemente de las acciones tomadas por la FSA en virtud de su propia iniciativa y en cumplimiento de sus funciones.

El FOS tendría la suficiente autonomía para resolver ciertas disputas en forma expedita a partir de la formalización de una querrela y mediante dos esquemas: el de jurisdicción obligatoria y el de jurisdicción voluntaria. Estos esquemas pueden ser empleados frente a un caso de abuso de mercado, principalmente el de jurisdicción obligatoria, pues, dada la naturaleza de las infracciones y la posibilidad de imponer sanciones pecuniarias, este último resulta más propicio.¹⁸⁵

En lo concerniente al tercer punto, mediante la Parte VIII de la Ley¹⁸⁶ se indicó lo que debía juzgarse como *market abuse*, entendiendo por este, en sentido amplio, todas aquellas conductas (por acción u omisión y en el marco de la negociación de valores) que la generalidad de los participantes en el mercado contemplan – ordinariamente – como infracciones del estándar razonable de conducta¹⁸⁷ que ha de esperarse de quien ostenta una determinada posición en el mercado.

Dichas conductas pueden reunir una o varias de las siguientes condiciones: a. Basarse en información que no está disponible normalmente para aquellos que intervienen en el mercado, pero – si lo estuviera – sería considerada como relevante o determinante al momento de decidir cómo ejecutar las transacciones; b. Dar a un miembro regular del mercado, esto es, a una persona razonable que habitualmente opera en el mercado en cuestión, una impresión falsa o engañosa de la oferta o demanda de un valor o de su precio; y, c. Distorsionar el mercado de valores.¹⁸⁸

Como puede observarse, el acápite anterior hace alusión, a través de las dos primeras condiciones al abuso de información privilegiada y a la manipulación del mercado respectivamente, caracterizando a la tercera como una cláusula o estipulación abierta en la cual podrían caber aquellas conductas que siendo abusivas, no entran rigurosamente dentro

¹⁸⁵ Los esquemas mencionados se encuentran comprendidos en las secciones 226 y 227 del FSMA y en las reglas sobre Dispute Resolution Complaints – DISP – a las que se remite para solventar eventuales inquietudes.

¹⁸⁶ Vid. la sección 118.

¹⁸⁷ Vid. la sección 118.10.

¹⁸⁸ Sección 118: « (2) The conditions are that— (a) the behaviour is based on information which is not generally available to those using the market but which, if available to a regular user of the market, would or would be likely to be regarded by him as relevant when deciding the terms on which transactions in investments of the kind in question should be effected; (b) the behaviour is likely to give a regular user of the market a false or misleading impression as to the supply of, or demand for, or as to the price or value of, investments of the kind in question; (c) a regular user of the market would, or would be likely to, regard the behaviour as behaviour which would, or would be likely to, distort the market in investments of the kind in question.. (7) Information which can be obtained by research or analysis conducted by, or on behalf of, users of a market is to be regarded for the purposes of this section as being generally available to them. (8) Behaviour does not amount to market abuse if it conforms with a rule which includes a provision to the effect that behaviour conforming with the rule does not amount to market abuse. »

de las condiciones anteriores, pero cuyo efecto general es la alteración del mercado de valores.

Este estatuto¹⁸⁹ también se refirió a la obligación por parte de las autoridades de elaborar un código-guía (con reglas y recomendaciones) acerca de las conductas que podrían ser calificadas como abuso de mercado (COMAC, *Code of Market Conduct*). Inclusive, se exigió a las autoridades señalar claramente – conforme a los términos antedichos – cuándo una conducta era abuso de mercado o no, describiéndola y delimitando los factores y circunstancias que sustentarían una afirmación en un sentido positivo o negativo.¹⁹⁰

En cumplimiento de lo anterior, el COMAC contiene algunos criterios para determinar si una información es privilegiada o no (MAR 1.2.12 al MAR 1.2.14); enuncia ciertos factores útiles para reconocer una conducta como abuso de información privilegiada, suministrando varios ejemplos (MAR 1.3.2¹⁹¹ y MAR 1.3.20); y, entre otras muchas cosas, describe una serie de conductas que pueden ser definidas como manipulación del mercado de valores, v. gr., las comprendidas por las reglas MAR 1.6.15, MAR 1.6.16, MAR 1.8.6 y MAR 1.9.2 (*wash sales, painting the tape, squeezes, closing the market, etc.*).

El FSMA previó la sanción tanto de aquel que se ha involucrado directamente en las conductas indicadas como de quien ha permitido que otro lo haga, sin impedirlo o alentándolo. Sin embargo, quien sea acusado de abuso de mercado puede alegar, de una parte, que creyó razonablemente que su actuación no estaba prohibida o, de otra, que tomó todas aquellas precauciones razonables y observó la diligencia debida (*due diligence*) para no incurrir en dicho comportamiento (sección 123).

Gracias al FSMA, la FSA (que actualmente es la FCA, esto es, la *Financial Conduct Authority*) tenía a su disposición varias alternativas cuando sus investigaciones la llevaban a concluir que existía abuso de mercado: 1) iniciar un procedimiento criminal; 2) imponer multas; 3) tomar acciones disciplinarias;¹⁹² 4) realizar una declaración pública;¹⁹³ 5) ordenar a los infractores que devuelvan las ganancias obtenidas para entregarlas a quienes resultaron

¹⁸⁹ Un análisis completo sobre la Ley puede encontrarse en AVGOULEAS, E. (2005), p. 307 y ss.

¹⁹⁰ Vid. la sección 119.

¹⁹¹ «The following behaviours are, in the opinion of the FSA, market abuse (insider dealing): (1) dealing on the basis of inside information which is not trading information; (2) front running/pre-positioning - that is, a transaction for a person's own benefit, on the basis of and ahead of an order which he is to carry out with or for another (in respect of which information concerning the order is inside information), which takes advantage of the anticipated impact of the order on the market price; (3) in the context of a takeover, an offeror or potential offeror entering into a transaction in a qualifying investment, on the basis of inside information concerning the proposed bid, that provides merely an economic exposure to movements in the price of the target company's shares (for example, a spread bet on the target company's share price); and (4) in the context of a takeover, a person who acts for the offeror or potential offeror dealing for his own benefit in a qualifying investment or related investments on the basis of information concerning the proposed bid which is inside information.»

¹⁹² Vid. las secciones 66 y ss. y Parte XIV.

¹⁹³ Vid. la sección 123.3.

perjudicados con su conducta y, por último, 6) apelar a la justicia para obtener una orden de restitución¹⁹⁴ o una medida cautelar.¹⁹⁵

Al imponer la pena, la FSA, además de seguir el procedimiento previsto en la Ley,¹⁹⁶ debía tener en cuenta si la conducta tuvo un efecto adverso en el mercado, evaluando su gravedad; si fue intencional o no; si fue individual o hubo confabulación; si el infractor hizo ganancias o no y, por último, si hubo afectados por pérdidas u otro tipo de perjuicios.¹⁹⁷

Cabe destacar que el FSMA estableció, al igual que el FSA de 1986, una acción por daños (sección 150)¹⁹⁸ derivada sólo del incumplimiento de un deber impuesto por la ley o por el estatuto que en particular delimita ese deber.

El problema es que este remedio judicial es insuficiente, pues, suelen contemplarse muchas excepciones y, en términos generales, las acciones por *breach of a duty* permiten a los acusados alegar variadas defensas basándose en su buena fe o en su diligencia y cuidado, elevando así considerablemente la carga probatoria para el demandante, tal como se dijo respecto de las secciones 62 y 62A del FSA de 1986.¹⁹⁹

Entonces, como puede advertirse brilla por su ausencia la atribución a los perjudicados de un derecho general, sin tantas limitaciones, para acudir a la jurisdicción civil y reclamar en dicha sede las pérdidas sufridas por razón de conductas señaladas como abuso de mercado, independientemente de si la normativa creó o no una acción para reclamar por daños.

Lo antecedente puede explicarse por la orientación tradicional de la normatividad en esta materia hacia la protección de intereses de carácter general o público (la confianza en los mercados, su integridad y transparencia), por encima de los legítimos derechos de los individuos de buscar reparación cuando sus intereses o bienes particulares han sido menoscabados.

Hasta hace muy poco se consideraba que abrir la puerta a un derecho general para accionar por los perjuicios causados a un individuo, traería consigo una litigiosidad

¹⁹⁴ Vid. la sección 383.

¹⁹⁵ Vid. la sección 381.

¹⁹⁶ Vid. las secciones 123 y ss.

¹⁹⁷ Las dos últimas condiciones son prerequisites para que tengan lugar las *restitution orders* de la sección 383.

¹⁹⁸ Complementada por el *Financial Services and Markets Act 2000 (Rights of Action) Regulations 2001*.

¹⁹⁹ «Breach of a regulating an authorized person's conduct normally signifies the prior existence of a contractual or fiduciary relationship between the authorized person and the investor concerned.²⁰ In modern financial markets, there is usually no contractual or fiduciary nexus between the victims of manipulative practices and of insider dealing and the perpetrators of the abuse.²¹ Therefore, the absence of a general right of action that investors could use when the FSA's (general) principles of market conduct are breached means that investor's recourse to civil relief under the FSMA 2000 regime is limited, at least in respect of losses sustained as a result of market manipulation.» Vid. AVGOULEAS, E. (2005), p. 395.

descomunal que afectaría la dinámica y la evolución adecuada y eficiente del mercado de valores, puesto que, en teoría, sus costos de funcionamiento aumentarían considerablemente para evitar pleitos judiciales y, por lo tanto, la innovación, la asignación eficaz de los recursos financieros y el crecimiento económico se verían seriamente limitados.

Por lo demás, la sección 132 del FSMA dio origen al *Financial Services and Markets Tribunal*²⁰⁰, cuya función cesó en 2010, siendo remplazado por el *Upper Tribunal*, frente al cual la FSA debía presentar y adelantar los casos que estuvieran bajo su competencia administrativa sancionadora.

Al igual que su predecesora, la FSA de 1986, el FSMA calificó como ofensa criminal (sección 397)²⁰¹ la realización – intencional, temeraria (*reckless*) o deshonesta – de declaraciones, promesas o pronósticos que son engañosos o falsos (se sabe que lo son o pueden serlo), que hagan caer en error o que oculten deshonestamente datos relevantes, para inducir a otro (o que induzcan a otro, sea o no destinatario de esas declaraciones) a tomar parte o abstenerse de participar en una inversión o del ejercicio de un derecho derivado de dicha inversión (*R v. Rigby, Bailey and Rowley*, FSA/PN/091/2005).

Por añadidura, se prohibió realizar cualquier acto para crear una impresión falsa o engañosa sobre el mercado, el precio o el valor de una inversión, y así inducir a otro a adquirir, deshacerse, suscribir o asegurar (*underwriting*) una inversión o un derecho derivado de ésta, o abstenerse de hacerlo.

Como defensas, según los supuestos, se permitió probar al acusado lo siguiente:²⁰²
1) que la declaración, promesa o pronóstico fue realizado por virtud y en cumplimiento de las reglas de estabilización de los precios o de control de la información; 2) que tuvo la creencia razonable de que su conducta no causaría una impresión falsa o engañosa y, finalmente, 3) que actuó con el propósito de estabilizar el precio de las inversiones o controlar la información, cumpliendo las reglas de estabilización y de control de la información que debían ser establecidas y desarrolladas por la autoridad competente, según las secciones 144 y 147 respectivamente.

²⁰⁰ En la página de la FSA (ahora de la FCA) puede consultarse el contenido de las decisiones de este tribunal, por ejemplo, *FSA v. Andre Jean Scerri* (2010).

²⁰¹ Toda la sección 397 del FSMA fue derogada por el *Financial Services Act* de 2012.

²⁰² Las secciones 397.4 y 397.5 se encargaban de este asunto, pero fueron derogadas por el FSA de 2012. De igual forma, la sección 92 del FSA de 2012 modificó las sanciones penales, así: «Penalties. (1) A person guilty of an offence under this Part is liable— (a) on summary conviction, to imprisonment for a term not exceeding the applicable maximum term or a fine not exceeding the statutory maximum, or both; (b) on conviction on indictment, to imprisonment for a term not exceeding 7 years or a fine, or both. (2) For the purpose of subsection (1)(a) "the applicable maximum term" is— (a) in England and Wales, 12 months (or 6 months, if the offence was committed before the commencement of section 154(1) of the Criminal Justice Act 2003); (b) in Scotland, 12 months; (c) in Northern Ireland, 6 months. »

El *Financial Services Act* de 2012 (FSA de 2012) derogó la sección 397 del FSMA, modificando la redacción de las conductas constitutivas de abuso de mercado (secciones 89²⁰³ y 90²⁰⁴ del FSA de 2012) y estableciendo nuevas reglas en relación con las mismas. En cuanto a la descripción de las conductas, básicamente se mantuvo la estructura anterior, agregando la realización de declaraciones y la creación de impresiones falsas o engañosas relacionadas con índices de referencia o *benchmarks*.²⁰⁵

En lo atinente a las defensas, en el caso de las *misleading statements*, el FSA de 2012 contempla las siguientes: a) que la conducta se ajusta a las reglas sobre estabilización de los precios o las reglas de control de la información; y b) que la actuación se enmarca en cualquiera de las excepciones establecidas por la regulación comunitaria respecto de los programas de recompra de acciones y estabilización de instrumentos financieros.

Y, en los supuestos de *misleading impressions*, además de la última mencionada, se tendrán en cuenta las siguientes defensas: a) la creencia razonable de que la conducta no crearía una impresión falsa o engañosa (ésta no resulta aplicable a los índices de referencia); b) que la actuación tuvo el propósito de estabilizar los precios de las inversiones, según las reglas de estabilización correspondientes; c) que la conducta se ajustó a las reglas de control de información.

1.10. Reformas legislativas para ajustar el derecho inglés a la DAM.

²⁰³ Sección 89 del FSA de 2012: «Misleading statements. (1) Subsection (2) applies to a person (“P”) who— (a) makes a statement which P knows to be false or misleading in a material respect, (b) makes a statement which is false or misleading in a material respect, being reckless as to whether it is, or (c) dishonestly conceals any material facts whether in connection with a statement made by P or otherwise. (2) P commits an offence if P makes the statement or conceals the facts with the intention of inducing, or is reckless as to whether making it or concealing them may induce, another person (whether or not the person to whom the statement is made)— (a) to enter into or offer to enter into, or to refrain from entering or offering to enter into, a relevant agreement, or (b) to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by a relevant investment...»

²⁰⁴ Sección 90 del FSA de 2012: «Misleading impressions (1) A person (“P”) who does any act or engages in any course of conduct which creates a false or misleading impression as to the market in or the price or value of any relevant investments commits an offence if— (a) P intends to create the impression, and (b) the case falls within subsection (2) or (3) (or both). (2) The case falls within this subsection if P intends, by creating the impression, to induce another person to acquire, dispose of, subscribe for or underwrite the investments or to refrain from doing so or to exercise or refrain from exercising any rights conferred by the investments. (3) The case falls within this subsection if— (a) P knows that the impression is false or misleading or is reckless as to whether it is, and (b) P intends by creating the impression to produce any of the results in subsection (4) or is aware that creating the impression is likely to produce any of the results in that subsection. (4) Those results are— (a) the making of a gain for P or another, or (b) the causing of loss to another person or the exposing of another person to the risk of loss. (5) References in subsection (4) to gain or loss are to be read in accordance with subsections (6) to (8). (6) “Gain” and “loss”— (a) extend only to gain or loss in money or other property of any kind; (b) include such gain or loss whether temporary or permanent. (7) “Gain” includes a gain by keeping what one has, as well as a gain by getting what one does not have.»

²⁰⁵ Sección 91 del FSA de 2012: «Misleading statements etc in relation to benchmarks. (1) A person (“A”) who makes to another person (“B”) a false or misleading statement commits an offence if— (a) A makes the statement in the course of arrangements for the setting of a relevant benchmark, (b) A intends that the statement should be used by B for the purpose of the setting of a relevant benchmark, and (c) A knows that the statement is false or misleading or is reckless as to whether it is. (2) A person (“C”) who does any act or engages in any course of conduct which creates a false or misleading impression as to the price or value of any investment or as to the interest rate appropriate to any transaction commits an offence if— (a) C intends to create the impression, (b) the impression may affect the setting of a relevant benchmark, (c) C knows that the impression is false or misleading or is reckless as to whether it is, and (d) C knows that the impression may affect the setting of a relevant benchmark...»

El FSMA de 2000 fue modificado para ajustarse a la DAM por el *Financial Services and Markets Act* de 2000 (*Market Abuse*) *Regulations 2005*. La sección 118.1 de esta reforma calificó como abuso de mercado todas aquellas conductas realizadas individual y colectivamente, o en concierto con otros, que tengan lugar en la negociación de los valores comprendidos en el ámbito de aplicación de la DAM y que se correspondan con alguna de las descripciones contenidas en la sección subsiguiente (118.2) (*Jabre v. FSA*).

Los supuestos descritos por la sección 118 son los siguientes: Primero, cuando un iniciado o *insider* negocia o intenta negociar con un valor, valiéndose de *inside information* relacionada con dicho instrumento financiero.

En términos generales (según la definición de la sección 118C) hay *inside information* cuando la información en cuestión es precisa y específica; no está disponible públicamente; está relacionada – directa o indirectamente – con un emisor o un valor; y, de estar disponible de manera general (aunque se precise pagar por ella), tendría un efecto significativo en el precio del valor o de las inversiones conexas.²⁰⁶

Al mismo tiempo, una información es precisa si versa sobre circunstancias actuales, eventos pasados o situaciones cuyo advenimiento se espera de forma razonable, siempre que sean suficientemente específicas para permitir deducir su posible efecto en el precio de un valor. Una información tendrá un efecto significativo en el precio de un instrumento financiero si un inversor razonable la utilizaría para encauzar su decisión de inversión.

Según la sección 118B son iniciados aquellos que posean *inside information* por virtud de su pertenencia a un organismo administrativo, de gestión o supervisión de un emisor; por su participación en el capital de un emisor; por tener acceso a esa información en razón del ejercicio de su deber, cargo o profesión; por actividades criminales; o, en último lugar, por la utilización de otros medios, a sabiendas de que se trata de información privada o que razonablemente podía ser *inside information*.

Segundo, cuando un iniciado divulga esa información a otra persona sin que exista de por medio el cumplimiento de un deber, un cargo o una profesión

²⁰⁶ De acuerdo con el *Code of Market Conduct* no hay *inside information* en los siguientes supuestos: «(1) whether the information has been disclosed to a prescribed market through a regulatory information service or RIS or otherwise in accordance with the rules of that market; (2) whether the information is contained in records which are open to inspection by the public; (3) whether the information is otherwise generally available, including through the Internet, or some other publication (including if it is only available on payment of a fee), or is derived from information which has been made public; (4) whether the information can be obtained by observation by members of the public without infringing rights or obligations of privacy, property or confidentiality; and (5) the extent to which the information can be obtained by analysing or developing other information which is generally available.»

Tercero, cuando sin estar dentro de las hipótesis anteriores, la conducta se basa en información que no está disponible de manera general para los intervinientes en el mercado, pero, de estarlo, sería considerada relevante por un inversor habitual en la toma de decisiones de inversión y en la configuración de los términos concretos de las operaciones.

Un inversor habitual²⁰⁷ del mercado del que se trate estimaría el comportamiento basado en dicha información como un incumplimiento de los estándares de actuación esperados por parte de una persona que ostente una posición similar.

Como puede observarse, las conductas descritas responden a la figura del abuso de información privilegiada y, aunque en principio se trata de supuestos muy específicos, tal como se aprecia en los dos párrafos anteriores, la normativa se cuida de dejar válvulas de escape para dar mayor flexibilidad a las actuaciones de la autoridad supervisora.

Seguidamente, el legislador de 2005 vuelca su atención en la manipulación del mercado y lo define de acuerdo con ciertos criterios, estableciendo también una cláusula final para englobar aquellos actos que no hayan sido delimitados detalladamente.

Así las cosas, hay abuso de mercado cuando se ejecutan transacciones u órdenes que – sin responder a razones legítimas ni estar ajustadas a las prácticas aceptadas de manera general en el mercado – se caracterizan por lo siguiente:

1) Ofrecen o tienen la probabilidad de ofrecer una impresión falsa o engañosa sobre la demanda, la oferta o el precio de un valor.

2) Aseguran el precio de una inversión en un nivel anormal o artificial.

3) Emplean estrategias, esquemas o recursos que pueden calificarse de artimañas, artificios o engaños (*“or any other form of deception or contrivance”*²⁰⁸)

4) Diseminan información que ofrece o tiene la posibilidad de ofrecer una impresión falsa o engañosa sobre la inversión siempre que el sujeto conozca, o se pueda razonablemente esperar que conozca, que la información era falsa o engañosa.

5) Conductas distintas a las antedichas que generen en un inversor habitual impresiones falsas o engañosas sobre la demanda, la oferta o el precio de un valor (o que

²⁰⁷ Sección 130A (3): «...“regular user”, in relation to a particular market, means a reasonable person who regularly deals on that market in investments of the kind in question,....»

²⁰⁸ Vid. la sección 118.6.

tengan esa posibilidad); y que sean o puedan ser consideradas por dicho inversor como una distorsión efectiva o potencial del mercado.

El FSMA también fue modificado por el *Companies Act* de 2006 que introdujo las secciones 90A y 90B relativas a la responsabilidad de los emisores por declaraciones falsas o engañosas consignadas en publicaciones sobre sus valores, manteniendo la exigencia de fraude, imprudencia o temeridad ante las declaraciones falsas o engañosas por activa y de encubrimiento deshonesto ante las omisiones.

Del mismo modo, el *Financial Services and Markets Act 2000 (Liability of Issuers) Regulations* de 2010 retocó la sección 90A y agregó el *Schedule 10A* para reglamentar las circunstancias respecto de las cuales los emisores debían compensar a los afectados cuando estos hubieren incurrido en pérdidas por virtud de las siguientes actuaciones: 1) declaraciones falsas o engañosas en publicaciones sobre los valores, 2) omisiones deshonestas de los datos que deberían haber sido incluidos en dichas publicaciones y, 3) demoras deshonestas en publicar información sobre los valores.

Esto último, las demoras deshonestas, es una adición novedosa, aunque hay que advertir que la técnica regulatoria para concretar el concepto de deshonestidad en la responsabilidad de los emisores fue más restrictiva en comparación con las nociones de fraude o *recklessness* contenidas en el *Common Law*.

De esta suerte, el *Liability of Issuers Regulations* requiere la confluencia de dos condiciones para hablar de deshonestidad, a saber: 1) que las conductas sean consideradas como deshonestas por las personas que habitualmente negocian en el mercado de valores en cuestión y, 2) que la persona sea consciente, o debiera haberlo sido, de que la conducta es o se consideraba como deshonestas.

No hay que dejar atrás, dentro de toda esta normatividad enlazada directa o indirectamente con el abuso de mercado – pero al final de cuentas aplicable – al *Fraud Act* de 2006 (FA), estatuto que derogó al *Theft Act* de 1968 y con el cual se buscó modificar en cierta forma la ley sobre *deception*

El objetivo fundamental de esta reforma era superar los problemas técnicos de aplicación de la regulación existente sobre el fraude, pues la proliferación de descripciones legales específicas hacía muy difícil la persecución de las ofensas criminales, siendo frecuentes los casos de superposición y error al elegir los cargos concretos por los cuales debía procesarse a un individuo.

En su momento se creyó oportuno reducir el número de tipos penales u ofensas, englobándolas quizás en una o en algunas cuantas ofensas generales que no se detuvieran en particularidades que con el tiempo, por su tecnicismo, dejaran a la vista su poca adaptabilidad u obsolescencia.²⁰⁹

Tampoco era deseable, al menos en materia penal, adoptar una descripción general basada solamente en la proscripción de los comportamientos deshonestos ya que con esta actuación podría irse más allá de las necesidades de prohibición de una conducta, afectando gravemente la esfera de derechos y libertades de las personas. Sin embargo, sí era posible enfocarse en las formas más características del fraude, en las que son más recurrentes y reúnen los elementos esenciales de su manifestación, simplificando así los problemas de aplicación de la ley penal.²¹⁰

Además, había que poner el acento probatorio no tanto en la demostración del efecto que una actuación marcada por *deception* pueda tener en la víctima, es decir, independientemente de la confianza que se haya podido generar en el perjudicado, basta que el sujeto activo realice, por ejemplo, una falsa declaración a partir de la cual se inferirá una intención de engañar o de defraudar, pues es conocido que este último elemento suele estar por fuera de la órbita o alcance de las víctimas y del ente acusador, salvo pruebas más indirectas que permitan deducirlo o descubrirlo.

Así pues, el FA estableció tres tipos básicos de conductas constitutivas de fraude: 1) fraude por falsa declaración, 2) fraude por no divulgar información, y 3) fraude por abuso de posición.²¹¹

La primera tiene lugar cuando una persona hace una falsa declaración de manera deshonesta para obtener un provecho propio o ajeno, ocasionarle pérdidas a otro o exponerlo a un riesgo de pérdida. Una declaración es falsa si da una impresión equivocada sobre algo, o es engañosa, siempre que el sujeto activo sepa que es falsa o que puede serlo.

La segunda ocurre cuando una persona, deshonestamente, incumple su deber legal de divulgar a otro una información determinada. Y la tercera se da cuando una persona que ocupa una posición en la que se espera que salvaguarde o no actúe en contra del interés financiero de otro, abusa por activa o por pasiva y de modo deshonesto de esa posición. En

²⁰⁹ Vid. HOLROYD, J. (2003), pp. 31-32.

²¹⁰ Vid. WITHEY, C. (2006), p. 221

²¹¹ Sección primera del FA: «1. Fraud. (1) A person is guilty of fraud if he is in breach of any of the sections listed in subsection (2) (which provide for different ways of committing the offence). (2) The sections are— (a) section 2 (fraud by false representation), (b) section 3 (fraud by failing to disclose information), and (c) section 4 (fraud by abuse of position). (3) A person who is guilty of fraud is liable— (a) on summary conviction, to imprisonment for a term not exceeding 12 months or to a fine not exceeding the statutory maximum (or to both); (b) on conviction on indictment, to imprisonment for a term not exceeding 10 years or to a fine (or to both).»

ambos supuestos se requiere que el sujeto activo actúe con la intención de obtener un provecho propio o ajeno, ocasionarle pérdidas a otro o exponerlo a un riesgo de pérdida.

Aunque no se utilice el término *misrepresentation* que sí tiene cabida en la vía civil, una *false representation* equivale parcialmente a una *misrepresentation*. Como se ha dicho en apartados anteriores, en la *misrepresentation* se precisa de cierto estado mental, esto es, algún grado de conocimiento o consciencia de que una declaración es falsa, engañosa o errada, o que puede serlo.

Y como puede notarse ahora, el FA no prescinde de estos elementos descriptivos al explicar en qué consiste una *false representation*; sin embargo, si bien se exige un estado mental particular en el sujeto activo, no se requiere un resultado específico en la mente del sujeto pasivo como sí se hace en el ámbito de la *deception*. Por ende, se amplifica la efectividad de la nueva normativa aplicándola, por ejemplo, en los eventos donde hay *false representation* operando sobre máquinas o computadores (*phising* en materia financiera).²¹²

Empero, es preocupante que pueda llegar a entenderse que no hay lugar a abarcar aquellos eventos en los que hay una declaración falsa de manera “inocente”, imprudente o temeraria (*reckless*), pues en la definición se exige un estado mental previo de conocimiento o consciencia de su falsedad, lo que posiblemente entraña y, por razones de política criminal sea quizás atendible, que en la vía penal sólo podría considerarse la intención directamente encaminada a producir una declaración falsa y, consiguientemente, las declaraciones falsas pero temerarias serían materia civil a través de las acciones por *misrepresentation*.

Una cuestión interesante de dilucidar es la de determinar si cuando alguien actúa con ese conocimiento o consciencia previa ya está actuando deshonestamente, recuérdese que la norma exige hacer la declaración de este modo y, de hecho, normalmente las cosas discurren así, pero es factible que alguien emita una declaración falsa, sabiendo que lo es, para no perjudicar a otro y sin la intención de ganar nada para sí o un tercero. En últimas, habrá que analizar las circunstancias concretas para concluir si existe o no un comportamiento deshonesto.

Al igual que la regulación anterior, el FA acogió la idea de que se puede hacer una declaración falsa de modo expreso o implícito, esto es, a través no sólo de la conducta activa o de las palabras propiamente dichas, sino también de las omisiones; contemplando así, por

²¹² «This problem continues in the modern context with the increase in internet fraud, particularly 'phishing'. Phishers send an e-mail or instant message to a large group of people falsely representing that the message has been sent from a legitimate financial institution. The e-mail or instant message induces the reader to provide sensitive information such as credit card and bank account numbers, so that the phisher can gain access to the assets of another person.» Vid. WITHEY, C. (2006), p. 233.

extensión, los casos en que se guarda silencio, sin que – a diferencia de lo que ocurre con el fraude por no divulgar información – la norma exija un deber legal concreto de hablar (*duty to speak*).²¹³

Otra cosa reseñable es que no se requiere la materialización de una ganancia, basta la intención directa de obtener un provecho propio o ajeno, o la de ocasionar una pérdida a otro o exponerlo a esa contingencia. Esa intención directa debe estar relacionada con la falsa declaración, esto es, ganancias o pérdidas que no sean directamente perseguidas por el sujeto activo a la hora de la declaración falsa no pueden vincularse a esta última, aun cuando sucedan efectivamente.²¹⁴

Finalmente, el tratamiento de los daños en esta sede, la del engaño o el fraude, es más abierto, pues las consecuencias remotas, es decir, las pérdidas o perjuicios que no fueron ni pudieron ser razonablemente previstos, pero que se derivaron de la conducta engañosa o fraudulenta del infractor, deben ser reparados en su totalidad sin que pueda argumentarse que no eran previsibles, o que eran lejanos e indirectos (*Doyle v. Olby*, EWCA Civ 2, 1969).²¹⁵

Esta postura también permite incluir a las *profit losses*, esto es, las ganancias dejadas de percibir que en el *Tort of Law* inglés serían normalmente tratadas como pérdidas de una oportunidad y cuyo reconocimiento, fuera del ámbito del fraude, tendría que pasar por un examen bastante riguroso. Ahora bien, en presencia de un elemento como el fraude, estos daños reciben una mayor consideración y se vinculan, consecencialmente, a la acción u omisión fraudulenta, sin tanto recelo.²¹⁶

Para terminar con el estudio del abuso de mercado en el derecho inglés sin que hasta este momento se haya puesto de presente el componente de derecho comunitario existente, al menos no de forma expresa porque luego se examinará, es el turno ahora de sacar a relucir, con propósitos simplemente ilustrativos, algunos asuntos de interés que han sido resueltos por los jueces.

²¹³ Vid. WITHEY, C. (2006), pp. 221-223

²¹⁴ Vid. WITHEY, C. (2006), pp. 226-228

²¹⁵ «On principle the distinction seems to be this: in contract, the defendant has made a promise and broken it. The object of damages is to put the plaintiff in as good a position, as far as money can do it, as if the promise had been performed. **In fraud, the defendant has been guilty of a deliberate wrong by inducing the plaintiff to act to his detriment. The object of damages is to compensate the plaintiff for all the loss he has suffered, so far, again, as money can do it.** In contract, the damages are limited to what may reasonably be supposed to have been in the contemplation of the parties. **In fraud, they are not so limited.** The defendant is bound to make reparation for all the actual damages directly flowing from the fraudulent inducement. The person who has been defrauded is entitled to say; "I would not have entered into this bargain at all but for your representation. Owing to your fraud, I have not only lost all the money I paid you, but, what is more, I have been put to a large amount of extra expense as well and suffered this or that extra damages."» (negrilla añadida) Vid. *Doyle v. Olby* (EWCA Civ 2, 1969).

²¹⁶ Vid. ZHOU, Q. (2007), p. 92 yss.

1.11. Algunos casos judiciales para ilustrar el fenómeno del abuso de mercado en el derecho inglés.

En el año 2005, a instancia de la FSA se llevó a cabo el primer juicio criminal por *misleading statements and practices* derivado de la sección 397(1)(c) del FSMA (*R v. Rigby, Bailey and Rowley*). En esta ocasión, el Tribunal condenó a *Rigby* y a *Bayley*, directores de una compañía de *software* (*AIT GROUP*), a unos cuantos meses de prisión por haber realizado declaraciones falsas o engañosas de manera temeraria (*recklessly*) sobre el volumen de negocios y las ganancias de la empresa.

Las cosas sucedieron más o menos de la siguiente manera: el dos de mayo de 2002 los acusados expresaron que la facturación y los beneficios se desarrollaban según las expectativas debido a los ingresos que se obtendrían por algunos contratos con *Centraal Beheer*, *Datapoint* y *St. James's Place*.

Posteriormente, el 31 de mayo se anunció que la declaración anterior no era exacta porque lo de *Centraal Beheer* todavía no estaba en firme, lo que llevó – inevitablemente – a que las acciones de AIT cayeran bruscamente de 492.5 a 96.5 puntos.

Un poco más tarde, en junio de la misma anualidad, se reveló que AIT no publicaría sus resultados, tal como se esperaba, porque estaba resolviendo algunos problemas surgidos con ocasión de una auditoría contable; agregando que era muy posible que la compañía presentara una situación deficitaria en vista de que la contabilidad no reflejaría el valor de una licencia (con *Datapoint*) por valor de £2,5 millones de libras.

Total, las declaraciones sucesivas de los directores hicieron desplomar el precio de las acciones, estado de cosas que fue exacerbado por la comprobación ulterior de que esos contratos de los que se había presumido en un principio, no existían, no eran reales.

Por el lado de las manipulaciones operativas del mercado, en 2008, la FSA impuso a *Winterflood* (*Winterflood Securities Ltd et ál. v. FSA*, EWCA Civ 423, 2010) y otros dos acusados una multa de £4 millones, £200,000 y £50,000 libras respectivamente por haberse involucrado, entre agosto de 2003 y julio de 2004, en un «*share ramping scheme*»²¹⁷ sobre

²¹⁷ Considerando número ocho de la decisión que desestimó la apelación en el asunto *Winterflood Securities Ltd et ál. v. FSA*: «8. The share ramping scheme had the effect of misleading the market as to the supply, price or value of and demand for FEI shares and of distorting the market in those shares. It caused the FEI share price to be positioned at an artificially high level and resulted in an almost five-fold increase between May 2003 and July 2004. On 15th July 2004 the share price fell sharply from 11.75p to 7.5p as a result of sustained selling. The London Stock Exchange temporarily suspended trading in FEI shares, because it was of the view that the market was disorderly, which caused the unsettled positions in FEI shares at SP Bell to crystallise. Neither the clients of SP Bell nor SP Bell itself had sufficient funds to settle the resulting debt of over £9 million. On 23rd July 2004 SP Bell ceased trading and was put into administration. Trading in FEI resumed the same day; the price of FEI shares fell to 4p by the close of business and continued to fall steadily thereafter.».

valores. Esta estratagema se materializó inflando el precio de las acciones de una compañía que cotizaba en bolsa a un nivel tal, que su precio de cotización quedó muy por encima del precio real del mercado de la propia empresa.

En este evento, el señor *Eagle* deseaba adquirir compañías de tecnología electrónica a través de empresas “pantalla” o “fachada” en el AIM (*Alternative Investment Market*), submercado de la Bolsa de Londres en el cual las compañías pequeñas tienen la posibilidad de negociar sus valores, sometidas a una regulación más flexible. El interés específico de *Eagle* era hacerse con el control de FEI (*Fundamental-E Investments Plc.*), una compañía que cotizaba en el mercado mencionado.

Eagle acordó con dos accionistas de FEI la compra de sus derechos, es decir, el 85% de las acciones de la compañía, pero no las adquiriría de forma directa sino a través de *Winterflood*, un *market maker* que conocía este acuerdo. De esta suerte, *Eagle* adquirió el 10% de las participaciones de FEI y para conseguir el otro 75% utilizó una compañía que había adquirido para tal fin, *SP Bell Limited*, una agencia de bolsa que le permitía ir apropiándose del porcentaje de acciones que le restaba para alcanzar el 85% de FEI.

Con la adquisición de ese 10% mencionado, *Eagle* y *Winterflood* pusieron en marcha un esquema de operaciones para inflar el precio de las acciones de FEI. *Eagle* consiguió un buen número de inversores mediante *SP Bell*, pero como estos no tenían suficientes fondos para pagar por las acciones, *SP Bell* y *Winterflood* hicieron circular las posiciones sobre FEI entre los clientes de *SP Bell*, empleando «*rollover trades*», es decir, negociaciones en las cuales la compra y la venta de las acciones se acordaban de antemano para ejecutarlas después en distintos momentos del día, extendiendo así, de manera casi indefinida, el plazo dentro del cual había que liquidar la posición.

De resultas, con la puesta en marcha de su plan, los implicados enviaron al mercado señales engañosas sobre la oferta y la demanda de unos valores en particular, incidiendo en la correcta formación de sus precios mediante su distorsión a voluntad.

En *Andre Jean Scerri v. FSA* (FIN/2009/0016, 2010)²¹⁸, el tribunal declaró responsable a *Scerri* por abuso de información privilegiada y lo condenó al pago de £66,062.50 libras,

²¹⁸ Una de las conclusiones del Tribunal fue la siguiente: «29. We are satisfied that the specific details given to Mr Scerri by Mr Taylor and then by Blue Oar were not in the public domain. The details were precise and were likely to have had a significant effect on the price of Amerisur shares. That information was therefore inside information within section 118C of the Act. We are satisfied also that Mr Scerri knew that the information was inside information. He has not disputed that he knew that this information about the placing was likely to affect the price of the shares in Amerisur and that the placing would not be announced to the public until the next day. Mr Scerri, we think, knew from the start (when he received the text) that that information was not in the public domain and this was confirmed by the Blue Oar telephone conversation. With those factors in mind we cannot resist the conclusion that he was fully aware that this information given him by Mr Taylor and then by Blue Oar was price sensitive and not yet in the public domain; it must have been inside information.»

incrementando así, la sanción pecuniaria impuesta inicialmente por la FSA que ascendía a £46,062.50 libras.

En mayo de 2007, *Scerri*, un inversor de *Amerisur Resources Plc.*, puso en el mercado una orden para comprar acciones en dicha compañía y aumentar así su participación en la misma. Advertido por otro inversor privado, *Mr. Taylor*, de que al día siguiente la empresa iba a colocar en el mercado acciones a un precio más favorable, *Scerri* canceló la orden y empezó a vender sus participaciones; es decir, estas últimas operaciones fueron el resultado de aprovechar la información confidencial recibida de *Taylor* a través de un mensaje de texto y del intercambio de algunas llamadas telefónicas.

Esta actuación por parte de *Scerri* se vio reforzada cuando un *broker* de *Amerisur*, *Mr. Keen*, lo invitó a participar de la colocación de dichos valores, razón por la cual vendió todas sus acciones antes de que se anunciara la operación. Luego de que la información se hizo pública, *Scerri* compró acciones de la compañía a un precio menor.

En cualquier caso, para entender la forma en la que tienen lugar las conductas de abuso de mercado pueden ser de mucha utilidad, las investigaciones, los informes preliminares y los análisis técnicos que realiza la autoridad supervisora sobre las operaciones que a su juicio son sospechosas.

Como en un laboratorio económico, la autoridad competente selecciona una ventana de tiempo determinada y examina cada acción y reacción que ocurre en el mercado en un periodo dado, enfocándose no sólo en negocios de compra y de venta específicos, sino también en todos aquellos hechos y circunstancias relevantes que puedan servir para la demostración directa o indirecta (mediante deducciones) de una conducta descrita por los estatutos y los códigos de conducta como abuso de mercado.

Finalmente, hay que señalar que debido a que el abuso de mercado es un campo extenso, complejo y abundante en contenidos técnicos, son muy aclaratorias las reflexiones y explicaciones que pueden encontrarse en los distintos documentos elaborados por las autoridades competentes para llevar a la práctica los poderes que les fueron delegados por la ley, con el objetivo de perseguir y sancionar estas conductas.

Por decir algo, en *FSA v. Einhorn* (Vid. la *Decision Notice* del 12 de enero de 2012), un caso reciente por abuso de información privilegiada se siguió un procedimiento administrativo que terminó con la imposición de una multa a *Einhorn*, quien era dueño de

Greenlight Capital Inc., una empresa de inversiones asentada en los EE. UU. que manejaba diversos fondos en este país y en el Reino Unido.

Greenlight tenía una participación del 13.3% en el capital de *Punch* antes de que la compañía inglesa anunciara en junio de 2009 la emisión de acciones para financiarse. Sin embargo, al hacerse pública su intención de emitir valores, *Greenlight* sólo poseía el 8.98% de *Punch*, pues había vendido afanosamente gran parte de sus participaciones en esta última compañía.

Precediendo al anuncio, y a través, por lo general, de su *bookrunner* o *underwriter* principal que era *Merrill Lynch International*, *Punch* entró en contacto con algunos accionistas e inversores potenciales para entablar un proceso de *wall crossing*.

El *wall crossing* es una práctica legítima empleada por las compañías donde se suministra información privilegiada a otro con diversos propósitos, generalmente, para tomar parte en una negociación y discutir previamente sus términos.²¹⁹

Comúnmente se advierte a la otra parte que se va a iniciar un proceso como este, y se entiende que a partir del instante en que recibe la información no puede negociar con los valores que puedan resultar afectados con ella, a menos que la información se haga pública, divulgándola al mercado o manifestando que pese a haber contemplado un negocio puntual, este no siguió adelante (*cleansing statement*).

Inicialmente, *Einhorn* rechazó expresamente la posibilidad de intervenir en este proceso, pero luego, con sus actos, al participar en una conferencia telefónica con directivos de *Punch*, y sin mucho esfuerzo para poner fin a la convocatoria, recibió información privilegiada

Esta información tenía que ver con la inminente emisión de una cantidad considerable de acciones por parte de *Punch* para poder pagar su deuda en bonos convertibles y atender a ciertas cláusulas relacionadas con sus vehículos de titulización. Esto, en términos económicos significaba que la acción de *Punch* valdría menos si se revelaba al mercado sus profundas necesidades de financiamiento.

Inmediatamente después de la llamada, *Einhorn* ordenó vender los fondos invertidos en *Punch* tanto como fuera posible, evitando – de este modo – pérdidas por valor de £5.8

²¹⁹ Considerando 3.12 del asunto *FSA v. Einhorn*: «...An example of a wall crossing procedure recorded in writing is where written terms are agreed. These terms set out the basis on which the third party agrees to receive the inside information. Such agreements may be referred to as non-disclosure agreements or NDAs.»

millones de libras al hacerse público el anuncio de emisión y desplomarse, correlativamente, el valor unitario de las acciones de *Punch*.

En síntesis, no obstante la negativa inicial y expresa de *Einhorn* de participar en el proceso de *wall crossing*, la FSA le reprochó que a continuación y atendidas las circunstancias del caso hubiera negociado con apoyo de información privilegiada, a sabiendas o con la probabilidad de que así fuera.

Esas circunstancias, por ejemplo, su experiencia y conocimiento en el ámbito de las inversiones o el hecho de hablar directamente con directivos de *Punch*, permitían a *Einhorn* conocer o inferir que la información que se estaba poniendo a su alcance en el transcurso de la conferencia telefónica era confidencial y sensible y, por consiguiente, al estar allí – sin estar formalmente en un *wall crossing* – había entrado, para bien o para mal, en zona de riesgo, es decir, en adelante debía atender con cautela la regulación del *insider trading*.²²⁰

Sin dejar el derecho anglosajón, pero teniendo presente que se está realizando un análisis previo a la directiva particular sobre abuso de mercado, la 2003/6/CE²²¹ (y la normativa que muy pronto la reemplazará), se procederá ahora a examinar el derecho estadounidense, pues este – junto al derecho inglés – son las musas del legislador comunitario para regular el mercado de valores en general, y el abuso de mercado, en particular.

2. EL DERECHO ESTADOUNIDENSE

Como es sabido, la cultura jurídica estadounidense es receptora de la inglesa y, por consiguiente, al apropiarse de la misma, los asuntos en materia de abuso de mercado fueron tratados similarmente desde las perspectivas legislativa y judicial aunque en muchas ocasiones con mayor alcance.

Puede decirse de manera preliminar que la regulación de los mercados de valores en los Estados Unidos comenzó con la ordenación de los mercados de futuros sobre productos agrícolas. En este escenario, los comerciantes de granos trataron de poner orden a su actividad mediante un sistema y unas reglas de conducta propios que se tradujeron, por

²²⁰ Considerando 2.9 del asunto *FSA v. Einhorn*: «(iii) Given Mr Einhorn's position and experience, it should have been apparent to him that the information he received on the Punch Call was confidential and price sensitive information that gave rise to legal and regulatory risk. The Punch Call was unusual in that it was a discussion with management following a refusal to be wall crossed. In the circumstances Mr Einhorn should have been especially vigilant in assessing the information he received. It was a serious error of judgement on Mr Einhorn's part to make the decision after the Punch Call to sell Greenlight's shares in Punch without first seeking any compliance or legal advice despite the ready availability of such resources within Greenlight.»

²²¹ Vid. la Directiva 89/592/CEE, derogada por la Directiva 2003/6/CE.

ejemplo, en la creación de la *Chicago Board of Trade*, organismo calificado por sus adversarios como una casa de apuestas.²²²

Con la creación de esta cámara de comercio se pretendió, en primer lugar, regular con mayor claridad y pertinencia la negociación de los valores provenientes de la actividad agrícola y, en segundo lugar, superar la visión tradicional de la justicia en el *common law* inglés que no era muy favorable, ni eficaz, a la hora de proteger los intereses de los comerciantes que resultaban afectados por el incumplimiento de otros.

En un principio, los esfuerzos por regular el mercado de valores se concentraron en las negociaciones con futuros ya que al catalogarlas como juegos de azar o apuestas, se percibían como amenazas serias a la economía en general. Curiosamente, como se podrá observar, dichos esfuerzos normativos coinciden con periodos en los cuales los precios en el agro colapsaban o eran muy volátiles, atribuyéndose tal estado de cosas a los fenómenos de abuso de mercado, especialmente, a la manipulación.

En vista de que la inconformidad con la regulación del abuso de mercado era latente, en los años 1864 (*Anti-Gold Futures Act*),²²³ 1911, 1921 (*The Futures Trading Act*) y 1922 (*The Grain Futures Act*) vieron la luz algunas normativas autóctonas encaminadas a desalentar la especulación y la manipulación del mercado a través de derivados, concretamente, futuros sobre materias primas o *commodities*.

El primer esfuerzo de regulación vino con el *Anti-Gold Futures Act* de 1864 que fue prontamente revocado por el Congreso. Esta Ley proscribió el uso de cualquier contrato para acordar la compra, venta o entrega en una fecha futura de lingotes y monedas de oro; y la compra, venta o entrega de cualquier divisa, si la fecha de liquidación era mayor a diez días desde su negociación. Los contratos que se hubieran realizado en estas condiciones devendrían absolutamente nulos y sus artífices serían responsables de una falta en materia criminal (*misdemeanor*), castigados con prisión (de tres meses a un año) y obligados a pagar una multa.²²⁴

La especulación y la manipulación con derivados son, precisamente, la razón por la que a principios de los siglos XIX y XX existía un interés acentuado por parte de muchos agricultores por forzar la expedición de normativas que prohibieran la negociación mediante

²²² Vid. STASSEN, J. H. (1982), pp. 829-830

²²³ Vid. GREENSPAN, A. (1997). El texto en su conjunto contiene algunas consideraciones a modo de guía para regular los mercados financieros.

²²⁴ «The two week period in 1864 during which the Anti-Gold Futures Act stood was the first of only two times in United States history when Congress banned the trading of futures of a specified commodity. The other ban was created by the Onion Futures Act of 1958.» Vid. GOGEL, J. (2010), p. 14

futuros y opciones, alegando que algunos *brokers* estaban manipulando, a la baja, los precios de sus productos.

2.1. La especulación y la manipulación con derivados como fuente de regulación del abuso de mercado.

En principio, con excepción del *Anti-Gold Futures Act*, la iniciativa de regular el abuso de mercado no provino de fuentes federales sino estatales. Así las cosas, algunos Estados²²⁵ se preocuparon por castigar a aquellos avivados que no ejecutaban las órdenes de sus clientes o a quienes difundían rumores falsos para incidir en las fluctuaciones de los precios de las materias primas; o a quienes empleaban estrategias para monopolizar el mercado temporalmente, creando demandas artificiales de derivados (alejadas de los flujos reales de oferta y demanda de los activos subyacentes) y beneficiándose, luego, al negociarlos por un mayor valor («*squeezing or cornering the market*»)²²⁶.

Llama la atención el *Blue Sky Kansas Act* de 1911²²⁷ que surgió como respuesta a algunas malas prácticas de ciertos *brokers* que se habían aprovechado de los granjeros para venderles valores de compañías simuladas, es decir, instrumentos financieros sin respaldo.²²⁸

Esta Ley introdujo variadas reglas para prevenir los desmanes de los emisores de valores y los intermediarios, muchas de ellas éticas y otras más procedimentales, como la obligación de registrarse según la calidad con la que se participaba en el mercado de valores, el deber de inscribir los valores negociables, la exigencia de elaborar y reunir cierta información financiera y la facultad de supervisión del *Kansas Bank Commissioner*²²⁹, entre otras.

²²⁵ «An Illinois statute of 1874 signaled early concerns about market integrity. The statute criminalized the spreading of false rumors to influence commodity prices and attempts to corner commodity markets. After its misadventure with futures regulation during the Civil War, the federal government appears not to have given further consideration to regulating futures trading until 1883, when a bill was introduced in Congress to prohibit use of the mails to market futures. Thereafter, repeated efforts were made to regulate or prohibit trading of futures and options on agricultural products.» Vid. GREENSPAN, A. (1997).

²²⁶ Vid. McDEMORTT, E. (1979-1980), pp. 202-225. «A squeeze is a market manipulation in which an agent obtains market power by accumulating a position in forward trading that is large compared to supply in the underlying spot market. A corner is the acquisition of all (or more) of the supply. These concepts are normally brought to bear on futures markets where they are made possible by two features: (1) Trading is anonymous; and (2) The volume of trading is huge compared to the underlying spot market. These features allow the squeezer to acquire a substantial long position. By threatening to take delivery, the squeezer drives up prices from the level at which the futures were bought, thus rendering the whole operation profitable... But there were other effects of the squeezes than the price effect... The normal effect of increased uncertainty is higher risk premia and a distinguishing feature of the model of the next section is that a squeeze will raise the risk premium (or lower the demand curve) on the forward market in the periods following a squeeze.» Vid. MØLLGAARD, H. P. (1997), pp. 104-105.

²²⁷ Vid. LOSS, L / SELIGMAN J. (1995), p. 9.

²²⁸ Se dice, con algo de ironía, que estas transacciones sólo estaban aseguradas por el cielo de Kansas aunque, a decir verdad, existen muchas versiones sobre la denominación de este estatuto estatal y de los subsecuentes que acogieron el calificativo de «Blue Sky». Por ejemplo, «State securities statutes were known as "blue sky" laws, because some lawmakers believed that "if securities legislation was not passed, financial pirates would sell citizens everything in [the] state but the blue sky.» Vid. KELLER, E. / GEHLMANN, G. A. (1988-1989), p. 331.

²²⁹ Vid. MUTLVEY, T. (1916), pp. 37-39.

Otros Estados, siguiendo el ejemplo de *Kansas*, adoptaron sus propios estatutos (*Blue Sky laws* o *Blue Sky securities regulation*) para disciplinar el intercambio de instrumentos financieros. Estas normatividades eran de dos tipos: 1. Las que establecían los requisitos para que un valor pudiera ser negociado y, 2. Las que perseguían y, eventualmente, criminalizaban el fraude a través del mercado de valores.²³⁰

En relación con la primera categoría, la mayoría de estos estatutos prohibían la oferta pública de valores hasta que se obtuviera la correspondiente autorización de las autoridades estatales, quienes revisaban a fondo la información presentada por el emisor, especialmente, su pasado financiero y emitían su aprobación si la oferta era consistente. En caso de que el valor reuniera los requisitos exigidos su venta era permitida aunque, en ciertas ocasiones, algunos valores sin registro de ganancias sólo podían ser negociados advirtiendo expresamente que se trataba de valores especulativos.

Respecto a la segunda, gran parte de los estatutos tenía una vocación preventiva del fraude, pero las autoridades no disponían de herramientas adecuadas para la investigación de las conductas que sospechaban eran fraudulentas y, casi siempre, si se detectaba una actuación de esta índole, su persecución criminal no cuajaba porque las víctimas aceptaban el reembolso de su dinero por parte de los encausados.

Por lo que corresponde a su aplicación, podría decirse que muchos de estos estatutos no fueron empleados de manera eficiente porque: 1. No existía una política firme, homogénea y duradera para afrontar las investigaciones sobre abuso de mercado, y dotar de recursos suficientes y personal especializado a las dependencias que debían velar por su cumplimiento. 2. Los vacíos legales subsistentes eran aprovechados abiertamente por quienes no querían estar sujetos a estatutos más estrictos.²³¹ Y, 3. Surgió una competencia a la baja entre las distintas regulaciones estatales, para no quedarse afuera de las operaciones financieras importantes.

En adición a lo anterior, muchas *blue sky laws* calificaron indebidamente como fraudulentas a conductas que simplemente eran especulativas y que, en otros renglones de los negocios, no serían mal vistas. Es más, pretendían limitar la negociación de valores en ciertos sectores en los que la actividad era innovadora, compleja o técnica, arriesgada y

²³⁰ Antes de proseguir, es necesario aclarar que actualmente, a nivel estatal, subsisten normativas en materia del mercado de valores y autoridades específicas que aplican este tipo de regulaciones conocidas coloquialmente como "*Blue Sky Laws*".

²³¹ «By that time the laws had already been analyzed by the securities industry, in particular, the Investment Banker's Association (IBA), an organization interested in resisting regulation. 34 In 1915, the IBA informed its members that the blue sky laws could be evaded easily by operating across state lines. 35 Promoters could sell their securities through the mails in other states, as long as the sale was finalized through an acceptance from the seller's office by mail or telegram. Since a sale consists of an offer and acceptance, until the buyer accepts an offer there is no sale. Under the law of contracts, the sale is legally made at the place where the acceptance is given. 36 Sellers took great care to avoid the jurisdiction of states that had effective statutes.» Vid. KELLER, E. / GEHLMANN, G. A. (1988-1989), pp. 332-333.

demandante de un gran volumen de inversión (por ejemplo, la actividad minera y petrolífera); características estas que no hacen que sus operaciones en valores sean fraudulentas por sí mismas.

Resulta muy llamativo que los promotores de este tipo de regulaciones hicieran hincapié en la protección de viudas, huérfanos y gente pobre que realmente no podría acceder a los mercados de valores de la época; o que, alegaran que, no obstante no existir fraude ni asimetría informativa (porque el consumidor estaba informado sobre el riesgo de su inversión), el Estado debía intervenir para proteger los intereses de los inversionistas, pues, se supone que las autoridades públicas saben lo que es mejor para las personas.

En este orden de cosas, se comprende por qué algún autor²³² afirma que las *blue sky laws* no sólo estaban motivadas por la prevención del fraude en la venta de valores y la corrección de las deficiencias informativas; sino también por un fuerte paternalismo estatal.

A modo de breve paréntesis, hay que indicar que con el fin de promover una aplicación uniforme en el ámbito de los valores, posteriormente, en 1930,²³³ se adoptó un modelo uniforme de legislación (*The Uniform Securities Act* ó *The Uniform Sales of Securities Act*) que fue modificado sustancialmente en 1956 y revisado luego en 1985, 1988 y 2002²³⁴.

Considerando estos precedentes, la regulación federal por abuso de mercado empezó a contar con mayores apoyos y desde el sector de los granos se ejerció una fuerte presión para lograr una más decidida voluntad de enfrentar las manipulaciones de estos activos negociados a través de futuros.

Con sujeción a este renovado interés regulatorio surgió el *Futures Trading Act* de 1921. Esta Ley, declarada inconstitucional poco después,²³⁵ gravó con un impuesto de 20 centavos por fanega a todos los contratos de venta de granos con fecha de liquidación o entrega futura; salvo, las ventas en cámaras de comercio designadas y autorizadas por el Secretario de Agricultura (*contract market or designated Exchange*). A este último le fue

²³² Vid. MACEY, J. R. / MILLER, G. P. (1991-1992), pp. 347-397.

²³³ El *Uniform Securities Act* original regulaba, fundamentalmente, los siguientes aspectos: Primero, la prohibición y sanción de conductas en virtud de las cuales, en el marco de una emisión, venta o compra de valores, se empleen estrategias artificiosas o fraudulentas o se hagan declaraciones falsas y/o engañosas. Segundo, la prohibición a los asesores en inversiones de dar consejos fraudulentos para comprar, vender u ofrecer valores. Los contratos de asesoría debían hacerse por escrito y contener expresamente los datos del encargo concreto y la remuneración. Y, tercero, la implementación de un procedimiento de registro y autorización de los valores, salvo los exentos legalmente, y de los emisores, asesores en inversiones y los intermediarios. Este modelo acogió criterios objetivos para evaluar la información que debía ser suministrada y los requisitos que debían cumplirse, superando la arbitrariedad anterior de algunos *Blue Sky Laws* que permitían a las autoridades revocar o negar el registro si consideraban que se menoscaba el interés público. Vid. JOHNEDIS, D. J. (1961-1962), pp. 455- 465.

²³⁴ Vid. SELIGMAN, J. (2003), pp. 243-299; y *The Uniform Securities Act* de 2002.

²³⁵ «Ultimately, the Court determined that the grain futures contracts at issue were wholly intrastate transactions, and that the assessment of a 20 cent tax was an unconstitutional exercise of the Congress's taxing power.79 As a result, the Court declared the entire Act unconstitutional.» Vid. GOGEL, J. (2010), p. 14

atribuida la competencia de establecer quienes podían llevar a cabo este tipo de intercambios, siempre que hubieran adoptado provisiones para la prevención de la manipulación y la divulgación de información engañosa.

Seguidamente, fue promulgado el *Grain Futures Act* de 1922. Esta Ley creó dos dependencias nuevas en el Departamento de Agricultura: la *Grain Futures Administration* y la *Grain Futures Commission*. La primera debía realizar informes acerca de las transacciones sobre cereales e investigar las conductas manipuladoras del mercado y, la segunda, tenía a su cargo la reglamentación de estos intercambios.

Esta Ley prohibió el uso del correo, el telégrafo, la radio y otros medios de comunicación para ofrecer futuros sobre cereales y suministrar información atinente a su cotización. Esta restricción no se aplicaba a quienes estuvieran en posesión de los cereales, fueran dueños o arrendatarios de los terrenos de la futura cosecha o miembros de las cámaras de comercio designadas como *contract market*.

Para ser un *contract market* se debía cumplir con algunas condiciones, entre otras, la obligación de elaborar y guardar un registro (dispuesto para su inspección de ser el caso) con todos los detalles de cada transacción de cereales, especialmente, los futuros; y el deber de adoptar provisiones e implementar otras medidas encaminadas a prevenir la propagación de información engañosa u otro tipo de actuación abusiva (como los *corners*) sobre el precio de los granos.

En el fondo, esta normativa buscaba centralizar, so pretexto de la prevención y la supervisión, la negociación de futuros sobre cereales a través de cámaras de comercio o bolsas específicas, que debían adaptarse a ciertas exigencias legales para ser habilitadas en el negocio.

Para procurarse cobertura frente a las fluctuaciones del precio de los granos, los granjeros y distribuidores solían hacer un uso amplio de los futuros sobre cereales. Su relevancia era tal, que el precio de estos contratos influía en la fijación de los intercambios de los activos subyacentes fuera de las bolsas autorizadas.

Empero, las continuas fluctuaciones que presentaron los cereales durante la época fueron percibidos como casi una constante en los mercados, sembrando la idea de que

fuerzas manipuladoras estaban provocando tendencias alcistas, principalmente, por medio de *corners*.²³⁶

La cuestión difícil de esclarecer es hasta qué punto esas variaciones estaban relacionadas con un normal proceso de formación de los precios de esos activos subyacentes, a través de la interacción de la oferta y la demanda. Es decir, si esas fluctuaciones se correspondían o no con sus «*market fundamentals*».²³⁷

Aunque, en honor a la realidad, estos últimos son solo útiles como criterios orientadores, herramientas para inferir causas y tratar de explicar los cambios en los precios de los valores, pues, hay que reconocer que el entorno bursátil está abierto a la imprevisibilidad y la impredecibilidad.

¿Hasta dónde llega la intervención de un especulador y cuándo se convierte en manipulador? Esta es una cuestión de dudosa resolución porque en la práctica el manipulador puede parecer un especulador y de intento ponerse ese disfraz.

En el año 1923, a través del asunto *Board of Trade of City of Chicago v. Olsen* (262 U.S. 1),²³⁸ la Corte Suprema declaró que el *Grain Futures Act* de 1922 no resultaba inconstitucional como su antecesor, el *Futures Trading Act* de 1921. Por consiguiente, su vigencia y posterior revisión llevó a la promulgación del *Commodity Exchange Act* – CEA – de 1936, instrumento de gran trascendencia para hacer frente a las manipulaciones del mercado en sede de futuros sobre *commodities* en general, ya no sólo de cereales.

El gran defecto de esta ulterior regulación fue no haber precisado qué debía entenderse por manipulación y qué prácticas concretas eran susceptibles de ser calificadas como tal. De hecho, el legislador estaba preocupado por regular las ventas en corto que entendía perjudiciales, pero no pudo establecer con claridad cuáles eran legítimas y cuáles obedecían a un propósito manipulador por lo que prefirió hablar, básicamente, de la

²³⁶ En su momento también se adujo que se estaban empleando *bear raids* como mecanismos para manipular el mercado, pero PIRRONG lo duda. Los *bear raids* son una forma de provocar la caída de un valor y cubrir una posición corta, es decir, de venta de futuros. «Other speculative activities sometimes called manipulative are far more ephemeral than corners, and are of dubious practical relevance. For example, farm interests and farm state legislators frequently assert that large short sales of futures contracts by speculators are manipulative, and cause prices to fall below their "true" value. Such "bear raids" are profitable for the raiders only under very restrictive conditions. In order to realize a profit, it is necessary to sell high and buy low, that is, the short seller must eventually buy back his positions at a price which is lower than the price at which he initially sold. Since the number of contracts sold is equal to the number of contracts subsequently bought, this can happen if, and only if, the futures price responds asymmetrically to the speculator's purchases and sales. That is, the price decline caused by the speculator's sales must exceed the price rise caused by his subsequent purchases.» Vid. PIRRONG, C. (1994), p. 55.

²³⁷ Estos pueden ser definidos como todos aquellos factores (hechos o información) que suministran datos cuantitativos y cualitativos para asignar el precio a un instrumento financiero. Por ejemplo: el riesgo de crédito, la situación financiera del emisor, el monto y la periodicidad del pago de dividendos, la escasez del activo subyacente, la complejidad o innovación que representa, el nivel de endeudamiento, el monto de las ganancias, el nivel de ventas, una situación de inestabilidad política, la amenaza de una guerra, etc.

²³⁸ Vid. GOGEL, J. (2010), pp. 17-18.

imposición de límites a las posiciones contractuales y de la exigencia de requisitos para negociar con futuros.

El texto del CEA se orientó hacia la prevención del fraude más que al restablecimiento de los derechos de quienes resultaban perjudicados. Puede decirse que, como se ha explicado, las regulaciones mencionadas hasta este momento no hacían un especial hincapié en los aspectos indemnizatorios, propios del ámbito civil, sino en los administrativos y, eventualmente, en los criminales si era posible establecer una relación de causalidad entre las fluctuaciones de los precios de los valores y las conductas manipuladoras a las que se caracterizaba, fundamentalmente, por la intención fraudulenta.

El CEA se limitó a prohibir el fraude en cierto tipo de situaciones, lo que restringió la capacidad regulatoria y supervisora de la *Commodity Exchange Authority*²³⁹, organismo al que dio vida para identificar y perseguir en abstracto a “la manipulación”, que en aquellos tiempos, y en la praxis, se presentaba casi siempre bajo la modalidad denominada «*market power manipulation*».

La *Commodity Exchange Authority* se encontraba muy apocada a nivel operativo, y su ineficiencia para prevenir y controlar la manipulación de las materias primas se hizo notoria al no tener un buen margen de maniobra para determinar cuándo una conducta, ignorada por la Ley, debía reputarse como manipuladora o no.

La incapacidad del Congreso estadounidense para delimitar el concepto de manipulación, la poca flexibilidad para señalar el alcance de las potestades de la *Commodity Exchange Authority* y el temor de esta agencia ante una extralimitación de su parte, degeneró en auto inhibición e inoperancia. Es ilustrativo de este estado de cosas la modificación posterior, en 1955, experimentada por el CEA para que la *Commodity Exchange Authority* pudiera ocuparse de la investigación de las fuertes fluctuaciones que en aquellos tiempos afectaban los precios de las cebollas, debido, al parecer, a las negociaciones de futuros sobre las mismas.

Tanto el Congreso como la *Commodity Exchange Authority* concluyeron que era necesario prohibir la negociación de futuros sobre cebollas (*Onion Futures Act de 1958*) en vista de que la mayoría de los cultivadores no recurrían a los futuros como instrumento de cobertura (al no encontrar precios satisfactorios) y que existía una relación causal – directa, perjudicial y con efecto pronunciado – entre este tipo de operaciones y los cambios del precio de este activo subyacente.

²³⁹ Hoy es la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC)

El CEA fue enmendado posteriormente por el *Commodity Futures Trading Commission Act* de 1974 que creó la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), y el *Futures Trading Practices Act* de 1992. Estas modificaciones respondían a la necesidad de endurecer las sanciones (penales y civiles) por manipulación de futuros sobre *commodities*, empero, desafortunadamente, no se ocuparon de delimitar apropiadamente el concepto de manipulación y la manera de identificar concretamente estas prácticas.

La CFTC obtuvo habilitación para: 1. Limitar las posiciones contractuales de las partes en los negocios de futuros y para establecer un máximo determinado para las transacciones especulativas. 2. Intervenir en el mercado e imponer el precio a los valores negociados si sospecha que existe manipulación o, incluso, obligar a la liquidación anticipada de las posiciones contractuales; y, 3. Forzar cambios en los contratos para prevenir la manipulación, arrojándose la facultad de aprobar sus términos, siempre y cuando, el contrato no se muestre “vulnerable” frente a una posible conducta abusiva.

Sobra advertir que resulta extremadamente complicado y muy arbitrario puntualizar cuándo un contrato es vulnerable o no, pues ni siquiera existía claridad sobre el concepto de manipulación y sus diversas manifestaciones.

Al tiempo, el CEA fue modificado por el *Commodity Futures Modernization Act* de 2000 (CFMA)²⁴⁰ que despojó de competencias a la CFTC en lo tocante a los derivados OTC y facultó a las cámaras de comercio, cuando fuere necesario y conveniente, adoptar medidas dirigidas a limitar las posiciones de negociación de los especuladores.

En comparación con el CEA, el CFMA creó tres niveles de “desregulación” en los mercados de derivados que habrían de sumarse a los *contract markets* ya existentes, a saber: 1) las DTEFs (*Derivatives Transaction Execution Facilities*) gestionadas con mucha libertad por un *contract market*, pero limitadas a ciertas materias primas (sección 111); 2) las *Exempt Boards of Trade* (*Exempt Boards*), sometidas a las normas antifraude y antimanipulación del CEA (sección 114); y, 3) las EETFs (*Excluded Electronic Trading Facilities*), a las que no se aplicaban dichas normas (sección 104).

El CFMA suavizó la regulación estatal sobre las operaciones con derivados OTC, al permitir – por el mecanismo de la exención legal y la desregulación – que no resultaran aplicables aquellos componentes del CEA que las desfavorecían o limitaban. Lo chocante es que las normas antifraude y antimanipulación hayan sido blanco de esta estrategia de “alivio” regulatorio, ya que su ámbito de aplicación se restringió generosamente para dar entrada a

²⁴⁰ Los textos del CEA y de sus modificaciones pueden ser consultados en: <http://www.cftc.gov/LawRegulation/index.htm>

postulados o pautas mínimas de actuación (*core principles*²⁴¹) que, en adelante, regirían la materia.

De este modo, se abandonó, v. gr., la cautela que otrora se tenía al admitir operaciones en los mercados, pues antes se exigía a los interesados que probaran que los negocios proyectados tenían un propósito económico legítimo y real; en cambio, ahora, los negocios podían ser admitidos con la simple consideración de sus promotores de que no eran susceptibles de manipulación.

Así, mediante una especie de auto certificación se trasladó la carga de la prueba sobre la no admisibilidad de un negocio a la CFTC, ya que ésta debía probar cuándo aquel debía ser descartado por no cumplir con los estándares previstos o adecuados.

A esta normatividad le siguió el *Food, Conservation, and Energy Act* de 2008 (*Farm Bill*) que devolvió a la CFTC su competencia para regular los contratos sobre energía negociados en los EETFs y extendió a estos los principios que regulaban los DTEFs.

Ulteriormente, y en el escenario general de la crisis económica más reciente vio la luz el *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010, normativa que se examinará en otro momento con mayor detenimiento. Basta afirmar – al menos por ahora – que modificó al CEA, calificando como manipulación las conductas que se enunciarán pese a no discernir con precisión el contenido específico de lo que debe entenderse por manipulación en general, pues, al parecer, la aproximación de los textos legales sigue siendo muy intuitiva y descriptiva.

Entonces, en sede de derivados, las siguientes conductas constituyen manipulación del mercado:

1. La realización de cualquier reporte falso o engañoso que contenga información sobre las cosechas, el mercado o las condiciones que generalmente afectan el precio de las materias primas, a sabiendas de que la información es falsa, engañosa o inexacta.²⁴²

²⁴¹ Por un lado, la sección 110 relativa a los *contract markets* estableció los siguientes principios: (1) compliance with rules; (2) acceptable products; (3) monitoring of trading; (4) position limits; (5) emergency authority; (6) disclosure of information; (7) trading data dissemination; (8) execution of transactions; (9) trade information maintenance; (10) financial integrity; (11) protection of market participants; (12) dispute resolution; (13) fitness standards; (14) conflicts of interest; (15) governance of mutually owned markets; (16) recordkeeping; (17) antitrust considerations. Del otro, la sección 111 concerniente a los DTEFs, fijó los siguientes criterios: (1) compliance with rules; (2) monitoring of trading; (3) position limitations or accountability; (4) disclosure of information; (5) trading data dissemination; (6) fitness standards; (7) conflicts of interest; (8) recordkeeping; and (9) antitrust considerations.

²⁴² Vid. el *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010.

2. La realización de cualquier declaración falsa o engañosa (ya sea en reportes, formularios o inscripciones) respecto a información relevante atinente a los *swaps* o contratos sobre materias primas; o la omisión en esas declaraciones de cualquier información relevante para que los datos suministrados no se tornen engañosos o falsos, si se sabía o razonablemente podría saberse que lo eran.

3. El empleo o la tentativa de utilizar en un *swap* o en cualquier contrato de venta de materias primas, cualquier artimaña o estrategia engañosa o manipuladora

2.2. Algunos casos de interés relacionados con el abuso de mercado sobre derivados.

Además del caso *Enron*,²⁴³ que sólo será mencionado pues su estudio detallado supera por mucho los objetivos de esta sección, otros asuntos relacionados con el abuso de mercado de materias primas dignos de mención, sobre todo para familiarizarse con los modalidades de abuso de mercado, son los de *US CFTC v. Optiver Holding BV, et ál.* (08 Civ. 6560, 2012); *US CFTC v. Parnon Energy Inc., et ál.* (11 Civ. 3543 WHP, 2012); *US CFTC v. Barclays Bank PLC* (CFTC Docket No. 12 – 25, 2012); *US CFTC v. BP Products North America Inc.* (Civil action No. 06-C-3503, 2007); y el de la investigación de la manipulación de la plata seguida en contra de *JP Morgan Chase* y *HSBC*, entre otros.²⁴⁴

A todos estos asuntos nos referiremos brevemente.

Enron es un caso paradigmático²⁴⁵ de manipulación del mercado de valores en el contexto de la energía, a través, principalmente, de una gestión contable fraudulenta,²⁴⁶ pues se elevaban artificialmente los precios de las acciones con informes contables que reducían sus pérdidas y aumentaban sus ganancias, llegando incluso a reflejar como activo aquello que en realidad era un pasivo.

²⁴³ Toda la información de la SEC sobre este asunto se encuentra a disposición del público en: <http://www.sec.gov/spotlight/enron.htm>. Consultar también la *class action Newby, et ál., v. Enron Corp., et al.*

²⁴⁴ Los enlaces a los documentos de consulta de estos asuntos se encuentran en la bibliografía.

²⁴⁵ Al que siguieron muchos otros como *Worldcom, Tyco, Adelphia* y *Global Crossing*. Respecto a *Worldcom* puede consultarse a YOUNG, C. A. (2007). Adicionalmente, en la bibliografía podrá consultarse los enlaces a los documentos que tratan estos asuntos. En cuanto a la investigación del asunto *Tyco* se inició, a su vez, otra investigación sobre la actuación de la SEC, que fue considerada por muchos como "blanda".

²⁴⁶ «It has been argued by some that one of the factors that facilitated Enron's balance sheet manipulation was the 'rules-based' structure of US GAAP (generally accepted accounting principles). The US GAAP is often contrasted with 'principles-based' systems such as UK GAAP or the IASB's guidelines, which involve more generally-worded, open-ended norms, the application of which, it is said, requires a greater level of professional judgement by accountants. The criticism leveled at US GAAP is that a system in which accounts are audited primarily for compliance with a body of rules, depends for its integrity on the comprehensiveness of the rulebook employed. Any body of accounting rules will have loopholes, which in a rules-based system then lend themselves to exploitation by companies seeking to manipulate their earnings. On the other hand, it is argued that a principles-based system, which requires professionals to exercise their judgement more frequently instead of passively standing behind the rule book, would lead to less of this sort of 'gaming' behaviour.» Vid. ARMOUR, J. / McCAHERY, J. A. (2006), p. 15.

Consiguientemente, medir con claridad la capacidad de endeudamiento real de la compañía era muy difícil en vista de que contablemente era opaca y no dejaba salir a la superficie muchas negociaciones con sus propias subsidiarias ni consolidaba la información contable de las mismas cuando ello era procedente. Lo más chocante de la situación es que su técnica contable y sus informes fueron avalados por una empresa auditora de renombre y la negociación de sus acciones fue ampliamente recomendada por los analistas financieros y la prensa especializada del momento.

Esos avales trajeron consigo una elevada cotización de las acciones de la empresa que podía acceder ilimitadamente al sistema financiero para la concesión de préstamos, pero que ciertamente no guardaban coherencia con el volumen de negocios y de rentabilidad necesarios para hacer frente a sus obligaciones, ni siquiera mediante sus más conocidos productos financieros, esto es, los derivados climáticos, innovaciones que buscaban cubrir los riesgos de las empresas del sector energético.

Al final, como es sabido, cuando la verdadera situación de *Enron* resultó expuesta, sus acciones se desplomaron atronadoramente, afectando de manera generalizada no sólo la vida y los negocios de sus deudores, especialmente de sus trabajadores cuyo plan de pensiones estaba muy comprometido en acciones de la compañía, sino también la forma de analizar, regular y monitorear, en adelante, a la gobernanza y la contabilidad empresarial (*Sarbanes-Oxley Act*).

En otro caso interesante, *US v. Optiver Holding BV* (con sede en Holanda), *Optiver US, LLC*, *Optiver VOF* (estas dos últimas subsidiarias ubicadas en EE.UU y en Holanda respectivamente) y tres de sus ejecutivos de alto rango, se impuso a los demandados una multa por 13 millones de dólares y otro tanto, un millón, por concepto de reembolso (en razón a las ganancias obtenidas) más la prohibición por cierto tiempo de realizar negociaciones en *commodities*.

Las sanciones económicas fueron impuestas luego de que, a instancia de la CTFC, los demandados aceptaran que manipularon durante cierto período del año 2007 algunos contratos de futuros sobre petróleo, gasolina y combustible para calefacción negociados en el NYMEX (*New York Mercantile Exchange*), y que intentaron manipular otros relativos al crudo ligero bajo en azufre, entre otras materias primas similares. Igualmente, se reprochó que hubieran realizado falsas declaraciones con el fin de obstruir la investigación que inició el NYMEX para esclarecer los hechos.

La estrategia de manipulación fue la conocida como «*banging the close or marking the close*». Los demandados acumularon posiciones largas en contratos TAS (*Trading at Settlement*) sobre los productos enunciados y luego, al momento del cierre del mercado, empezaron a tomar posiciones cortas, todo esto con el fin de hacer subir el precio de estos contratos cuyo valor está atado al precio de cierre diario del NYMEX.

En un supuesto muy parecido, en el curso de la querrela instaurada por la CFTC en contra de *Parnon Energy Inc., et ál.*, se encontró que los demandados manipularon el precio del crudo en el año 2008, acumulando y liquidando luego sus posiciones respecto de esta materia prima. Con el objetivo de influir sobre los precios de los futuros, estas empresas adoptaron posiciones numerosas sobre petróleo para hacerlos subir artificialmente a niveles elevados, luego, con posiciones de signo contrario, hicieron que los precios cayeran estrepitosamente para beneficiarse de los márgenes de negociación.

Por otro lado, en el asunto *Barclays*, la CFTC ordenó a esta entidad pagar doscientos millones de dólares por intentar manipular desde el año 2005 el LIBOR y el Euribor, emitiendo reportes falsos sobre estos índices de referencia de las tasas de interés. Recuérdese que dichos índices se construyen tomando en consideración los informes entregados por algunos pocos bancos de elevada reputación y que son seleccionados para medir el costo de los préstamos de una forma transparente, al menos en teoría.

Con sus actos, *Barclays* pretendió incidir positivamente sobre sus posiciones negociales en derivados y proteger la reputación de algunos de sus altos ejecutivos en la reciente crisis financiera mundial. En concreto, los informes incrementaron las ganancias de la entidad, reduciendo sus pérdidas.

Ante los cargos formulados por CFTC en contra de *BP Products North America Inc. (BP)* por manipulación y tentativa de manipulación del precio del gas propano en 2003 y 2004 respectivamente, la compañía aceptó pagar trescientos tres millones de dólares en sanciones. Ciento veinticinco de esos millones como sanción en sede civil, 53 millones dirigidos a un fondo de reparación de las víctimas, cien millones como sanción en sede criminal y 25 millones destinados a un fondo por fraude a los consumidores y para poner en marcha un programa de actuación ética y control de la actividad comercial de BP en los mercados de materias primas.

La estrategia de manipulación empleada por BP fue la denominada «*cornering the market*» a la que ya se ha hecho referencia en este escrito.

Un caso muy interesante y actual es el de la manipulación de la plata que hasta ahora no ha devenido en cargos contra los implicados y que al parecer no lo hará por falta de “evidencia” suficiente que consolide un caso judicial, cuestión esta que ha hecho que la CTFC sea merecedora de innumerables críticas porque se ha interpretado su actitud como blanda y apocada.

La CTFC investiga desde hace aproximadamente cuatro años la manipulación del precio de la plata por parte de algunas entidades de sonada trayectoria, entre ellas, los bancos *JP Morgan Chase* y *HSBC*.

El esquema objeto de inquietud y controversia atiende al hecho de que inversionistas no comerciales han estado adicionando una cantidad considerable de contratos sobre plata a sus posiciones cortas para luego, a través de un software que aumenta la frecuencia de negociación (*High-Frequency-Trading*, HFT) inundar el mercado con un volumen enorme de transacciones equivalentes a la producción anual de plata a nivel mundial en un solo día.

De esta forma, al provocar el declive del precio de la plata, los implicados aprovechan luego para comprar una cantidad ingente de contratos sobre esta materia prima y hacer ganancias con los márgenes de negociación, afectando – en última instancia – a los tenedores de posiciones largas.

Finalizado este breve paréntesis sobre el CEA se procede inmediatamente a analizar el *Securities Act* de 1933²⁴⁷.

2.3. El *Securities Act* de 1933.

Esta Ley irrumpió en escena en el marco de la Gran Depresión de 1929 y, al igual que la mayor parte de la normativa a la que se aludió en líneas anteriores, se propuso administrar – mediante actividad regulatoria – situaciones de crisis o recesión económica, estrechamente relacionadas con burbujas financieras.²⁴⁸

Sin la intención de hacer un análisis profundo, propio de técnicos en los menesteres económicos, podría decirse – de forma simple – que las crisis financieras se caracterizan por la afectación o presión de algunos o varios de los componentes esenciales del sistema

²⁴⁷ Vid. LANDIS, J. M. (1959-1960), pp. 29-40; y KELLER, E. / GEHLMANN, G. A. (1988-1989), pp. 329-352.

²⁴⁸ «These congressional investigations revealed that inside information was a vehicle by which fraud was perpetrated on investors. For example, inside information allowed for the creation of stock pools.15 Stock pools were considered fraudulent in that pools induced investors outside the pools to invest through the creation of fictitious activity.16 The Senate received testimony regarding the creation of a pool to manipulate RCA stock.» Vid. MCCULLOUGH, T. C. (1998), p. 314.

financiero, por ejemplo, el crédito, que ocasiona su inestabilidad por determinado tiempo o, en el peor de los escenarios, su colapso.²⁴⁹

Esta inestabilidad puede ocurrir cuando sobreviene un cambio en las expectativas de los inversionistas sobre determinados activos, es decir, quienes tienen capital disponible para invertir se vuelven pesimistas sobre la evolución de un activo en particular y buscan sustituirlo rápidamente, sin contar con que muchas veces, además de provocar una disminución de su valor, pueden llevar a la bancarrota a quienes los negocian o poseen (porque no desean desprenderse de ellos o porque no lo consiguen).

Según ALLEN y GALE²⁵⁰ las crisis financieras suelen aparecer en el contexto de burbujas ligadas a los precios de ciertos activos, pudiéndose distinguir tres etapas: En primer lugar, la de liberalización financiera, en virtud de la cual el crédito se expande y crece el interés por adquirir ciertos activos, generalmente, propiedad raíz y acciones, empujando – consiguientemente – su precio al alza.

En segundo lugar, al crearse una gran demanda por un determinado activo, éste incrementa su precio y mantiene su tendencia al alza por algún tiempo, es decir, se forma una burbuja que finalmente no puede resistirse al descenso. Y, por último, al explotar la burbuja desciende el precio del activo y quienes se beneficiaron del crédito se ven en la penosa situación de no tener dinero para responder por sus deudas, perturbándose – en muchos casos – al sector real de la economía.

Notablemente, en torno a la economía y, particularmente, del mercado de valores, ha existido una tensión continua entre dos filosofías acerca de la mejor alternativa para su adecuado y eficiente funcionamiento: libertad vs. intervención estatal. Esta tirantez lejos de resolverse definitivamente ha tenido puntos de inflexión sobre todo para promover la transparencia y eficiencia²⁵¹ de los mercados mediante la protección de un elemento clave: la información.

En otras palabras, cuando los propios mecanismos del mercado son insuficientes para evitar las asimetrías informativas y no existe garantía de que se suministrará al público información de calidad, real, idónea y completa sobre un producto o servicio, o sus

²⁴⁹ Vid. HOPPIT, J. (1986), p. 41.

²⁵⁰ «Financial crises often follow what appear to be bubbles in asset prices. Historic examples of this type of crisis are the Dutch Tulipmania, the South Sea bubble in England, the Mississippi bubble in France and the Great Crash of 1929 in the United States. A more recent example is the dramatic rise in real estate and stock prices that occurred in Japan in the late 1980's and their subsequent collapse in 1990. Norway, Finland and Sweden had similar experiences in the 1980's and early 1990's. In emerging economies financial crises of this type have been particularly prevalent since 1980. Examples include Argentina, Chile, Indonesia, Mexico, and most recently the South East Asian economies of Malaysia, Indonesia, Thailand and South Korea.» Vid. ALLEN F. / GALE, D. (2000), p. 236.

²⁵¹ Vid. BENSTON, G. (1973), p. 134.

modalidades de negociación, debe intervenir el Estado. En cierto modo, las condiciones en las cuales la información debe reflejarse en un sistema económico, más aún, en el financiero, hacen que ésta última, la información, se transforme en un bien público que hay que proteger y, por lo tanto, regular.²⁵²

Precisamente, siguiendo esta pauta, el *Securities Act* se inclinó por establecer reglas y principios homogéneos, encaminados a robustecer la publicidad y la información en la negociación de valores.²⁵³

Antes de esta Ley, el desenvolvimiento del sistema bursátil descansaba sobre la confianza de los inversores en la información que obtenían de los intermediarios; en los datos que ofrecían los registros sobre el desempeño histórico de los valores y en los reportes o informes que elaboraban agencias privadas especializadas, supuestamente, independientes. Sin embargo, el gobierno no tenía un control adecuado de esa información y no disponía de los recursos necesarios para evitar asimetrías informativas.

De esta guisa, basándose en modelos como el *British Companies Act* de 1908 y 1929 que no poseían disposiciones muy generales (que a veces impiden su aplicación eficiente), pero tampoco excesivamente detallistas (para facilitar la flexibilidad y discrecionalidad), surgió el *Securities Act*²⁵⁴ estadounidense que, valga la pena decirlo, también se nutrió de los *blue sky licensing laws* existentes.

Este estatuto acogió los requisitos de *disclosure* de los modelos reseñados, indicando que para que una compañía pudiera ofrecer sus valores al público en el mercado primario debía cumplir con un procedimiento de registro previo²⁵⁵ por el cual se pusiera en conocimiento y a disposición de los potenciales inversores (en igualdad de condiciones) un acervo de información, bajo la forma de un prospecto, acerca de – por ejemplo – el emisor, la evolución de su actividad, su estado financiero y contable, las características de los valores objeto de emisión, entre otras cuestiones.²⁵⁶

²⁵² Vid. SIMON, C. J. (1989), p. 296 (este autor resalta las dos condiciones que en su concepto justifican la intervención pública). Consultar también a: LANDIS, J. M. (1959-1960), p. 30.

²⁵³ Vid. KELLER, E. / GEHLMANN, G. A. (1988-1989), p. 329.

²⁵⁴ Roosevelt ordenó a la Federal Trade Commission (FTC) preparar un proyecto de ley para regular los valores negociables, el primer borrador se basó en los más severos *blue sky licensing laws*. Los emisores de nuevos valores debían registrarse ante la FTC y se propuso que este organismo pudiera revocar dicha inscripción si se encontraba que una declaración realizada en el registro no se correspondía con la realidad o era fraudulenta. También se daba la posibilidad a la FTC de revocación cuando el emisor no fuera solvente o su negocio y los valores a emitir no gozaran de solidez. La venta de los valores podía comenzar inmediatamente después del registro, entendiéndose que ninguna acción de la FTC significaba aprobación o aval del valor negociable. Este anteproyecto fue criticado fuertemente por quienes consideraron que el poder otorgado a la FTC contrariaba el principio que privilegiaba la regulación del mercado de valores a través del *disclosure* y no de la intervención. En consecuencia, se nombró otra comisión para introducir algunas enmiendas que posibilitaran la aprobación del proyecto, evitando una desmedida intervención gubernamental, pero dejando lugar a la iniciativa oficial. Vid. KELLER, E. / GEHLMANN, G. A. (1988-1989), p. 339 y ss.

²⁵⁵ Consultar SEC. 6.(a) y SEC. 7. (a) del *Securities Act*.

²⁵⁶ «The salient features of the 1933 Act were: 1. Registration Requirements. All new issues that are publicly traded on a national ex-change must have a registration statement approved by the SEC. The statement includes balance sheets,

Esta legislación tanto como su equivalente para el mercado secundario, el *Securities Exchange Act* de 1934 (*Exchange Act*), evitan el término aprobación al referirse a los instrumentos financieros y acogen el concepto *disclosure* o divulgación. Lo anterior, se explica porque el Estado no puede asumir una carga tan onerosa como la de responsabilizarse por la naturaleza, la calidad y el nivel de riesgo que un valor pueda tener; es el emisor quien debe declarar o revelar cuáles son los riesgos que se encuentran asociados al valor que pretende poner en circulación y hacer frente a las incidencias que puedan afectarlo.

Esto no quiere decir que antes los emisores e intermediarios no dieran a conocer información básica sobre sus valores o su propio desempeño (estado de pérdidas y ganancias, ventas, deudas, etc.), sin embargo, era una facultad poco recurrida y mediocrementemente lograda.

Justamente, a la falta de información, a la dificultad de obtenerla, a su monopolio por parte de algunos privilegiados²⁵⁷ o a su opacidad se atribuía, fundamentalmente, el origen y la preponderancia de las prácticas especuladoras y manipuladoras que con su actividad impedían que otros inversores dispusieran de información real y confiable.

Con todo, si se es realista, ningún procedimiento de registro y divulgación de información puede prevenir ni atajar la fuerza poderosa de un rumor o, en general, de estrategias para manipular la información conectada con instrumentos financieros circulantes en el tráfico bursátil.²⁵⁸

Un asunto que no puede perderse de vista es que la mayor parte de la información exigida por esta Ley atiende a una naturaleza financiera y contable²⁵⁹ pese a que existen muchos otros factores (patentes, marcas, descubrimientos, cambios en los cargos directivos, etc.) que pueden ser aún más determinantes para un inversor. Sin embargo, la Ley aspiraba lograr, y aún lo hace, que el público pueda acceder a una información mínima cuantificable,

audited profit, and loss statements, description of the business, and intended use of funds. This information must be provided to investors in the form of a prospectus prior to sale. 2. Waiting Period. A 20-day waiting period was required between the filing date and the date of first sale for the purpose of giving investors time to study the registration statement. 3. Civil Liabilities. The buyer was empowered to sue any person signing the registration statement (underwriters, directors, accountants, etc.) for losses due to "omissions of fact" or "misleading" statements. The burden of proof rests with the defendants.» Vid. SIMON, C. J. (1989), pp. 296-297.

²⁵⁷ «Perhaps even more important is the concept of "fairness," the belief that all investors, big and small, insiders and outsiders, should have equal access to relevant information. Whether these objectives can be achieved, a priori, by disclosure of financial data, and if they can, whether or not the evidence supports or rejects the hypothesis that they were, is considered in the balance of the paper.» Vid. BENSTON, G. (1973), p. 134.

²⁵⁸ «...In their booklet, *A 25 Year Summary of the Activities of the Securities and Exchange Commission, 1934-1959*, they say these practices... resulted in a situation in which no one could be sure that market prices for securities bore any reasonable relation to intrinsic values or reflected the impersonal forces of supply and demand. In fact, the investigation record demonstrated that during 1929 the prices of over 100 stocks on the New York Stock Exchange were subject to manipulation by massive pool operations. One of the principal contributing factors to the success of the manipulator was the inability of investors and their advisers to obtain reliable financial and other information upon which to evaluate securities...» Vid. BENSTON, G. (1973), p. 136.

²⁵⁹ Ver "schedules" A y B del *Securities Act*.

sin perjuicio, de que, por fuera de la exigida, las compañías puedan adjuntar otro tipo de documentación que contenga esos datos complementarios.²⁶⁰

A continuación, luego de que la autoridad designada al efecto expresa su conformidad (antes la FTC y luego, por virtud del *Securities Exchange Act*, la *Securities and Exchange Commission* – SEC –), siempre y cuando haya finalizado el período de espera legal – durante el cual el público puede consultar la documentación depositada por el emisor –, queda autorizada la emisión o distribución de valores.²⁶¹

Es importante advertir que la autoridad habilitada en el caso concreto no emite juicios de valor acerca de los valores a emitir, en el sentido de expresar al público si son una inversión óptima o no, pues, esta decisión pertenece, en exclusiva, a los interesados. Esta entidad sólo asume la carga de garantizar y verificar que el público pueda acceder a la información necesaria para hacer su análisis de inversión y tomar las determinaciones que considere oportunas; exigiendo explicaciones, documentos y declaraciones adicionales si lo estima oportuno.

Adicionalmente, la obligación de suministrar información relevante, exacta, veraz y completa según los extremos requeridos por el *Securities Act* hace responsables civilmente a quienes efectúan el *registration statement* de las omisiones, inexactitudes y falsedades en ellos contenidas. En gran medida, este nuevo enfoque permitió que en sede de contabilidad²⁶² se pudiera endilgar responsabilidad a las firmas contables y auditoras por sus negligencias al elaborar las declaraciones financieras.²⁶³

Mediante el *Securities Act* se aprovechó la oportunidad para reformar un principio general del *Common Law* en virtud del cual las acciones civiles para recuperar los fondos o dineros perdidos por un engaño – *recovery* – precisaban que el comprador debía probar que el vendedor realizó, a sabiendas, una declaración falsa o engañosa.

²⁶⁰ Vid. BENSTON, G. (1973), p. 137

²⁶¹ Consultar SEC. 8.(a) del *Securities Act*.

²⁶² «In Redington v. Touche Ross & Co⁹³ plaintiffs, a trustee in liquidation and the SIPC⁹⁴, sought damages under section 17 of the 1934 Act⁹⁵ from an accounting firm for preparing false and misleading certifications of a broker's financial condition⁹⁶.» Vid. BOR, A. (1978), pp. 1525-1526. TILDEN realiza un análisis muy interesante sobre este caso, cuestionando que exista realmente un *implied private right of action* derivado de la sección 17 en contra de las firmas contables. Vid. TILDEN, J. C. (1979), pp. 430- 448.

²⁶³ «The lack of evidence on fraudulent financial statements does not imply that published financial statements were or were not misleading. Prior to the passage of the Securities Act, it was very difficult for third parties, such as prospective stockholders, to sue accounting firms for negligently prepared financial statements. The courts held, under the rule of privity, that these reports were prepared for management only. (See Landell v. Lybrand.). However, accountants were (and still are) liable for fraud "... if their audit has been so negligent as to justify a finding that they had no genuine belief in its adequacy for this again is fraud." (See Ultramares Corp. v. Touche, Niven and Co. N.Y. p. 185, N.E. p. 488.) The Securities Act changed accountants' liability dramatically, and now an investor may sue an accountant if, having relied on false or misleading statements, he "shall have purchased or sold a security at a price which was affected by such statement" (Section 18). It is important to note that the accountant must prove that the investor's loss was not a consequence of the financial statements rather than that the investor prove that he actually was misled by or even saw the statements. » Vid. BENSTON, G. (1973), p. 135

La modificación consistió en que, en adelante, el comprador podía iniciar una acción para rescindir el negocio o reclamar los perjuicios (si ya no poseía el valor negociable), probando que una determinada declaración o un conjunto de aseveraciones contenidas en el registro era falsa u omitió información material necesaria (*material fact* o información relevante), esto es, datos referidos a hechos o circunstancias cruciales para interpretar un fenómeno o decidir razonablemente sobre un asunto, como el hecho de contratar o no.²⁶⁴

Es decir, el comprador ya no tendría que demostrar la intencionalidad del vendedor o emisor, pues, de verificarse el estado de cosas descrito en el párrafo anterior, quienes prepararon y firmaron los documentos (v.gr., expertos, directivos, abogados y *underwriters*²⁶⁵) serían responsables²⁶⁶, pues, tuvieron la oportunidad de saber y comprobar, de primera mano y con antelación, si una afirmación era cierta o no y qué datos eran razonablemente imprescindibles para que el comprador pudiera tomar una decisión de inversión rodeada de transparencia.

Esto significa que el nivel de diligencia y cuidado exigidos a estos sujetos es mayor (atendiendo a sus circunstancias y roles particulares), puesto que gracias a su posición privilegiada están mejor situados para conocer los detalles y riesgos de la actividad del emisor y sus valores y, por consiguiente, deben soportar mayores cargas – incluso una inversión de la carga de la prueba – si suministraron información falsa, engañosa o incompleta, ya que pudieron actuar de otra manera y no lo hicieron.²⁶⁷

Por ejemplo, en la decisión *SEC v. SPECTRUM, LTD., et ál* (489 F.2d 535, 1973), se señaló que el abogado en materia de valores tiene un rol muy importante en la protección del interés público, por ende, tiene el deber, mejor dicho, una obligación positiva de realizar una investigación razonable antes de poner su experticia a disposición de su cliente. De este

²⁶⁴ «Materiality is a concept borrowed from common law fraud for determining which misstatements are actionable and which are not.⁵⁷ A fact is material if, considering the total mix of publicly available information, there is "a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important."⁵⁸ In addition, the defendant must have acted with the intent to deceive, or "scienter," another concept borrowed from the common law,⁵⁹ which is generally interpreted to include severely reckless conduct.» Vid. HAZEN, T. L. (2010), p. 892. Y «The standard for defining materiality applicable in the context of proxy solicitation was formulated by the Seventh Circuit in *TSC Industries Inc. v. Northway*, where the court stated that material facts are those "which in reasonable and objective contemplation might affect the value of the corporation's stock or securities."⁶⁵ On appeal, the Supreme Court raised the threshold by substituting "might" for "would," stating that "[a]n omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote."⁶⁶ This standard was expressly adopted for insider trading actions brought under Rule 10b-5 in *Basic, Inc. v. Levinson*.⁶⁷ « According to the Court, "materiality depends on the significance the reasonable investor would place on the withheld or misrepresented information."⁷⁴» Vid. BUDZEN, D. M. / FRANKOWSKA, A. M. (1994), p. 104 y p. 105.

²⁶⁵ «The participants are liable to a purchaser "not only if they cannot prove that they did not know of the flaw in the information offered to public but also if they cannot prove that they could not have found the flaw 'after reasonable investigation' and that they 'had reasonable ground to believe and did believe'" the adequacy and accuracy of the statements at the time the registration statement became effective.³⁷ Underwriters, however, are not required to guarantee the absolute accuracy of every statement. 38. Instead, an underwriter must prove that he has conducted a due diligence investigation. If an underwriter can establish that he had exercised reasonable care in verifying the statements contained in the prospectus, the underwriter can avoid section 11 liability.³⁹» Vid. SCHWARTZ, B. H. (1979), p. 873; y, LEAHY, J. K. (2011), pp. 1-80.

²⁶⁶ Vid. SEC. 11. (a) del *Securities Act*.

²⁶⁷ Vid. KELLER, E. / GEHLMANN, G. A. (1988-1989), p. 346.

modo, el abogado no puede fiarse de las afirmaciones de aquél, debe determinar si dichas declaraciones son respetuosas de la ley y velar porque esta última sea observada en todo momento.

Asimismo, la sección 12 del *Securities Act* complementó el tema de la responsabilidad civil recién tratado, haciendo responsable de forma general (y no sólo a quienes firmaron el *registration statement*) a cualquiera que ofreciera o intentara enajenar un valor negociable antes de cumplir con el registro, o a quien elabore un prospecto sobre un valor que no cumpla con lo establecido por el *Securities Act*, o a quien realice alguna declaración tergiversada sobre el valor para engañar a un potencial comprador.

Estos remedios jurídicos, en conjunción con otras secciones (número 16 – *class actions* -, número 17²⁶⁸ - *fraudulent interstate transactions* - y número 20 - *injunctions and prosecution of offenses*, por ejemplo), han sido fundamentales para reforzar la regulación del mercado de valores que no podía quedarse únicamente en la exigencia de un requisito previo de registro de declaraciones sobre los valores a negociar, pues, en general, los actos fraudulentos o abusivos en el mercado de valores son de difícil detección y seguimiento en la práctica, y el sólo requerimiento del *disclosure* hubiera resultado insuficiente para disuadir a posibles infractores.²⁶⁹

Ahora corresponde ocuparse brevemente de los aspectos más importantes derivados del examen del *Exchange Act*, estatuto mencionado en apartes anteriores que, como se advirtió, además de modificar el *Securities Act*, se encarga de regular el mercado secundario de valores (incluso, los no organizados) y, tal como sus lejanos precedentes en el *Common Law*, puso también su atención en la regulación de la actividad de los intermediarios (*brokers* y *dealers*) a efectos de prevenir sus actuaciones fraudulentas.

2.4. El *Securities Exchange Act* de 1934.

2.4.1. El *Exchange Act* y la manipulación del mercado.

²⁶⁸ Esta sección fue enmendada por el *Commodity Futures Modernization Act de 2000*, así: «Section 17(a) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77q(a)) is amended to read as follows: "(a) It shall be unlawful for any person in the offer or sale of any securities or any security-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by use of the mails, directly or indirectly - (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, or (2) to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading; or (3) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser."»

²⁶⁹ SEC. 24. del *Securities Act*: «Any person who willfully violates any of the provisions of this title, or the rules and regulations promulgated by the Commission under authority thereof, or any person who willfully, in a registration statement filed under this title, makes any untrue statement of a material fact or omits to state any material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, shall upon conviction be fined not more than \$10,000 or imprisoned not more than five years, or both.»

Desde su exposición de motivos²⁷⁰ el *Exchange Act* perfiló la necesidad y conveniencia de su adopción debido a la vulnerabilidad de los precios de los valores negociables frente a la manipulación y la especulación.

Con el fin de hacer frente a estas situaciones, entre otras disposiciones, impuso un procedimiento de registro, similar al de las nuevas emisiones, para los valores que eran negociados en las bolsas nacionales (sección 12); reguló el uso de estrategias manipuladoras y engañosas – sin dotarlas de una definición específica, sólo proscribiéndolas de manera general a lo largo del estatuto y, en concreto, en la sección número diez –; finalmente, y entre otras cuestiones, limitó las ventas en corto (ver secciones 9 y 10) y el *margin trading* (sección 7).

Las ventas en corto y el *margin trading* son reconocidas hace tiempo como operaciones que fácilmente pueden ser utilizadas para especular y manipular el mercado de valores. Se recordará que las primeras aluden a la posibilidad de vender valores que ni siquiera se poseen, para adquirirlos luego a un menor precio y cumplir con su entrega, claro está, que en caso de no poder conseguirlos es frecuente tomarlas en préstamo de otros intermediarios.

El *Exchange Act* (complementado por la “*Naked*” *Short Selling Antifraud Rule – Rule 10b-21* –)²⁷¹ restringió las ventas en corto descubiertas o desnudas dado que en ellas, el vendedor, quien no posee los valores al momento de la venta, no se asegura la posibilidad de disponer de ellos (aunque sea en préstamo) para poder cumplir con la entrega. En consecuencia, no hay realmente un cambio de valores por dinero, ni una intención seria de llegar hasta la liquidación de la operación, ya que lo que se busca es incidir, a la baja, en el precio de un determinado valor.

El asunto se vuelve preocupante cuando el incumplimiento en la entrega de los valores (que no se debe a una falla del sistema sino a un propósito deliberado de incumplir o

²⁷⁰ SEC 2. del *Exchange Act*: «(3) Frequently the prices of securities on such exchanges and markets are susceptible to manipulation and control, and the dissemination of such prices gives rise to excessive speculation, resulting in sudden and unreasonable fluctuations in the prices of securities which (a) cause alternately unreasonable expansion and unreasonable contraction of the volume of credit available for trade, transportation, and industry in interstate commerce, (b) hinder the proper appraisal of the value of securities and thus prevent a fair calculation of taxes owing to the United States and to the several States by owners, buyers, and sellers of securities, and (c) prevent the fair valuation of collateral for bank loans and/or obstruct the effective operation of the national banking system and Federal Reserve System. (4) National emergencies, which produce widespread unemployment and the dislocation of trade, transportation, and industry, and which burden interstate commerce and adversely affect the general welfare, are precipitated, intensified, and prolonged by manipulation and sudden and unreasonable fluctuations of security prices and by excessive speculation on such exchanges and markets, and to meet such emergencies the Federal Government is put to such great expense as to burden the national credit.»

²⁷¹ Adoptada por la *Securities and Exchange Commission* el 17 de octubre de 2008. Su texto es el siguiente: «It shall also constitute a “manipulative or deceptive device or contrivance” as used in section 10(b) of this Act for any person to submit an order to sell an equity security if such person deceives a broker or dealer, a participant of a registered clearing agency, or a purchaser about its intention or ability to deliver the security on or before the settlement date, and such person fails to deliver the security on or before the settlement date.»

manipular) no se produce aisladamente, sino a gran escala. Por ello, al comienzo, la SEC adoptó la *upstick rule*²⁷² con la cual las ventas en corto sólo podían materializarse si en ellas se fijaba un precio mayor que el precio de venta previamente registrado.

Sin embargo, la normativa no funcionó adecuadamente, pues, para evitar su aplicación bastaba con emitir órdenes de compra al por mayor, es decir, inundando al mercado, y así lograr el desplome de los precios. Por estas razones, la *upstick rule* fue luego derogada y se obligó a los vendedores en corto a ubicar los valores (o prestarlos a fin de cumplir²⁷³) y liquidar las operaciones en menor tiempo, bajo ciertas condiciones.²⁷⁴

Recientemente, el *Exchange Act* fue enmendado por el *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010²⁷⁵ con el cual se reiteró la prohibición de las ventas en corto cuando no hay realmente una intención comercial materialmente seria, sino un ánimo de hacer ganancias con los diferenciales que se producen al influir artificialmente en los precios.²⁷⁶

El *margin trading* se refiere a la posibilidad de financiar una parte del capital requerido para negociar valores en corto a través de préstamos concedidos por el propio intermediario. El *Exchange Act* prohibió esta clase de negociación si se realiza por fuera de ciertos requisitos, evitando así el uso excesivo del crédito para comprar y vender valores con el mero objetivo de especular.

Por último, en lo que atañe con la manipulación de los valores negociables, actualmente, la sección número 9 del *Exchange Act* acomete la tarea de describir – a modo de guía general – aquellas conductas que podrían calificarse como manipuladoras, estableciendo que resulta ilegal crear, directa o indirectamente, individualmente o en

²⁷² Vid. PARTINGTON, J. K. (2009-2010), pp. 163-182.

²⁷³ «Although abusive “naked” short selling is not defined in the federal securities laws, it refers generally to selling short without having stock available for delivery and intentionally failing to deliver stock within the standard three-day settlement cycle.» Vid. Rule 203 - Locate and Delivery Requirements for Short Sales, Securities and Exchange Commission, 28 de Julio de 2004.

²⁷⁴ «As explained above, before a fail to deliver occurs, there is a locate period in which the borrower of the stock is given the opportunity to locate shares in order to cover its short sale.169 Currently, there is a three-day period in which short sellers can locate those stocks before a fail to deliver is recorded with the DTCC.160 By shortening the period to one day, short sellers will need to make immediate determinations as to whether or not a stock can be reasonably located. Further, a shortened locate period will swiftly expose those sellers who are using the time period to cover their short sales, and are therefore potential naked short sellers... Still, delivery failures have not been heavily investigated until recent years because most were believed to be from computer or clerical error and not from aggressive market manipulation.» Vid. PARTINGTON, J. K. (2009-2010), p. 180.

²⁷⁵ Esta Ley agregó la sección d, así: «(d) TRANSACTIONS RELATING TO SHORT SALES OF SECURITIES.— It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange to effect, alone or with one or more other persons, a manipulative short sale of any security. The Commission shall issue such other rules as are necessary or appropriate to ensure that the appropriate enforcement options and remedies are available for violations of this subsection in the public interest or for the protection of investors.»

²⁷⁶ La sección 619 de la Ley acogió con numerosas excepciones la regla *Volcker* con la cual se pretende restringir a los bancos estadounidenses realizar, aunque sea con su propio dinero, ciertas inversiones especulativas en tanto no beneficien a sus clientes. Una aproximación a la regla puede encontrarse en: <http://www.sifma.org/issues/regulatory-reform/volcker-rule/overview/>

connivencia con otros, la apariencia engañosa o falsa de intercambio activo de un valor negociable o de su mercado mediante operaciones como las siguientes:

1. Transacciones en las que no hay verdaderamente cambio de dominio sobre un valor. Por ejemplo, aquellas operaciones en las que simplemente se pagan los diferenciales del precio de una acción en un período determinado sin que haya traslado de valores negociables de un patrimonio a otro.

2. Emitir, a sabiendas, órdenes de compra / venta de valores y, casi al mismo tiempo, y también a sabiendas, órdenes de venta / compra sobre, en esencia, la misma clase y cantidad de valores, a precio similar por parte de quien ordenó la compra / venta u otras personas (*matched orders*)

3. Realizar una serie de transacciones sobre valores no registrados creando un intercambio (real o aparente) de dichos valores, elevando o bajando su precio con el objetivo de inducir su compra o venta.

4. Hacer circular información, en el curso ordinario de sus negocios como intermediarios, de que el precio de un valor va a subir o bajar, o así lo parece, gracias a las operaciones de una u otras personas encargadas de hacer subir o bajar dicho precio.

5. Cualquier declaración falsa o engañosa²⁷⁷ sobre un hecho material relevante que al momento de efectuarse se conocía o era razonable que se conociera como falsa o engañosa.

6. Realizar transacciones de venta o compra de un valor para congelar, fijar o estabilizar su precio violando las reglas que regulan estos casos.

En las secciones 10 y 14 se prohíben las siguientes conductas:

7. Efectuar ventas en corto u órdenes con limitación de pérdidas (*stop-loss orders*), contraviniendo las reglas de la SEC que las condicionan en ciertas circunstancias para que no se afecte el interés público o se mine la protección de los inversores.

²⁷⁷ La sección 18.(a) del *Exchange Act* se ocupa de la responsabilidad civil por declaraciones engañosas, así: «Any person who shall make or cause to be made any statement in any application, report, or document filed pursuant to this title or any rule or regulation thereunder or any undertaking contained in a registration statement as provided in subsection (d) of section 15 of this title, which statement was at the time and in the light of the circumstances under which it was made false or misleading with respect to any material fact, shall be liable to any person (not knowing that such statement was false or misleading) who, in reliance upon such statement shall have purchased or sold a security at a price which was affected by such statement, for damages caused by such reliance, unless the person sued shall prove that he acted in good faith and had no knowledge that such statement was false or misleading. A person seeking to enforce such liability may sue at law or in equity in any court of competent jurisdiction. In any such suit the court may, in its discretion, require an undertaking for the payment of the costs of such suit, and assess reasonable costs, including reasonable attorneys' fees, against either party litigant.»

8. Emplear en la compra o venta de valores registrados o no, cualquier artimaña o estrategia manipuladora o engañosa.

9. Realizar cualquier declaración falsa sobre información relevante u omitir cualquier hecho material necesario para que la información no resulte engañosa – o ejecutar cualquier práctica o acto fraudulento, engañoso o manipulador –, en el curso de una oferta pública de adquisición de acciones²⁷⁸ (*tender offer*), de una invitación a realizar ofertas públicas o cualquier solicitud a quienes son tenedores de valores, con el fin de favorecer o perjudicar dicha oferta o invitación (sección 14.(e) enmendada por el *Williams Act* de 1968).²⁷⁹

Sin querer profundizar sobre este tema, pero con el ánimo de ir adelantando posibles soluciones jurídicas para favorecer la posición de quienes reclamen una indemnización de perjuicios por razón de una maniobra manipuladora, es conveniente detenerse en el tema de las ofertas públicas de adquisición de acciones.

El *Williams Act* de 1968²⁸⁰ exigió que los oferentes divulgaran cierta información en punto a su identidad, la fuente de sus recursos, los planes para la compañía objeto de la oferta, el porcentaje de acciones que actualmente tenían en su poder sobre dicha compañía, entre otras cuestiones. Esto, para evitar prácticas secretas, fraudulentas o manipuladoras para adquirir, previamente, una cantidad considerable de acciones sobre la compañía objetivo y asegurarse así el éxito de una oferta pública de acciones posterior.

Desafortunadamente, no se definió (a nivel normativo) el concepto de manipulación como pudo apreciarse, por lo que su delimitación es – una vez más – la consecuencia de un inventario que obliga a su configuración a través de los tribunales.

Un ejemplo de los esfuerzos de las cortes por concretar el concepto de manipulación en las ofertas públicas de adquisición de acciones lo constituye la decisión *Santa Fe*

²⁷⁸ «Since rule 14e-3 does not define information that relates to a tender offer, not all material, nonpublic information concerning a bidder or target necessarily relates to a tender offer.119 A bidder's intent to make or target's intent to oppose a tender offer are examples of information that clearly relate to a tender offer.120 A target's projected earnings arguably relate only to the target, and do not relate to the tender offer.121... The SEC has implied that any material information concerning a bidder or target relates to a tender offer under rule 14e-3.124 The Commission maintains that information relating to a tender offer is not limited to a bidder's intent to make or withdraw a tender offer, or to a bidder's intent to increase the consideration for tendered shares.125 Further, the SEC has stated that information material to investors concerning an ongoing tender offer may relate to the tender offer.126» Vid. ALLEN, S. A. (1981), pp.1070-1071.

²⁷⁹ Para sancionar el *insider trading* en las OPAs, la SEC expidió en 1980 la regla 14e-3(a) que, contemplando incluso a los *non-corporate insiders*, prohíbe negociar con base en información confidencial en el marco de una oferta pública de adquisición de valores, por lo cual se debe divulgar dicha información para que el mercado la absorba o abstenerse de negociar. Esta regla, según la SEC, no exige la infracción de un deber fiduciario para que se deriven las sanciones correspondientes, por consiguiente, establece una responsabilidad más estricta u objetiva. Para ampliar la información sobre este asunto puede acudir a: HASKELL, L. B. (1998), pp. 199-246. A partir de la página 205 de este artículo, el autor examinó los criterios con los cuales las cortes deben evaluar si una agencia excede o no su potestad reglamentaria. HASKEL y ALLEN (cita anterior) critican a la SEC por haberse excedido al diseñar la regla 14e-3, concretamente por crear un deber de divulgar que excede el deber impuesto bajo la sección 10(b) del *Exchange Act*.

²⁸⁰ Un examen sobre la Ley puede hallarse en: ALLEN, S. A. (1981), p.1062 y ss.

Industries, Inc. v. Green,²⁸¹ (430 U.S. 462, 1977), en la que el tribunal – suministrando ejemplos – entendió como manipuladoras aquellas prácticas dirigidas específicamente a afectar al mercado de forma artificial con el propósito de engañar a otros, v. gr., las *wash sales*²⁸² (ventas aparentes), las *matched orders* (órdenes emparejadas) o el *price rigging* (fijación fraudulenta de los precios).²⁸³

Al final, esta decisión judicial exige probar una intención de utilizar un esquema manipulador en el curso de una oferta pública de adquisición de acciones (en adelante, OPA) dirigida, por lo tanto, a afectar los intereses de los accionistas e, incluso, desalentar ofertas competidoras.

Consiguientemente, en el fondo, un acto, contrato o estrategia negocial, o un conjunto de ellos, podría calificarse de manipulador en tanto afecte artificialmente (sin relación con la dinámica normal de la demanda y la oferta) el precio de las acciones en los mercados y cuando esté orientado a engañar o hacer caer en un error a los inversores.

Por tanto, no sólo una OPA, también una fusión²⁸⁴ o la decisión de no pagar dividendos o reducirlos, entre otras actuaciones, pueden ser utilizadas para acomodar a voluntad el precio de los valores y caer, entonces, dentro del ámbito de aplicación de la sección 10 del SEA y la regla 10b-5 de la SEC (a la que luego nos referiremos).

Sin embargo, en ciertos eventos no es posible establecer con claridad absoluta esa intención. Sería complejo determinar, por ejemplo, cuando una *Two-Tier Bid*²⁸⁵ o su anuncio han sido utilizados fraudulentamente o, si por el contrario, sus efectos se han conseguido legítimamente en el curso de la interacción entre la oferta y la demanda en un mercado particular.

En su momento se propuso que,²⁸⁶ en beneficio de los demandantes, estos pudieran valerse de evidencia circunstancial para demostrar una actividad anormal del mercado si el oferente tenía un interés pecuniario directo y sustancial en la que, *a priori*, es considerada una estrategia u operación manipuladora.

²⁸¹ Vid. LEHRER, P. I. (1985), p. 296.

²⁸² Vid. *US CFTC v. Kevin McLaren* y otro.

²⁸³ Otros ejemplos de manipulación en el marco de ofertas públicas de adquisición de valores son: *Mobil Corp. v. Marathon Oil Co.*; *Buffalo Forge Co. v. Ogden Corp.* y *Data Probe Acquisition Corp. v. Datatab, Inc.* Una síntesis de estos asuntos puede encontrarse en: LEHRER, P. I. (1985), pp. 290-292.

²⁸⁴ Vid. *Bryan v. Brock & Blevins Co.*

²⁸⁵ En este tipo de OPA, la compañía interesada ofrece pagar una prima elevada respecto del precio de cada acción para convencer a los accionistas de vender.

²⁸⁶ Vid. RACHFORD, L. A. (1983), pp. 1199-1225.

Entonces, bastaría inferir de las circunstancias que existe esa intención de manipular, trasladando la carga de la prueba al oferente para que demuestre que no es así. Empero, no es fácil convencer a los legisladores ni a los operadores judiciales para que impongan limitaciones o cargas a las iniciativas negociales de esta naturaleza o que aumenten su severidad.²⁸⁷

Sin perjuicio de lo anterior, con ocasión de *SEC v. Masri* (523 F.Supp.2d 361, 2007), surgió una discusión muy interesante respecto al tema de la prueba de la manipulación de valores, pues, es frecuente que se manipule el mercado a través de operaciones con contenido real, es decir, sin artificialidad.

Consecuentemente, el hecho de la elevación o depresión artificial del precio de un valor no es suficiente por sí mismo para explicar la manipulación en el curso de transacciones materialmente existentes y permitidas como, por ejemplo, las ventas en corto, precisándose, entonces, de la concurrencia de otro factor primordialmente subjetivo: la intencionalidad.

En el caso *Masri*, la SEC trató de endilgar responsabilidad por manipulación a un inversor y un intermediario, alegando que buscaban elevar el precio de un valor poco negociado cerca del cierre del mercado y a través de una orden de compra de gran volumen (*marking the close*). Si bien gran parte de la negociación de los valores tiene lugar poco antes de que los mercados cierren, la SEC expuso que ciertos hechos revelaban la intención de manipular.

En este orden de ideas, la Corte exigió a la SEC que probara que la única motivación de la operación bajo sospecha era la de manipular, esto es, que no existía una razón económica legítima u otra explicación razonable y honesta para que los demandados se comportaran de la manera en que lo hicieron.²⁸⁸

²⁸⁷ Del mismo modo, otra decisión interesante puede encontrarse en *Chris-Craft Industries Inc. (CCI) v. Piper Aircraft Corporation* y otros. CCI demandó a *Piper* (la compañía objetivo de una *tender offer*), al banco de inversión y al *underwriter* con base en las secciones 14(e) y 10(b) del *Exchange Act*. CCI deseaba hacerse con el control de la mayoría de las acciones de *Piper*, pero la administración de esta última se opuso a esta intención, incurriendo en una serie de prácticas dirigidas a desalentar a los accionistas (por ejemplo, distribuyendo información falsa sobre CCI y negociando en secreto con otra compañía sin que CCI tuviera la oportunidad de intervenir para mejorar sus condiciones). El caso llama la atención porque CCI había realizado un enorme esfuerzo para desplegar su estrategia inversora y, debido a las artimañas de la dirección de la compañía objetivo, perdió una oportunidad razonable de adquirirla. Así las cosas, esta decisión extendió por analogía la regla 10b.5 a la sección 14(e) relativa a las ofertas de adquisición, lo que implica que aunque CCI no tuviera la calidad de comprador (exigencia de la regla 10b.5) y, no obstante que CCI no hubiera padecido – directamente – las maniobras engañosas sino sus accionistas; CCI estaba legitimada para reclamar indemnización sin probar que cada accionista se negó a vender bajo la influencia de las prácticas irregulares de la administración de *Piper* (aplicación de la teoría de la *constructive reliance*). Esto significa que las declaraciones engañosas y falsas de *Piper* fueron apreciadas, en conjunto, como el producto de una práctica manipuladora o fraudulenta. Esta decisión se apoyó en el caso *United States v. Newman* de 1981. Este último caso, *Newman* fue el primero en el que apareció la doctrina de la apropiación aunque sólo se reconoció judicial y explícitamente en 1997 a través de *O'Hagan*. Vid WARR, A. (2012), p. 10. Puede consultarse también a: PETTIT, J. L. (1974), pp. 671-685; ALTMAN, P. M. (1981-1982), pp. 1329- 1348; y BAINBRIDGE, S. M. (2010-2011), pp. 291-292.

²⁸⁸ «In this case, the SEC alleged that (1) defendants conducted activity within several minutes of the close of trade; (2) the transactions constituted a large majority of the purchases that day; (3) Saba had outstanding put options expiring that day that he did not wish to be assigned; and (4) by purchasing 200,000 shares, he was able to avoid being assignment, of these

Desafortunadamente, esta carga de la prueba en el ámbito de la responsabilidad civil resulta muy onerosa de asumir y – aunque es totalmente comprensible en un contexto penal o, incluso, del derecho administrativo sancionador – no rinde adecuadamente a efectos indemnizatorios si se quiere dotar a la víctima de mayores posibilidades de éxito en su reclamación.

En resumen, no obstante que la intención de manipular sigue siendo crucial, cuando se trata de operaciones artificiales (no existentes), la carga de la prueba de que no existe manipulación es del presunto manipulador, lo que beneficia a las víctimas. En contraste, cuando se trata de operaciones reales, la carga de la prueba es del ente sancionador y de quien alegue perjuicios.

De cualquier modo, lo que se ha dicho en relación con la regulación estatutaria de la manipulación del mercado de valores debe complementarse con la Regla 10b-5 (sección 240) de la SEC, por la cual se efectúa una descripción bastante general de las conductas que deben ser tenidas como manipuladoras y engañosas, tanto así que puede predicarse su vocación omnicomprendensiva tanto de la manipulación del mercado de valores como del *insider trading*, pues su texto da cabida a ambos fenómenos.

Según la Regla 10b-5, las conductas manipuladoras y engañosas son aquellas actuaciones en las que en el curso de una operación de compra de valores (ya no sólo en la venta²⁸⁹) – directa o indirectamente, sin importar cual sea el medio, dispositivo, estructura o servicio empleado –: 1) se pone en marcha una estrategia, plan o artificio para defraudar a otro; 2) se realiza cualquier declaración falsa sobre un hecho relevante, o se omite información de este tipo que evitaría que dicha declaración fuera engañosa o errónea, o, 3) alguien se involucra en prácticas, actos o negocios para defraudar o engañar a otro.

options. The Court finds that these allegations are sufficiently indicative of manipulative intent so as to state a claim for market manipulation... The Court holds that in order to impose liability for an open market transaction, the SEC must prove that but for the manipulative intent, the defendant would not have conducted the transaction...The SEC lists a number of factors that it believes are sufficiently indicative of Saba's manipulative intent to raise a genuine issue of material fact. These include (a) the timing, size, and incremental execution of the transaction, (b) the unorthodox nature of the order ticket and (c) Saba's allegedly inconsistent and irrational explanations as to why he purchased the shares on August 5. The SEC's theory is quite simple: concerned that his August 5 puts would expire "in the money," forcing him to purchase over 800,000 TZA shares, Saba placed a large TZA order in the closing minutes on the day before expiration in order to artificially drive the price over \$5 per share, thereby insuring that the options would expire worthless.» Vid. SEC v. *Moises Saba MASRI* y *Albert Meyer Sutton*.

²⁸⁹ «The SEC adopted Rule 10b-5 in 1942 to close a "loophole in the protections against fraud administered by the Commission by prohibiting individuals or companies from buying securities if they engage in fraud in their purchase... The purpose of the rule, it seems clear, was to afford sellers of securities the same protections already afforded purchasers by the federal scheme of securities regulation. Previously, fraud on sellers, as distinct from fraud on purchasers... was not covered by the securities acts unless committed by an over-the-counter broker or dealer... Viewing the rule as an "additional protection to investors,...the Commission fashioned it to "make applicable to the purchase of securities, the same broad antifraud provisions which the Congress has imposed in Section 17 (a) of the Securities Act of 1933, in connection with the sale of securities."...To accomplish this end the Commission simply copied the language of section 17(a) of the Securities Act, with exceptions unimportant in this context, and applied it "in connection with the purchase or sale of any security," this being the reach of section 10(b).» Vid. *Herpich v. Wallace*.

Es importante tener en cuenta que, al igual que en el derecho inglés, los afectados no tienen que demostrar una confianza específica en una declaración, basta la prueba de que la información falsa revelada o la omitida, según el caso, fuera relevante para cualquier inversor a la hora de tomar una decisión razonable de inversión (*Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128, 1972).

En todo caso, si bien es verdad que la amplitud de esta regla facilita a la práctica administrativa y a la judicial adaptarse a la evolución técnica y tecnológica de los mercados, a las innovaciones en materia de fraude; también es cierto que acarrea una flexibilidad en su entendimiento, seguimiento y aplicación sobradamente inquietante si se repara en la seguridad jurídica, en general, y en el respeto del principio de legalidad, en particular.

2.4.2. El *Exchange Act* y el *insider trading*.

Aunque el *Exchange Act* original, orientado preferentemente a la regulación de la manipulación del mercado de valores, no hizo referencia expresa y directa a la prohibición del *insider trading*²⁹⁰ (aunque su existencia podría deducirse – con esfuerzo – de las secciones 10²⁹¹ y 16²⁹², normas generales antifraude); la persistencia de su ocurrencia y su reconocida proyección en la crisis de 1929, fueron determinantes a la hora de adoptar dicho estatuto (antes solo se exigía al *insider* revelar información confidencial relevante en las *face-to-face transactions* entre comprador y vendedor).²⁹³

La figura del *insider trading* fue introducida de manera más directa a través de modificaciones legislativas posteriores. En la actualidad las secciones 20 y 21 se encargan del asunto²⁹⁴ (la sección 20.d. fue adicionada por el *Insider Trading Sanctions Act* de 1984 –

²⁹⁰ Puede encontrarse un recuento histórico de la regulación del *insider trading* en: BAINBRIDGE, S. (1985), pp. 455-498. Para un estudio actual del *insider trading* puede acudir a: HAZEN, T. L. (2010), pp. 881-915; y, APOLINSKY, J. B. (2011), pp. 493-539.

²⁹¹ Los reclamos por mala gestión (*mismanagement*) de los directores o de una mayoría de accionistas en sede de una transacción con valores también están cubiertos por las reglas 10b y 10b-5 debido a su carácter general. Esto es así aunque antes, como ocurrió con el caso *Birnbaum v. Newport Steel Corp.*, se rechazara de tajo esta posibilidad. Incluso, valiéndose de la generalidad de estas normas antifraude, muchos socios minoritarios de sociedades subsidiarias absorbidas en fusiones abreviadas por su principal acuden a estas disposiciones para buscar remedios jurídicos a su situación, pues, en este tipo de operaciones se absorbe a la subsidiaria sin aprobación ni notificación previa de los accionistas minoritarios. Vid. HODGES BELL, D. (1977), pp. 873-874.

²⁹² «Congress created § 16(b) in response to pools and other forms of fraudulent activities.2' Section 16(b) made it illegal for a beneficial owner (one who owns or is the beneficiary of at least ten percent of a corporation's stock), a director, or an officer of a corporation to buy or sell the securities of any issuing corporation with which they have one of the aforementioned relationships within a six-month period.22 While § 16(b) covered individuals such as the president of RCA, it failed to cover individuals such as the wife of the president of RCA and other persons.23 Criminal liability for these outsiders was created in the form of Rule 10b-5 via the SEC's § 10(b) enforcement power.24 In short, Rule 10b-5 acted to fill the gaps in § 16(b).» Vid. MCCULLOUGH, T. C. (1998), p. 315. También puede consultarse a: HERNÁNDEZ SAÍNZ, E. (2007), pp. 112-115.

²⁹³ «The Exchange Act was passed in response to the 1929 market crash, which Congress determined was fueled largely by the inside trading of market participants.» Vid. SULLIVAN, T. (1997), p. 211.

²⁹⁴ «State corporate law originally regulated insider trading. In the early 1900's, state courts adopted one of three approaches to the insider trading problem: the insider had no duty of disclosure and could buy freely regardless of any informational advantage; the insider had no duty in the absence of 'special circumstances' justifying the imposition of a duty; or the insider had a fiduciary duty to the shareholders and was required either to disclose any relevant inside information or to forgo trading...» Vid. BAINBRIDGE, S. (1985), p. 456.

ITSA – y las secciones 20A y 21A fueron adicionadas por el *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* de 1988 – ITSFEA –).

Antes, en 1934, el *Securities Exchange Act* impuso responsabilidad penal por la violación de la sección 10(b) (penas que fueron incrementadas por el *Sarbanes-Oxley Act* de 2002²⁹⁵) y, luego, en 1947 (*Karson v. Nat'l Gypsum Co.*, 73 F.Supp. 798, 1947), se reconoció judicialmente que de dicha sección y de la Regla 10b-5, en su conjunto, se derivaba la posibilidad de sancionar el *insider trading* no sólo por la vía administrativa y la penal, sino también la facultad de buscar compensación por la senda civil.²⁹⁶

Por un lado, el ITSA obligó a los infractores a pagar la diferencia entre el precio promedio y el actual del correspondiente valor, con la posibilidad de incrementar la sanción hasta en tres veces el provecho obtenido con abuso de información privilegiada. Y, por el otro, el ITSFEA²⁹⁷ estableció formalmente un derecho privado para accionar sin tener que demostrar un deber de divulgar en cabeza del infractor.²⁹⁸

De nuevo, en estas normativas recién anotadas, el *insider trading* se caracterizó, básicamente, como una infracción a los deberes fiduciarios (cuyo contenido es dejado al arbitrio judicial con algunas guías interpretativas a nivel administrativo) de quien está vinculado a una corporación y se aprovecha de tal vínculo para realizar operaciones en bolsa, en beneficio propio o ajeno, valiéndose para ello de la información confidencial que obtiene en el curso de su labor o por razón de su cargo, relación o posición de confianza.

El *Exchange Act* impone, actualmente, la obligación a ciertos “*insiders*” de dar a conocer los detalles sobre los valores de la compañía de los que son titulares y de las operaciones que realicen sobre los valores de la misma. Esta Ley prohibió a los *insiders* la venta en corto sobre acciones de la empresa y otorgó a la compañía la posibilidad de ejercer una acción para recuperar aquellas ganancias derivadas de las transacciones a corto plazo en un período de seis meses.

²⁹⁵ «SEC. 1106. INCREASED CRIMINAL PENALTIES UNDER SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934. Section 32(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78ff(a)) is amended— (1) by striking “\$1,000,000, or imprisoned not more than 10 years” and inserting “\$5,000,000, or imprisoned not more than 20 years”; and (2) by striking “\$2,500,000” and inserting “\$25,000,000”.»

²⁹⁶ Vid. HUNG, L. (2010), pp. 9-10.

²⁹⁷ SEC. 20A. (a): «PRIVATE RIGHTS OF ACTION BASED ON CONTEMPORANEOUS TRADING.—Any person who violates any provision of this title or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security while in possession of material, non-public information shall be liable in an action in any court of competent jurisdiction to any person who, contemporaneously with the purchase or sale of securities that is the subject of such violation, has purchased (where such violation is based on a sale of securities) or sold (where such violation is based on a purchase of securities) securities of the same class.» El asunto *Kardon v. National Gypsum Co.* fue el primero en reconocer un *private civil cause of action* para los inversores perjudicados según la sección 10(b) del SEA y la Regla 10b-5.

²⁹⁸ «Finally, in 1990, the Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act was passed. This Act is of limited relevance to insider trading, but does provide for the imposition of civil penalties where no profit has been made.» Vid. WATSON, B. J. (1995), p. 145.

Lo anterior, sin importar si realmente existe una falta o no, es decir, independientemente de la existencia de una intención de aprovecharse de información confidencial, salvo las excepciones que permiten la SEC y los tribunales²⁹⁹ (*short-swing profit rule*).³⁰⁰

Es importante detenerse a reflexionar un momento sobre el tratamiento normativo del *insider dealing* como un fenómeno de incumplimiento o inobservancia de deberes fiduciarios³⁰¹ ya que este punto concreto ha sido sometido paulatinamente a crítica y revisión, más aún, en los tiempos actuales, donde son perceptibles propósitos de mayor intervención regulatoria. Además, como se verá luego, los mismos jueces fueron abriendo caminos para ampliar el estrecho margen de los deberes fiduciarios, por ejemplo, a través de los conocidos «*constructive insiders*», que son todas aquellas personas de las que por un motivo u otro se espera confidencialidad.

Así las cosas, la calificación de *insiders* no resultaría siendo exclusiva de los directores, empleados o accionistas mayoritarios de una compañía (*core insiders*) y cobijaría también a quienes por su posición o accesibilidad podían disponer de información sensible o confidencial para uso corporativo (no personal) y, en consecuencia, sería legítimo esperar su reserva y lealtad.³⁰²

Lo antecedente cobró importancia en los eventos de "*outsider trading*"³⁰³, situación que ponía en evidencia que a veces no era posible establecer que quien realizaba las operaciones sirviéndose de información confidencial lo hacía provisto de deberes o vínculos

²⁹⁹ Vid. MITCHELL, M. W. (1969-1970), p. 144.

³⁰⁰ SEC 16. (b): «For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) or a security-based swap agreement involving any such equity security within any period of less than six months, unless such security or security-based swap agreement was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security or security-based swap agreement purchased or of not repurchasing the security or security-based swap agreement sold for a period exceeding six months. Suit to recover such profit may be instituted at law or in equity in any court of competent jurisdiction by the issuer, or by the owner of any security of the issuer in the name and in behalf of the issuer if the issuer shall fail or refuse to bring such suit within sixty days after request or shall fail diligently to prosecute the same thereafter; but no such suit shall be brought more than two years after the date such profit was realized...»

³⁰¹ «In *Chiarella v. United States* [9] and *Dirks v. SEC* [10], the Supreme Court rejected the "market information" theory, which posits that a person engages in insider trading whenever he trades on the basis of material nonpublic information [11]. Instead, the Court adopted the "fiduciary duty" theory under which the basis of liability for insider trading is the insider's violation of a duty owed to one of the parties related to the transaction [12]. This contrast between the SEC's enforcement efforts and the *Chiarella* and *Dirks* decisions has created uncertainty as to whether outsiders who trade on the basis of material nonpublic information engage in insider trading or merely use lawfully attained knowledge in making their investment decisions.» Vid. KARSCH, M. (1984), p. 284

³⁰² Vid. LOKE, A. F. (2006), p. 129.

³⁰³ «The SEC believed that outsider trading was as much an evil as insider trading. Eventually, it brought cases against outsiders who traded while in possession of material nonpublic information, whether or not they had entered into a fiduciary relationship with the corporation and its shareholders [36]. The SEC sought to bring all outsider trading within the scope of rule 10b-5 by adopting the position that anyone in possession of material nonpublic information has a duty to either disclose it to the investing public or abstain from trading or tipping. Failure to comply with the "disclose-or-abstain" rule constituted fraud for the purposes of rule 10b-5. Many lower courts approved the SEC position on the basis that it supported the "justifiable expectation of the securities marketplace that all investors trading on impersonal exchanges have relatively equal access to material information" [37].» Vid. KARSCH, M. (1984), p. 287.

fiduciarios. La norma general en negociaciones anónimas o impersonales es que se actúe sin que medien esos vínculos y mucho más en materia de derivados donde, en sentido estricto, es difícil percibir una relación fiduciaria si se atiende a la preeminente función de *hedging* o cobertura.

Esto último explica porque la regulación del *insider trading* en el mercado de derivados tenía un eco tan limitado, por lo menos, antes de que se desencadenara la reciente crisis financiera.

La sección 746 del *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010 (en adelante, *Dodd-Frank Act*) fue la encargada de modificar el *Securities Exchange Act* de 1934 para brindar un tratamiento especial y renovado del *insider trading* en el segmento de los derivados.³⁰⁴

El *Dodd-Frank Act* prohibió a todo empleado, agente, miembro de junta o comité de un departamento o agencia del gobierno – en el marco de una operación con derivados, a sabiendas y deliberadamente, por cuenta propia o ajena – utilizar la información relevante y confidencial (con capacidad para afectar el precio de una materia prima o a las transacciones de derivados sobre la misma) que ha obtenido gracias a su cargo o posición.

Esta prohibición se hace extensiva a quienes reciban esa información y la utilicen, a sabiendas de que no es pública y que debería seguir siendo confidencial.

Esta normatividad caracteriza a la información confidencial como aquella que no es conocida por el público o que no está todavía a su alcance porque no ha sido suministrada por quienes la tienen o la elaboran y, desde el punto de vista legal, debería permanecer secreta o reservada.

En consecuencia, se señala que es información confidencial aquella que aún no ha sido divulgada por la agencia o departamento que la posee o confecciona; la que no ha sido dada a conocer en el curso de una audiencia criminal, civil o administrativa, o de una sesión legislativa; o, en último lugar, aquella que no se encuentra contenida en reporte, investigación o auditoría de público conocimiento.

De igual forma, esta regulación introdujo la denominada «*Eddie Murphy's rule*» que prohíbe el uso de información privilegiada proveniente de una fuente gubernamental.

³⁰⁴ El *Insider Trading Sanctions Act* de 1984 ya había extendido su campo de acción a los *derivative securities*.

Esta regla fue inspirada por la película – *Trading Places* – en la cual los protagonistas interceptaron información confidencial del Departamento de Agricultura, en concreto, un informe sobre los pronósticos meteorológicos relacionados con las cosechas de naranjas, para realizar – antes de que el reporte fuera dado a conocer – ventas en corto y *corners* sobre esta franja del mercado de futuros. A través de esta regla se prohíbe el robo, la transformación y la apropiación de esta información confidencial para utilizarla en operaciones de *insider trading*.

En fin, ambas normativas, el *Securities Act* y el *Exchange Act*, estuvieron acompañadas de otras tantas dignas de mención como el *Public Utilities Holding Company Act* de 1935 (revocado), el *Trust Indenture Act* de 1939, el *Investment Company Act* de 1940 y el *Investment Advisors Act* de 1940³⁰⁵ que fueron el paquete normativo³⁰⁶ ideado para afrontar los efectos de la Gran Depresión y brindar protección a los inversionistas, restableciendo su confianza en el sistema capitalista, en un tiempo en el que, ciertamente, la industria estaba urgida de financiación y la confianza en el mercado de valores era exigua.

Aunque estas leyes han sido enmendadas y han aparecido muchas otras para evitar promover la negociación de valores a través de mercados no organizados a los que inicialmente la *Securities and Exchange Commission* no podría llegar,³⁰⁷ o cubrir ciertas temáticas que no fueron desarrolladas adecuadamente o ni siquiera tratadas por los textos originales, es innegable que se ha trasladado gran parte del peso regulatorio de los mercados de valores a los tribunales (construcción de conceptos, elaboración de criterios para aplicar una determinada norma o regla administrativa, *implied private rights of action*³⁰⁸) y, muy especialmente, a la SEC.

Lo antes enunciado cobra gran relevancia ante una realidad incontestable: algunas cuestiones no resultan fáciles de concertar en sede legislativa si, por una parte, coexisten distintos niveles de regulación, tanto federal como estatal, el primero sin muchos deseos de excederse y, el último, a la defensiva, temeroso de perder su autonomía,³⁰⁹ y cuando, por la

³⁰⁵ Vid. RATNER, D. (1988), pp. 10-13.

³⁰⁶ Seguidas más tarde por el *Securities Investor Protection Act* de 1970 – SIPA – (la Ley creó el *Securities Investor Protection Corporation* – SIPC – para asegurar los depósitos o fondos de los clientes entregados a los *brokers*); el *Insider Trading Sanctions Act* de 1984; el *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* de 1988 y el *Public Company Accounting Reform and Corporate Responsibility Act* de 2002 (*Sarbanes-Oxley Act*).

³⁰⁷ Esto, porque por motivos de eficiencia, en este caso, económica, las compañías e inversores persiguen menores costes de transacción, es decir, menores requisitos o exigencias para la distribución y negociación de instrumentos financieros; y, en consecuencia, al menos, teóricamente, optarían por mercados menos exigentes como los no organizados.

³⁰⁸ Cuando un tribunal determina que una ley o estatuto que crea derechos permite, a su vez, que las partes los hagan valer judicialmente, existe una acción judicial implícita aunque no se haya previsto un recurso o remedio legal específico, es decir, no obstante que ese estatuto ni otra regulación haya atribuido expresamente a los afectados una acción para reclamar esos derechos, pueden hacerlo. «The doctrine is based upon the belief that the courts have a duty to construe statutes in order to avoid frustration of intended legislative goals⁵⁰ and upon the recognition that practical limitations exist upon Congress' ability to legislate for every contingency⁵¹.» Vid. TILDEN, J. C. (1979), p. 436. Consultar también a: BOR, A. (1978), p. 1514; y OLSON, R. (1975-1976), pp. 199-208.

³⁰⁹ Puede encontrarse un ejemplo de los conflictos que pueden surgir entre la regulación federal y la estatal en los casos de *Blue Sky Laws* cuando éstas últimas son "*merit regulations*". «Merit regulation gives a state, through its blue-sky

otra, la materia a regular desborda la actividad legislativa debido a su naturaleza compleja y cambiante.

2.5. El papel de la SEC y de los jueces en la regulación del abuso de mercado.

Es conveniente detenerse ahora, antes de finalizar este capítulo, en ciertos puntos que atañen a la facultad reglamentaria de la SEC en el ámbito del *insider trading*, no porque se vaya a emprender un esfuerzo de desarrollo a profundidad sobre ello, intento que rebasaría los objetivos de esta sección, sino porque la *Rule 10b.5-1*, la *Rule 10b.5-2*³¹⁰ y la *Regulation of Fair Disclosure* (en adelante, *Regulation FD*) merecen, tan siquiera, una explicación; más aún si se repara que, por ejemplo, la ley no determina qué debe entenderse por *insider trading* y, por ello, este cometido ha sido trasladado a las cortes y a la SEC.

A pesar de la resistencia de muchos inversores institucionales de gran volumen, la *Regulation FD* exigió a los emisores o «*publicly traded companies*» (compañías autorizadas para ofrecer en venta sus valores al público) dar a conocer – al mismo tiempo – la información relevante sobre sus valores a todos los inversores y no sólo a un grupo selecto de ellos.³¹¹

Este grupo selecto se refiere a profesionales del mercado de valores (como los *broker-dealers*, los asesores de inversión, las compañías de inversión, entre otros) o tenedores de los valores del emisor de quienes resulta previsible y razonable esperar que, una vez conozcan la información confidencial, la utilicen para negociar antes de que se haga pública.

Lo precedente porque se había observado que este grupo selecto, valiéndose de esa información y antes de hacerse pública, efectuaba operaciones sobre los valores afectados (o aconsejaba a otros en sus inversiones) para asegurarse ganancias o evitar pérdidas, por supuesto, a expensas de la falta de conocimiento de la generalidad de inversores que, al no

commissioner, the authority to prevent an issuer from selling its securities in that state when the offering or the issuer's capital structure is substantively unfair or presents excessive risk to the investor.» Vid. KARMEL, R. S. (1987), p. 105.

³¹⁰ Análisis más detallados sobre la *Rule 10b.5-1* y la *Rule 10b.5-2* pueden encontrarse en: BEXLEY, T. J. (2009-2010), pp. 195-215; PARK, J. J. (2010), pp. 345-409; HILL, E. (2009-2010), pp. 2659-2700; y, SILVERMAN, M. (2010-2011), pp. 1787-1826.

³¹¹ «The regulation provides that when an issuer, or person acting on its behalf, discloses material nonpublic information to certain enumerated persons (in general, securities market professionals and holders of the issuer's securities who may well trade on the basis of the information), it must make public disclosure of that information. The timing of the required public disclosure depends on whether the selective disclosure was intentional or non-intentional; for an intentional selective disclosure, the issuer must make public disclosure simultaneously; for a non-intentional disclosure, the issuer must make public disclosure promptly. Under the regulation, the required public disclosure may be made by filing or furnishing a Form 8-K, or by another method or combination of methods that is reasonably designed to effect broad, non-exclusionary distribution of the information to the public... As a whole, the regulation requires that when an issuer makes an intentional disclosure of material nonpublic information to a person covered by the regulation, it must do so in a manner that provides general public disclosure, rather than through a selective disclosure. For a selective disclosure that is non-intentional, the issuer must publicly disclose the information promptly after it knows (or is reckless in not knowing) that the information selectively disclosed was both material and nonpublic.» Vid. Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading adoptada por la Securities and Exchange Commission, del 15 de agosto de 2000.

disponer de esa información en oportunidad, no podían reaccionar en igualdad de condiciones cuando la información se hacía pública y era absorbida por el mercado en sus exactas dimensiones.³¹²

La *Regulation FD* también modificó las reglas (*rules*) 10b.5-1³¹³ y 10b.5-2 que, aun cuando son *general antifraud provisions*, han sido aplicadas a los casos de *insider trading*. La idea subyacente a todas estas regulaciones es la necesidad o conveniencia de que el mercado de valores promueva el *full disclosure*, esto es, la posibilidad de los mercados de operar con toda la información accesible y que los precios reflejen esa información.

No obstante la afirmación anterior sobre el fundamento común que puede percibirse hoy en estas reglas, no hay que olvidar que antes, al configurarlas, se dio prioridad al aspecto fiduciario, es decir, a la búsqueda de deberes o relaciones de este tipo, con el fin de atribuir responsabilidades bajo ciertas condiciones que se fueron flexibilizando con el tiempo, tomando en cuenta, por ejemplo, a destinatarios no tradicionales de esos deberes.

De ahí que, por una parte, en *Speed v. Transamerica Corp.* (99 F.Supp. 808, 1951), se determinara que los accionistas mayoritarios tenían un deber fiduciario en relación con los minoritarios³¹⁴, por virtud del cual debían negociar con la minoría sin tomar ventaja de la información confidencial que estuviera en su poder.

Dada su amplitud, la regla 10b-5 fue utilizada por parte de los accionistas minoritarios como un remedio legal para reclamar a los mayoritarios por las maniobras u operaciones enderezadas a privarlos de sus derechos o a procurar su salida de la compañía (*squeeze-out*).³¹⁵

Desafortunadamente, en muchas ocasiones, los socios que tienen el control accionarial de la compañía llegan no sólo a negociar valiéndose de información privilegiada,

³¹² No quedarán cobijados por esta regla aquellas personas que tienen un deber de confianza o confidencialidad con el emisor, por ejemplo, los abogados, los bancos de inversión, los contadores y quienes expresamente se comprometan a mantener la información en secreto, pues, a estos se les aplicará la teoría de los "*temporary insider*" – que atenderá a sus concretos deberes de confidencialidad – o la teoría de la apropiación indebida. También se excluyen a las agencias de calificación que, al igual que los medios de comunicación, tienen como misión hacer pública los datos de los que disponen. Vid. KARSCH, M. (1984), p. 289. También es pertinente consultar el asunto *SEC v. Lund*.

³¹³ «Rule 10b-5 was adopted- in haste by the Commission when, in 1943, it was faced with the case of a corporate president buying his company's shares while simultaneously and falsely telling his company's shareholders that earnings would be poor. The Commission based rule 10b-5 upon the theory that such buying of stock while issuing false statements concerning the value of the stock not only violated basic common law notions of fiduciary duties of officers, but also violated strictures against misrepresentation, i.e., fraud.» Vid. BRODSKY, D. M. (1984), p. 923.

³¹⁴ Vid. BUDZEN, D. M. / FRANKOWSKA, A. M. (1994), p. 98.

³¹⁵ «The term "squeeze-out" means the elimination of one or more shareholders of a business by those who control it, through the use of their powers of control, inside information, or other technique, without fair value being paid in return. 3 Of course, a minority shareholder need not be deprived of his shares to be treated unfairly by his fellow shareholders or by the directors and officers whom they control. He can be oppressed by action of the majority which reduces his claim on the corporation's assets or deprives him of the return on his investment to which he is entitled.» Vid. HODGE O'NEAL, F. / JANKE R. R. (1975), p. 327. En este texto el autor explica con claridad las distintas técnicas utilizadas por la mayoría para privar de sus derechos a la minoría a través de actuaciones que pueden ser perfectamente comprendidas por la regla 10b-5.

sino también a manipular el precio de las acciones en el mercado para comprar a la baja los valores que están en poder de los socios minoritarios (*Cochran v. Channing Corporation*, 211 F.Supp. 239, 1962).

Y, por la otra, en *Cady Roberts & Co.* (40 S.E.C. 907, 1961), se consideró que existía un deber fiduciario a cargo de aquel a quien se le confía el manejo de los activos financieros de una compañía (*corporate fiduciary*) respecto, no sólo de la compañía en sí misma, sino también de sus propios accionistas.

Esta última decisión abrió las puertas al seguimiento del *insider trading* en los mercados de valores, exigiendo – en principio – dos elementos: 1) la existencia de una relación por la cual se accede directa o indirectamente a cierta información a efectos del desarrollo de una tarea corporativa y no de beneficio personal, y 2) la situación ostensible de injusticia que resulta cuando una parte se aprovecha de esa información para negociar con otros, a sabiendas de que éstos no disponen de ella.

Las reglas mencionadas³¹⁶ (10b.5-1 y 10b.5-2) fueron adoptadas con anterioridad por la SEC para esclarecer y homogenizar criterios judiciales en relación con ciertas cuestiones que habían despertado controversia en el tratamiento jurídico del *insider trading*.

A través de la primera, tal como se concibe actualmente, se sanciona a quien negocie con apoyo en información material o relevante – que no ha sido divulgada –, siendo consciente de que está negociando, valiéndose de este tipo de información. Así pues, se descarta su buena fe, es más, es el conocimiento de esa información el factor clave o desencadenante de las transacciones y, por ende, lo que se reprocha es la consciencia de estar negociando con este tipo de información y no su mero uso o posesión.³¹⁷

A través de la *Regulation FD* la SEC aportó una guía para calificar un hecho o dato como información material. Al respecto estableció que un evento es material cuando existe una alta probabilidad de ser considerado sustancialmente significativo por parte de un inversor razonable a la hora de tomar sus decisiones de inversión. Por lo tanto, dicha información repercute o tiene la potencialidad de influir de manera concluyente en su

³¹⁶ Las acciones civiles que surgen de estas reglas son *implied judicial actions*. Vid. GUIN, D. J. / DONALDSON, D. R. (1990), pp. 541-585. «The private cause of action for misrepresentation under Rule 10b-5(b) tracks the common law tort of deceit and misrepresentation, also known as fraud.⁸⁰ In order to recover, a plaintiff must show: (1) a material misrepresentation, (2) scienter, (3) a connection with the purchase or sale of a security, (4) reliance, (5) economic loss, and (6) loss causation.» Vid. SILVERMAN, M. (2010-2011), p. 1796. «Furthermore, in a criminal case, there would be no need to prove the victim's reliance, economic loss, or the loss causation.» Vid. HUNG, L. (2010), p. 11.

³¹⁷ «In the *Investors Management Co.* proceeding against the sellers tipped by Merrill Lynch, the Commission rejected the argument that Merrill Lynch and, derivatively, the tipped sellers, had no duty to disclose.⁴² The duty to disclose information arose,' according to the majority of the Commission, when three elements were present: (1) the information acquired is material and nonpublic; (2) the tippee knows that it is nonpublic and was acquired improperly; and (3) 'the information [was] -a factor' in his decision' to effect the transaction.⁴³» Vid. BRODSKY, D. M. (1984), p. 927.

decisión, pues, probablemente, si la hubiera conocido oportunamente o tal como debía haberlo hecho, no hubiera actuado como lo hizo inicialmente.³¹⁸

Al lado de esta definición, la SEC agregó una lista abierta de eventos que podrían ser tenidos como información relevante o material, advirtiendo que – en todo caso – debía realizarse una investigación particular.³¹⁹

Entre los elementos calificados como información material se encuentran los siguientes: 1) ganancias y pérdidas; 2) fusiones, adquisiciones, OPAS, *joint ventures*, transformaciones, etc. 2) cambios en los activos; 3) nuevos productos, desarrollos, innovaciones o descubrimientos; 4) cambios en los contratos o en la relación con los clientes, proveedores o auditores; 5) alteraciones en el control de la compañía o en su manejo administrativo; 6) resultados de un informe de auditoría; 7) sucesos relacionados con los valores como su fraccionamiento, planes de recompra, modificaciones de los derechos de sus tenedores; y, por último, 8) quiebras o liquidaciones.

Mediante la segunda se hizo frente al *outsider trading*,³²⁰ aclarando – respecto de algunos sujetos – cómo debe aplicarse la teoría de la apropiación indebida (*misappropriation theory*³²¹).

De esta suerte, la *Rule 10b.5-2* (del año 2000) impuso a quien reciba información relevante y confidencial (de una compañía o del mercado) – dentro de ciertas condiciones y sin tener una relación de negocios con el emisor, por ejemplo, una relación de familia³²² – deberes de lealtad, confianza o confidencialidad por virtud de los cuales debía abstenerse de negociar con esa información o no divulgarla.

Según la regla, estos deberes existen en los siguientes eventos: Primero, cuando alguien accede o se compromete a mantener en secreto la información que se caracteriza por ser relevante y no disponible al público; segundo, cuando entre la fuente de la información (que da a conocerla) y el destinatario existe una historia, patrón de conducta o prácticas

³¹⁸ La SEC también expresó que una información es confidencial o reservada cuando no ha sido divulgada de tal forma que pueda estar disponible para la generalidad de los inversores.

³¹⁹ «The information and events on this list still require determinations as to their materiality (although some determinations will be reached more easily than others). For example, some new products or contracts may clearly be material to an issuer; yet that does not mean that all product developments or contracts will be material.» Vid. Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading adoptada por la Securities and Exchange Commission, del 15 de agosto de 2000.

³²⁰ HAZEN menciona algunos casos en los que se ha debatido el tema del *outsider trading*, por ejemplo, *United States v. Willis*, *SEC v. Tarkenton*, *SEC v. Cuban*, *United States v. McDermott*, *United States v. Carpenter*, entre otros. Vid. HAZEN, T. L. (2010), p. 885 yss.

³²¹ Vid. BEXLEY, T. J. (2009-2010), pp. 195-215.

³²² «For example, in *United States v. Willis*,⁴² the district court refused to dismiss the indictment of a psychiatrist who traded on inside information obtained from a patient.⁴³ The court found that the relationship between a treating psychiatrist and his patient is an inherently fiduciary relationship.⁴⁴ Similarly, in *United States v. Reed*,⁴⁵ the district court refused to dismiss the indictment of the son of an insider who obtained inside information from his father and proceeded to trade on this inside information.⁴⁶ The court found that a fiduciary relationship existed where the defendant's father expected the issues discussed between the father and son to remain confidential.⁴⁷» Vid. MCCULLOUGH, T. C. (1998), p. 317.

consistentes en compartir confidencias, y este último sabe – o razonablemente debería saber – que la fuente espera confidencialidad.

Por último, cuando el destinatario recibe u obtiene la información de su esposo, hermano, padres o hijos, salvo que pruebe que no posee ningún deber de lealtad o confidencialidad respecto de la información.

Al efecto, el destinatario deberá establecer que no sabía o no podía saber, de forma razonable, que la fuente esperaba que la información siguiera siendo confidencial conforme a la historia, patrón de conducta o prácticas existentes entre las partes al compartir esta clase de información, manteniéndola en secreto; o porque tampoco existe ningún acuerdo o entendimiento por el cual se deba salvaguardar la confidencialidad.³²³

Así las cosas, esta regla es una guía para identificar aquellas situaciones en las cuales puede hablarse de un deber de confidencialidad o similar (inclusive hay expectativa de que se guarde confidencialidad), pero no es exhaustiva, solamente depura tres circunstancias en las cuales resulta aplicable porque denotan la presencia de ese deber y, por ende, operan casi como presunciones³²⁴ a las que se aplica la teoría de la apropiación indebida.

2.5.1. La teoría de la apropiación indebida y su importancia para la regulación del *insider trading*.

Esta teoría surgió, esencialmente, de la opinión expresada, en disenso con sus colegas, por parte del presidente del tribunal en el caso *Chiarella v. United States* (445 U.S. 222, 1980).³²⁵

Contrario a la mayoría, el juez *Warren Burger* alegó que sí existía un deber u obligación especial entre *Vicent Chiarella* – empleado de una imprenta a la que una firma de inversión contrató – y la sociedad objetivo de una OPA, pues aquel actuó con base en información a la que solamente pudo acceder por su relación con una compañía contratada por esta última, obteniendo una ventaja informativa de la que no debía aprovecharse.

Con esta teoría se buscaba crear un vínculo o relación entre *Chiarella* y la compañía de la cual obtuvo información, toda vez que existía un deber con quien lo contrató,

³²³ Vid. Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading adoptada por la Securities and Exchange Commission, del 15 de agosto de 2000.

³²⁴ Admite prueba en contrario en el caso de los familiares.

³²⁵ «Chiarella was employed by a financial printer engaged in printing tender offer documents for certain companies planning takeover bids. Although the acquiring and target companies' names were omitted from the documents until the final printing, Chiarella deduced the identities of the target companies, purchased shares of the targets anticipating that the share prices would rise once the offer was announced, and sold the shares at a profit after the announcement [40]. His actions did not constitute a violation of rule IOB-5 because the requisite duty had not arisen.» Vid. KARSCH, M. (1984), p. 288.

consistente en no utilizar la información confidencial que inevitablemente tenía que estar a su alcance para cumplir con su labor en la imprenta. A la postre, en la decisión final, se desechó este punto de vista, aseverando que en aquellos eventos donde no existía relación de confianza ni confidencialidad entre las partes, no surgía un deber de divulgar o abstenerse de negociar.³²⁶

Se deduce, entonces, que en *Chiarella* se optó por la postura tradicional del *insider trading* (*disclose or abstain from trading rule*). Este fallo, en conjunción con *Dirks v. Sec* (463 U.S. 646, 1983),³²⁷ que incorporó el análisis de la situación del «*tippee*», se propone castigar a quien realice transacciones con información relevante y confidencial relativa a una compañía en dos situaciones, por una parte, cuando se es un *tipper* y, de la otra, cuando se es un *tippee*.³²⁸

En el primer evento, quien negocia actúa como un *insider* temporal o permanente de la compañía cuyas acciones vende o compra y posee un deber fiduciario respecto de la misma. Y, en el segundo, quien negocia es quien recibe dicha información de parte de un *insider* y participa en la negociación con base en esa información, sabiendo o debiendo conocer que el *insider* ha quebrantado su deber fiduciario al divulgar la información (por el contrario, la SEC afirmaba que «a *tippee* stands in the shoes of the tipper, inheriting the tipper's fiduciary duty»³²⁹,³³⁰).

En el fondo, al *tippee* no se le reprocha el que haya recibido información confidencial, de hecho se le increpa por haberse aprovechado de esa información, cuando fue puesta a su alcance indebidamente.

Aunque en algunas decisiones posteriores sobre *insider trading* se siguió insistiendo en la aproximación clásica, en otras, en cambio, se empezó a configurar la teoría de la

³²⁶ Vid. BRODSKY, D. M. (1984), p. 931 y ss; y BAINBRIDGE, S. (1985), p. 476.

³²⁷ Vid. TRIPP, M. A. (1985), pp. 535-557; HAZEN, T. L. (1992), p. 234; y, HELLER, H. (1982), pp. 517-558. (En este último artículo, al evaluar las ventajas económicas del *insider trading*, se afirma que la actuación de *Dirks* ayudó a que el mercado fuera más eficiente porque puso de manifiesto que era posible que existiera un fraude al interior de una compañía. Aunque también se podría pensar que en *Dirks*, al no hacer verdaderamente pública esa información, pues sólo fue contada a unos pocos, sólo se intentaba evitar pérdidas a un grupo reducido, pero no que el mercado supiera lo que estaba pasando realmente).

³²⁸ «The *Dirks* decision is the first in which the Court has ruled that a motive of personal gain is necessary to invoke liability under section 10(b) of the 1934 Securities and Exchange Act and rule 10b-5 promulgated thereafter.7The improper purpose requirement, however, is not the only novel concept articulated in the *Dirks* opinion.8 In a footnote destined to have significant impact on later actions,9 the majority opinion stated: "Under certain circumstances, such as when corporate information is revealed legitimately to an underwriter, accountant, lawyer, or consultant, working for the corporation, these outsiders may become a fiduciary of the shareholders."11 This dictum from *Dirks* has been used in another case to change the status of a trader from an outsider to a "temporary insider".» Vid. TRIPP, M. A. (1985), pp. 535-536. Este autor realiza un análisis detallado de la evolución del deber fiduciario a través de casos judiciales, exaltando cómo se ha expandido a situaciones que, tradicionalmente, no contemplaba.

³²⁹ Vid. BUDZEN, D. M. / FRANKOWSKA, A. M. (1994), p. 108.

³³⁰ Vid. BRIGGS, B. D. (1998-1999), p. 467.

apropiación indebida. Esta última tiene dos vertientes: la teoría del fraude al inversor³³¹ y la teoría del fraude a la fuente de la información. Ambas fueron introducidas a través del caso *Chiarella*, la primera fue creada por el juez *Burger*³³² en su disenso y, la segunda, por el juez *Stevens* en su opinión conforme a la mayoría.

Como puede intuirse la primera es el fruto de una interpretación muy amplia de la sección 10b y de la regla 10b-5 de la SEC porque su propósito era responsabilizar por *insider trading* a todo aquel que se apropie de información confidencial, empleando cualquier tipo de estrategia engañosa, e independientemente de un deber fiduciario.

En contraste, la segunda versión es más restringida y, a la postre, fue la elegida por la Corte Suprema en el caso *United States v. O'Hagan* (92 F.3d 612, 1996)³³³ donde explícitamente se acogió la teoría de la apropiación indebida, estableciendo vínculos equivalentes a relaciones o deberes fiduciarios para generar la obligación de no negociar.

Esto significa que, sin abandonar la concepción clásica,³³⁴ pues se siguió exigiendo un deber fiduciario, la Corte utilizó un argumento legal para flexibilizar las reglas tradicionales existentes y abarcar otras infracciones que, no ajustándose rigurosamente a aquellas, era necesario sancionar.³³⁵

Dicho sea de paso, uno de los puntos que pueden ser más problemáticos es que ese afán por crear deberes fiduciarios o relaciones semejantes se concrete en la extensión indefinida y generosa a todo aquel que entre en contacto con la información confidencial, pues con el tiempo esta información puede estar al alcance de cualquiera, hasta por casualidad, por un rumor o, inclusive, por error (*SEC. v. Switzer*, 590 F.Supp. 756, 1984).

³³¹ «...silence is generally permitted during business transactions unless the parties have a fiduciary relationship,84 Chief Justice Burger argued that liability should attach when a person obtains an informational advantage "not by superior experience, foresight, or industry, but by some unlawful means."85 Building on this principle, he advocated holding all persons to the same standard as insiders, requiring any person who misappropriated material nonpublic information to disclose or abstain from trading on it altogether.86...He posited that when Chiarella bought securities in the open market, he violated a duty of silence owed to his employers and its customers, the source of material nonpublic information.88» Vid. ODIAN, E. A. (2011), pp. 1324-1325

³³² «Chief Justice Burger contended that the way in which the inside trader acquires the nonpublic information on which he trades could itself be a material circumstance that must be disclosed to the market before trading. 65 Accordingly, he argued, "a person who has misappropriated nonpublic information has an absolute duty [to the persons with whom he trades] to disclose that information or to refrain from trading." 66 The majority did not address the merits of this theory, instead rejecting it solely on the ground that such a theory had not been presented to the jury and therefore could not sustain a criminal conviction.67» Vid. BAINBRIDGE, S. M. (2010-2011), p. 291.

³³³ Un socio de una firma legal se percató de que uno de los clientes de su compañía estaba planeando una OPA sobre *Pillsbury Company* y, por ello, tan pronto como pudo, procedió a comprar acciones y *call options* sobre las acciones de esta última, beneficiándose del aumento del precio de los valores cuando la información se hizo pública. Vid. SULLIVAN, T. (1997), pp. 200-201

³³⁴ *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* fue una decisión importante en la evolución del tratamiento judicial del *insider trading*, en tanto exigió la concurrencia de ciertos elementos para aplicar la teoría clásica y: «The court held that any person who traded on inside information would be liable under Section 10(b) and Rule 10b-5, whether he accessed that information directly or indirectly, so long as he knew that the information was not available to those with whom he traded.54 The court then provided four elements a party must prove to establish liability under the statute: (i) a fraud or omission (ii) of material fact (iii) made in connection with the purchase or sale of securities (iv) with scienter55 or intent to deceive by way of omission.» Vid. ODIAN, E. A. (2011), p. 1321.

³³⁵ «Pieced together, then, the ensuing *O'Hagan* definition of misappropriation involves (1) deception; (2) through nondisclosure; (3) to the source of the acquired nonpublic information. ». Vid. LOBB, J. (1999), p. 1864.

Por supuesto, habría que analizar cada evento, pero algunas cosas en la vida se vuelven casi impracticables puesto que pueden ser realidades o verdades a revelar muy costosas en tiempo, dinero y esfuerzo; o, simplemente, ir tras su esclarecimiento y sanción puede convertirse en una protección legal excesiva e ineficiente.

La decisión *O'Hagan*³³⁶ fue precedida, entre otras, por *Chestman* (947 F.2d 551, 1991)³³⁷ que pese a no proceder de la Corte Suprema sino de un tribunal de rango inferior, dio un tratamiento más detallado a la teoría de la apropiación indebida frente a la actuación de un corredor de bolsa que, valiéndose de información confidencial sobre una oferta de adquisición con prima, obtuvo grandes beneficios cuando la operación fue develada al público.

La decisión *Chestman*³³⁸ es muy importante porque sentó algunos criterios para caracterizar un deber fiduciario o una relación similar de confianza y confidencialidad, así: 1. Un deber de este tipo no puede imponerse unilateralmente cuando simplemente se confía información confidencial a otra persona; y, 2. Se necesita dependencia entre las partes, es decir, una situación donde una controle o domine de facto a la otra, en la que exista superioridad, subordinación.

La SEC agregó que ese deber fiduciario o similar se verificaba también cuando alguien se compromete o accede a mantener una información en secreto. Pero, según los criterios expuestos en *Chestman*,³³⁹ un acuerdo de confidencialidad no basta para generar una relación de superioridad y dominio.

³³⁶ Más información sobre esta decisión en: QUINN, R. W. (2003), pp. 865-898; y, MCCULLOUGH, T. C. (1998), pp. 311-336.

³³⁷ Los apartes 76 y siguientes de este fallo judicial se refieren concretamente al deber fiduciario y a relaciones similares. El párrafo 87 señala que: «A fiduciary relationship involves discretionary authority and dependency: One person depends on another—the fiduciary—to serve his interests. In relying on a fiduciary to act for his benefit, the beneficiary of the relation may entrust the fiduciary with custody over property of one sort or another. Because the fiduciary obtains access to this property to serve the ends of the fiduciary relationship, he becomes duty-bound not to appropriate the property for his own use. What has been said of an agent's duty of confidentiality applies with equal force to other fiduciary relations: "an agent is subject to a duty to the principal not to use or to communicate information confidentially given him by the principal or acquired by him during the course of or on account of his agency." Restatement (Second) of Agency § 395 (1958). These characteristics represent the measure of the paradigmatic fiduciary relationship. A similar relationship of trust and confidence consequently must share these qualities.»

³³⁸ «Se producen así curiosas paradojas. El broker que negocia sobre la base de una información proporcionada por su cliente no viola la Rule 10b-5, porque no existe un deber de confidencialidad en la relación que media entre cliente y broker... En cambio, el psiquiatra que negocia con base en información que ha obtenido de su paciente, sí que viola el deber de confidencialidad, impuesto por su juramento hipocrático...» Vid. HERNÁNDEZ SAÍNZ, E. (2007), p. 120.

³³⁹ HEYDE aporta un punto de vista interesante, criticando la sujeción exclusiva y ciega de los tribunales a los criterios de *Chestman*, pues, en su entender, es perentorio realizar un análisis profundo e independiente de los hechos de cada caso. «The rigid stance regarding characteristics of a fiduciary relationship was somewhat weakened when *Chestman* reconciled its opinion 204 with *United States v. Reed*. 205 Although the *Reeds'* relationship (father and son) did not have the requisite dependence and influence, the court in *Chestman* focused on "the fact that the *Reeds*, 'customarily reposed information in each other,' " and found "that repeated disclosure of business secrets ... may substitute for a finding of dependence and influence." 206 This view of the *Chestman* court undermines its own requirement that a "similar relationship" must bear the essential characteristics of a fiduciary duty. 207 Furthermore the court conceded that courts have never strictly limited fiduciary duty or confidential relationships. 208 This inconsistency is extremely troubling. It is difficult to follow the authority of a court that strictly adheres to a specific view and then suddenly departs from that view.» Vid. HEYDE, N. (2004), p. 677.

Siguiendo este razonamiento, y en contraposición a la SEC, la Corte Suprema insistió en que para crear una relación fiduciaria – que luego derive en responsabilidad por *insider trading* – no es suficiente un acuerdo expreso de confidencialidad que obligue a no divulgar (su infracción puede sancionarse según las reglas de contratación generales),³⁴⁰ pues, se requiere de un acuerdo explícito de no negociar apoyándose en información confidencial.³⁴¹

De esta guisa, la Corte agregó otras pautas respecto de este acuerdo explícito, a saber: 1. Una relación desigual de conocimiento y experticia entre las partes; 2. La necesidad y no sólo la voluntad de compartir información confidencial; y, 3. El deber legal de prestar asistencia o asesoría competente.³⁴²

En fin, no basta estar en posesión de información confidencial (*parity of information approach*³⁴³) se requiere infringir un deber fiduciario o equivalente, por virtud del cual quien se apropió de dicha información queda obligado a no utilizarla, vale decir, abstenerse de negociar.

Siguiendo a *Chestman*,³⁴⁴ en *Us. v. Libera* (989 F.2d 596, 1993) se determinó que en materia criminal para establecer si una conducta era abuso o no de información privilegiada, además de exigir la infracción por parte del «tipper» de un deber respecto del propietario de la información confidencial y el conocimiento del «tippee» de la infracción de ese deber; se requiere el conocimiento del primero de estar incumpliendo con ese deber y esto es suficiente para esperar o prever que esa infracción conllevará un mal uso o abuso de la información, pues, se presume que existe un interés significativo en la información y en su reserva.

Adicionalmente, conforme a *O'Hagan*, existe la posibilidad de aprovecharse de esa ventaja informacional – salvo que la ley lo prohíba, como en el caso de las OPAs – si se

³⁴⁰ «Today, fact patterns exist involving the use of deception as a pretext for transfers of inside information that do not involve a fiduciary relationship. For example, in *United States v. Cherif*,¹¹⁰ the defendant, a former bank employee, convinced his girlfriend, a current employee at the bank, to create a fictitious memo allowing the defendant access to the bank's specialized finance department. Through his ability to access the specialized finance department, the defendant was able to gain confidential information regarding client companies' future business strategy, management structure, and financial performance.¹¹¹ The deceptive pretext used in this case arose not from the breach of a fiduciary duty, but rather from the perpetration of an outright fraud on the possessor of the information (i.e., the bank). Thus, there are instances in which the fiduciary duty element is outstripped as a sanctional tool by the sophistication of those employing deceptive pretexts.» Vid. MCCULLOUGH, T. C. (1998), p. 327.

³⁴¹ En el asunto *SEC v. Cuban*, la Corte dijo que no era suficiente el hecho de que hubiera un acuerdo de confidencialidad para aplicar la regla 10b-5 (*duty to disclose or abstain from trading*).

³⁴² Vid. BEXLEY, T. J. (2009-2010), p. 207; y QUINN, R. W. (2003), p. 886.

³⁴³ Se prohíbe el *insider trading* sin reparar en cómo fue obtenida la información confidencial

³⁴⁴ «There, the Second Circuit, en banc, ruled that Chestman avoided liability under Section 10(b) because his tipper did not breach a fiduciary duty by communicating material nonpublic information concerning a forthcoming tender offer. 68 Nonetheless, Chestman's criminal conviction that he violated Rule 14e-3 was affirmed because he knowingly traded while having material inside information regarding a tender offer that derived, directly or indirectly, from the bidder or target corporation.⁶⁹ Hence, although Chestman (like Switzer) escaped Section 10(b) liability because the subject tipper did not unlawfully tip,⁷⁰ Chestman (unlike Switzer) was found liable under Rule 14e-3 because, unfortunately for Chestman, the "deal" was structured as a tender offer rather than another viable acquisition alternative, such as a merger, exchange of shares, or sale of assets.⁷¹ Such disparate treatment cannot be reconciled with investor protection, market integrity, or fundamental concepts of fair treatment among similarly-situated market participants.⁷²» Vid. STEINBERG, M. I. (2003), p. 160.

revela la intención de negociar con apoyo en información confidencial a todos aquellos con quienes se tiene el deber u obligación fiduciaria, de lealtad o confidencialidad.³⁴⁵

Al margen de lo anterior, el caso *O'Hagan* es también relevante en cuanto indica que la SEC no ha excedido su poder reglamentario al articular la regla 14e-3³⁴⁶ que proscribe el *insider trading* en el ámbito de las ofertas públicas de adquisición de acciones pendientes.³⁴⁷

La Corte Suprema reconoció que la SEC puede prohibir actos que desde la perspectiva del *Common Law* no son fraudulentos, siempre que dicha restricción esté razonablemente orientada a prevenir el fraude en el mercado de valores y procurar su transparencia e integridad.³⁴⁸ Esta valoración de la Corte ha sido fuertemente controvertida, reprochando a la SEC su afán por hacer caer supuestos dudosos bajo la órbita de la prohibición del *insider Trading*.

Se arguye que en el tema de la prohibición y sanción de conductas, más en el área criminal, debe existir claridad absoluta sobre hasta dónde una conducta es permitida y cuándo deja de serlo. Más aún, las decisiones judiciales deben sustentarse en los hechos, la ley y los precedentes, sin desviarse de este camino para buscar un determinado resultado que, aunque deseable, no es por sí mismo excusa para desechar garantías y principios legales fuertemente arraigados en el sistema jurídico anglosajón.

2.5.2. Algunas críticas a la teoría de la apropiación indebida consignada en *O'Hagan*.

Algunas de las censuras³⁴⁹ que se le hacen a la decisión *O'Hagan*, proceden básicamente del hecho de que la teoría de la apropiación indebida que desarrolla es mucho más limitada, recuérdese que – de todas maneras – alude a un deber fiduciario, similar o funcionalmente equivalente.

Entre esas críticas, sobresalen las siguientes: Primero, no haber puntualizado qué clase de relaciones son suficientes para generar un deber fiduciario o relación similar de confianza y confidencialidad, pues, hay supuestos más fáciles que otros (relaciones entre

³⁴⁵ Vid. BRIGGS, B. D. (1998-1999), p. 486.

³⁴⁶ Vid. HASKELL, L. B. (1998), p. 226. «Nótese que aunque no se exige en esta norma la ruptura de ninguna relación fiduciaria, su alcance es muy reducido, puesto que solo se prohíbe negociar con base en información privilegiada si la oferta ha comenzado ya o está a punto de comenzar. Sólo se persigue el uso de información relacionada con la oferta y solo está proscriba la negociación con valores de la sociedad objetivo pero no de la sociedad oferente. Por lo tanto la mayoría de los casos de abuso de información privilegiada permanecen sujetos a la Rule 10b-5.» Vid. HERNÁNDEZ SAÍNZ, E. (2007), p. 119.

³⁴⁷ Vid. Rule 14e-3. Transactions in securities on the basis of material, nonpublic information in the context of tender offers.

³⁴⁸ En la decisión *Chestman* también se insistió en que la SEC no se había excedido con la regla 14e-3. Pero, en *O'Hagan*, como se recordará, la Corte siguió llamando la atención acerca de la necesidad de que exista un incumplimiento de un deber fiduciario o relación similar en los supuestos de *insider trading*. Vid. BRIGGS, B. D. (1998-1999), p. 461 y p. 469.

³⁴⁹ Vid. QUINN, R. W. (2003), p. 878 yss.

profesionales-clientes/pacientes o empleadores-trabajadores)³⁵⁰, más aún, ciertas relaciones personales pueden ser de difícil encuadramiento.

De todos modos, hay que mencionar que la regla 10b.5-2 se encarga de despejar dudas sobre cierto tipo de relaciones familiares (esposos, padres, hijos y hermanos) y de otros supuestos, como la existencia de un acuerdo expreso de confidencialidad, o de conductas/prácticas previas entre las partes de las que se pueda inferir tal acuerdo (acuerdo tácito).

Empero, la práctica judicial ha cuestionado – como se ha advertido en apartados anteriores – la existencia de deberes fiduciarios o relaciones similares derivados de acuerdos de confidencialidad, argumentando que un acuerdo de este tipo solamente origina deberes contractuales (no fiduciarios según los criterios de *Chestman y O'Hagan*).³⁵¹

Consiguientemente, a efectos de aplicar la regla 10b-5, se precisaría – siguiendo algunas decisiones judiciales – de un pacto explícito de no negociar con base en la información confidencial, exigencia contraria a la finalidad, contexto y alcance de la regulación antifraude contenida en la sección 10b del *Exchange Act* y, particularmente, en la regla 10b.5-2 de la SEC que crea una presunción de deber fiduciario en estas circunstancias.³⁵² Además, no se entiende por qué no se colige de un acuerdo expreso de confidencialidad el compromiso legal de no negociar ya que este último es un efecto connatural de aquél, va implícito.³⁵³

Segundo, en algunos casos, incluidos aquellos donde es claro el deber fiduciario, no es posible apreciar que se revele información confidencial, esperando un beneficio o algo a

³⁵⁰ En *United States v. Kim* puede apreciarse la dificultad para establecer si en realidad existía un deber fiduciario, su extensión y a quienes implicaba. «The relationship between Mr. Kim and the CEO of Meridian was much more than mere friendship. They and the other members joined the 1917 Forum with the understanding that trust and confidence were essential, especially since business discussions were commonplace. When Mr. Kim used the confidential information for his own benefit, he did more than just break that trust, he broke the law.» Vid. HEYDE, N. (2004), p. 682. El autor es bastante crítico con la decisión de la Corte por razón de la cual niega la existencia de una relación fiduciaria no tradicional entre las partes.

³⁵¹ *SEC v. Cuban* se refiere a los acuerdos de confidencialidad, su incumplimiento y la posibilidad de aplicarles las normas del *insider trading*, aun cuando no exista deber fiduciario. Vid. BEXLEY, T. J. (2009-2010), p. 196 y ss.; y, APOLINSKY, J. B. (2011), pp. 493-539.

³⁵² APOLINSKY realiza un análisis de cómo, en ciertos casos judiciales, se llega a soluciones francamente injustas cuando el *insider trading* no es tratado como un *misfeasance* (ejecución activa de un acto ilegal, el *insider* es responsable por utilizar información ilegalmente), sino como un *non-feasance* (omisión o incumplimiento de algo, fraude por omisión de un deber). Vid. APOLINSKY, J. B. (2011), p. 495. En *United States v. Cassese* se niega la existencia de *insider trading*, argumentando que el supuesto infractor no había firmado el acuerdo de confidencialidad que había enviado una compañía a otra en el curso de una negociación para adquirirla, y que prohibía a los empleados de esta última negociar con dicha información.

³⁵³ «As noted above, it is clear that a nonuse agreement even without a traditional fiduciary duty can form the basis of Rule 10b-5 liability.162 The fiduciary nature of a relationship, and an agreement that expressly or impliedly requires nonuse of information, both support the misappropriation theory in precluding someone from trading while in possession of material nonpublic information.» Vid. HAZEN, T. L. (2010), p. 912.

cambio, sino por mera imprudencia. Por lo tanto, la teoría de la apropiación indebida sería improcedente.³⁵⁴

Esta crítica es acertada, aunque también hay que decir que las conductas imprudentes en el marco de relaciones fiduciarias pueden manejarse bajo la óptica de la violación de deberes frente a la fuente de la información. Además, de acuerdo con la SEC, tampoco es imprescindible una ganancia o beneficio a cambio de la información confidencial.

Tercero, *O'Hagan* no cubriría los supuestos en donde no hay engaño como los del *brazen fiduciary*, esto es, cuando un poseedor de información confidencial con un deber fiduciario o similar y, antes de realizar una transacción, revela a la fuente su intención de beneficiarse de dicha información, obteniendo o no su consentimiento.

En estas condiciones no habría lugar a una apropiación indebida, pero, al menos, si la fuente no está presta a consentir, subsistirían otros remedios o formas de persuadir a quien desea aprovecharse de la información confidencial, por ejemplo, mediante acciones legales para evitar el uso de la información (*injunctions*) o, inclusive, valiéndose del despido.

Cuarto, el asunto *O'Hagan* desconoce aquellos eventos donde no hay un deber fiduciario o relación similar, ni tampoco engaño, pero sí apropiación o robo de información confidencial. Esta afirmación es cierta, sin embargo, como en el caso anterior existen otros remedios legales comunes, principalmente de índole criminal.

El caso de los *hackers* es bastante problemático ya que, estrictamente hablando, no tienen un deber o relación fiduciaria, pero pueden cometer fraude, apropiándose de información confidencial mediante artimañas o estrategias engañosas a su alcance, en razón de su oficio, v. gr., trucos o trampas para obtener acceso a un servidor, y caer – de este modo – dentro de la regla general 10b-5.³⁵⁵ Esto fue muy discutido porque si no ha existido engaño, no puede acudir a la sección 10b, sino a otras normas que sancionen la apropiación de información confidencial.³⁵⁶

³⁵⁴ Vale la pena aclarar que esta teoría tampoco es aplicable a los casos de *overhearing*, en los que la información confidencial se escucha por casualidad.

³⁵⁵ «Consider the impact of Dorozhko in the following situations. A thief who misrepresents his identity so that he can obtain nonpublic information in order to trade securities on the basis of knowledge that is superior to that of other market participants violates Rule 10b-5. However, an ordinary thief is treated differently. Thus, for example, the thief who breaks and enters will not violate Rule 10b-5, but the thief who uses false identification to obtain entry and then trades on the information has violated the securities laws. This seems a bit anomalous since both thieves' conduct have the same deceptive impact on the securities markets, and Rule 10b-5(c) prohibits conduct that operates as a fraud or deceit.110 Unfortunately, this anomalous result is not uncommon to Rule 10b-5 and insider trading.» Vid. HAZEN, T. L. (2010), p. 902

³⁵⁶ «...the SEC argued that hackers gain access to nonpublic information stored on computer in two ways, both of which constitute affirmative misrepresentations.132 First, hackers may falsely identify themselves by masquerading as other authorized users.133 Second, a hacker might "exploit a weakness in an [electronic code] within a program" to grant him access to otherwise unavailable content.134 In the court's view, "misrepresenting one's identity in order to gain access to information that is otherwise off limits, and then stealing that information is plainly 'deceptive.'"135 For example, if a computer hacker accesses nonpublic information by using a password he is not authorized to use, he deceives the

Afortunadamente para la SEC, agencia que no desiste en su tarea de extender la prohibición del *insider trading* a aquellos casos en los que no hay, tan siquiera, un deber fiduciario; la Corte – a través del asunto SEC v. *Dorozhko* (Case 1:07-cv-09606-NRB, 2010)³⁵⁷ – consideró que los *hackers* podrían ser responsables por *insider trading*.

Lo destacable de esta decisión es que se creó una distinción entre el fraude por no divulgar, en el cual se requiere la violación de un deber fiduciario, y el fraude por una acción de tergiversación o falseamiento positivo/activo (*misrepresentation action*³⁵⁸), propia del *Common Law*, donde no se requiere la violación de un deber de tal magnitud.

Sin embargo, aplicar la teoría de la *misrepresentation* a la sección 10b del *Exchange Act* que prohíbe el fraude en el mercado de valores es complicado, pues, el funcionamiento de este último es autónomo respecto de las normas generales del *Common Law* e impone dos condiciones: 1. Que la información sea relevante y 2. Que el inversor haya confiado en esa información.

Este escenario es problemático en el caso de los *hackers*, cuyas acciones pueden no haber afectado la decisión de inversión de los participantes en el mercado porque, por ejemplo, su acción ha sido ejercida sobre una computadora que, por supuesto, no tiene la capacidad de confiar o no en otro.

Además, en la hipótesis de la *misrepresentation*, esta, por sí misma, lleva aparejado el fraude; en cambio, en el caso del *insider trading* (bajo la óptica de la sección 10b³⁵⁹ y la regla 10b5) es imprescindible una operación en conexión con el mercado de valores, esto es, una compra o venta.

Quinto, el fenómeno conocido como *warehousing*³⁶⁰ en el cual quien se aprovecha de la información confidencial tiene un rol pasivo en cuanto a su adquisición o sustracción, quedando – en consonancia con *O'Hagan* – por fuera de la prohibición del *insider trading*.

computer by impersonating the rightful user. This impersonation constitutes deception.¹³⁶ With companies increasingly turning to computers to perform tasks once completed by human beings, such as granting and denying access to confidential information once stored offline, there should be no distinction between deceiving a person or a computer.» Vid. ODIAN, E. A. (2011) pp. 1330.-1331.

³⁵⁷ Vid. FEEKS, M. T.M. (2010), pp. 61-89

³⁵⁸ «To establish a prima facie case, the plaintiff must show that the defendant (i) made a false representation (ii) concerning a material fact (iii) "for the purpose of inducing [him] to act or to refrain from action," (iv) that he actually and justifiably relied upon the representation and (v) that his injury was caused by such reliance.» Vid. ODIAN, E. A. (2011), p. 1334.

³⁵⁹ Esta sección se denomina *catch-all clause*, es decir, cláusula general (que opera por defecto, en ausencia de otras específicas)

³⁶⁰ El tema del *warehousing* es tratado en detalle por LOBB quien afirma que no puede entrar en la órbita de la regla 14e-3 ni en la del caso *O'Hagan*. Vid. LOBB, J. (1999), pp. 1853-1884. En la página 1865 se define esta práctica del siguiente modo: «...warehousing essentially involves "issuer-motivated tipping [of inside information regarding a future tender offer for control of a corporate target] in advance of the offer to place target stock in friendly hands before the offer commences."»

Mediante el *warehousing* una compañía que se propone lanzar una OPA sobre otra, anticipa información sobre esta operación a algunos aliados, animándolos para que adquieran acciones de la compañía objetivo antes de que la oferta sea formalmente anunciada al mercado. Esto significa que es la misma fuente propietaria de la información confidencial quien la suministra y, por lo tanto, no existe un deber fiduciario ni relación fiduciaria similar con quien se ha beneficiado de ella.

Entonces, por lo que toca a su prohibición con recurso a la regulación del *insider trading*, la SEC podría excederse significativamente en la facultad que le ha sido conferida, en términos amplios, para perseguir aquellas conductas que menoscaben la integridad y la transparencia del mercado de valores.

En este sentido, aunque el *warehousing* es reprochable desde el punto de vista ético, no hay – rigurosamente hablando – una apropiación indebida de información perteneciente a una compañía por virtud de la cual surja un deber de actuar de manera justa o transparente frente a ella.

Tampoco es factible hablar de la existencia de un vínculo con los accionistas de la compañía objetivo que venden sus valores sin haber podido acceder a esa información, pues, la negociación en el mercado de valores es impersonal, predominantemente anónima.

A lo sumo, podría hablarse de que se ha afectado la integridad del mercado, con la consiguiente pérdida de confianza³⁶¹ por parte de sus partícipes, en tanto se les ha negado el acceso a esa información. Empero, es conveniente considerar que cuando un inversor actúa en el mercado negocia con cierta disparidad informativa, tolerable dentro de ciertos límites, dado que es normal que algunos posean más información que otros debido a su disponibilidad particular de recursos, sus contactos y su habilidad para investigar, conseguir y deducir información.³⁶²

³⁶¹ La teoría de la confianza en el mercado (*the market theory of reliance*) señala que los precios de las acciones se fijan mediante la evaluación que los inversores realizan sobre los valores, teniendo en cuenta la información pública disponible. De esta manera, si se induce en un error a un inversor, es decir, se le suministra información falsa o engañosa, los precios de las acciones se alteran y, consiguientemente, el inversor que confió en el precio que el mercado evidenció es defraudado.

³⁶² «In the case of a tender offer, pre-initiation increases of the securities price of the target corporation often can be attributed to legitimate information searches, as well as to exploitations of leaks,¹¹⁵ or direct divulgence of inside information. ¹¹⁶ To the seller of securities, who cannot feasibly know either the purchaser or the purchaser's rationale for purchasing on the open market,¹¹⁷ it is irrelevant whether the purchaser chooses to buy certain securities at a certain price based upon research, a hunch, or a tip from the inside.¹¹⁸ Additionally, we cannot logically conclude that the tippee is, in effect, "stealing" part of the return in market value from traders who have made a unilateral decision to sell, especially in light of the fact that what the seller is actually losing, if anything, is merely the potential of a takeover premium.¹¹⁹» Vid. LOBB, J. (1999), p. 1880. Puede encontrarse un análisis sobre la tensión existente entre la teoría económica que se pronuncia a favor del *insider trading* (como herramienta fundamental para que los mercados "eficientes" absorban la información real sobre un valor) y la teoría legal que proclama su restricción, en: HELLER, H. (1982), pp. 517-558. En este artículo también puede consultarse, a partir de la página 528, los efectos y la trascendencia que tienen los rumores y los informes de analistas en la eficiencia del mercado.

De todas formas, hoy en día la mecánica de las OPAs está regulada y, en general, aunque una práctica como el *warehousing* no pueda ubicarse estrictamente en el contexto del *insider trading*, hay muchas más normas – sección 14(e) del *Exchange Act* y *Regulation 14E* de la SEC – encaminadas a limitar esta forma de actuar y sancionarla.

Considerando lo expuesto, y siendo evidente que la teoría de la apropiación indebida admitida por la Corte Suprema tiene un desempeño inquietante al no resolver adecuadamente muchos casos; han surgido muchas otras alternativas (*the parity of information theory*, *property rights theory*³⁶³, *deceptive acquisition theory* y *the fraud on investors theory*)³⁶⁴ que no se examinarán en detalle debido a que su tenor ya ha sido insinuado.³⁶⁵

Estas opciones – en su conjunto – plantean la forma de tratar legalmente el *insider trading*, mejorando su alcance, esto es, optimizando su capacidad para contemplar más situaciones de las que ahora es posible. En este orden de ideas, lo primero que debería esclarecerse es si la teoría de la apropiación indebida recrimina la obtención ilegal de información confidencial o el uso de información sea cual sea la fuente – legal o no – por la que fue conseguida.

En resumen, si se busca un rendimiento legal más eficiente, sería recomendable enfocarse en la forma cómo la información es adquirida, en lugar de atender a la relación entre los involucrados. Esto quiere decir que con el uso de la información confidencial (que no se tiene derecho a emplear) podría producirse el juicio de reproche o responsabilidad por fraude, pues, su uso raramente está desprovisto del conocimiento de su naturaleza (así sea por deducción o sospecha de que existe una expectativa de confidencialidad) y de la intención de emplearla, beneficiándose de algún modo.

Al inferirse la intención fraudulenta del simple hecho de utilizar la información confidencial, la responsabilidad del infractor es más severa, aliviándose así la carga de la prueba de las víctimas y sin abandonar el ámbito del fraude previsto por el *Exchange Act*.

³⁶³ En el caso *Carpenter v. United States* se vislumbra esta teoría: «Although Winans worked for the *Wall Street Journal* and as an agent owed it a duty of confidentiality, the Court's language strengthens the argument that deception can occur by depriving another of his property right in his confidential information.» Vid. APOLINSKY, J. B. (2011), p. 529

³⁶⁴ Puede consultarse acerca de estas teorías a: ODIAN, E. A. (2011), p. 1345 y ss.

³⁶⁵ «Professor Nagy suggests that a duty to disclose exists not merely under a fiduciary construct but also when one party has superior knowledge or special facts that the other party cannot obtain.²³¹ This may be particularly true when one with superior knowledge or special facts has obtained them through wrongful or illegal actions.²³² Professors Strudler and Orts argue in a similar vein and do so from a deontological perspective.²³³ That is, if you use material, nonpublic information that you have no right to use and your doing so will put other investors at an informational disadvantage, from a moral perspective you have wronged that other person.²³⁴ Based on this reasoning, your failure to disclose is securities fraud.²³⁵ The suggestion here is similar but different in a critical way—use of misappropriated information does not necessarily give rise to a duty to disclose for which failure to disclose would be fraudulent. Rather, use of misappropriated information is by itself fraudulent.» Vid. APOLINSKY, J. B. (2011), p. 526.

Con todo lo expresado puede darse por finalizado este apartado, resaltando que la regulación estadounidense, como se verá, ha tenido una influencia directa y profunda en el derecho comunitario en muchos ámbitos, especialmente el de la armonización del sector financiero.

Es ostensible que la hegemonía política, económica y financiera de los Estados Unidos de América antes, y aún ahora, obliga a considerar, como modelo o referente ineludible, el conjunto compuesto por su normatividad y sus prácticas judiciales o administrativas. Por ello, a pesar de que el análisis realizado del derecho anglosajón es apenas una aproximación, ojalá haya sido útil para comprender la dimensión y el origen de la problemática que esta investigación se ha propuesto desarrollar.

CAPÍTULO II. LA REGULACIÓN COMUNITARIA DEL «ABUSO DE MERCADO» A TRAVÉS DE LA DAM Y EL RAM.

Planteamiento general

En el contexto económico se parte de la idea de que pese a que un mercado perfecto es una quimera, su ordenación a través de reglas éticas y jurídicas (privadas y estatales) debe buscar con esmero que el proceso de formación de los precios y la asignación de los recursos sean tan libres y transparentes como sea posible.

Se supone que de esta manera, los mercados serán eficientes, permitiendo la rápida movilización de los recursos hacia las fuentes de mayor rendimiento, reduciendo el costo de formación del capital necesario para poner en marcha las actividades productivas y favoreciendo – entonces – la liquidez de las empresas.³⁶⁶

Así las cosas, la regulación en materia financiera responde a dos principales motivaciones: a. La promoción del funcionamiento ordenado, transparente y eficiente de los mercados, al igual que su integridad; y b. la protección de los intereses de los ahorradores e inversores.³⁶⁷

Para cumplir con estos cometidos, la regulación del mercado de valores, proceso complejo por excelencia, se ha valido tanto del *hard law* como del *soft law*.³⁶⁸ El primero concierne a las normas o instrumentos legales vinculantes que han seguido un procedimiento legislativo institucional y representativo previamente establecido. Y, el segundo, contempla todas aquellas reglas que sin poseer el atributo de la coacción, propio de las normas jurídicas, son voluntariamente asumidos por sus destinatarios.

³⁶⁶ La idea de que Estados con mercados financieros más desarrollados y sólidos evitan que sus empresas corran riesgos e incurran en mayores costos a la hora de conseguir el capital necesario para operar es recurrente en la literatura económica. Puede consultarse, entre otros, a: KHURANA, I. K. / MARTIN, X. / PEREIRA R. (2006), pp. 787-807.

³⁶⁷ Muchos estudios económicos se refieren a la protección de los inversores y resultan bastante interesantes para entender las políticas de regulación, por ejemplo: GIANNETTI, M. / KOSKINEN, Y. (2010), pp. 135-168; KELLEY, E. / WOITKE, T. (2006), pp. 541-572; y, KLOCK, M. S. / MANSI, S. A. / MAXWELL, W. F. (2005), pp. 693-719. En el primer artículo se señala que los inversores prefieren invertir en empresas de países donde la protección del inversor es alta y donde existan reglas claras de gobierno corporativo. Del mismo modo, la búsqueda del control accionario en una compañía se hará más intensa donde se brinde mayor protección al inversor, pues, el precio por adquirir las acciones podrá ser asumido más fácilmente al no existir tantos riesgos asociados a la ausencia de protección legal. El segundo artículo se enfoca en la relación entre la protección del inversor y las decisiones de inversión de las multinacionales, afirmando que muchas empresas multinacionales se aprovechan de la poca o nula protección de los accionistas o de los acreedores en otros países para controlar o adquirir compañías objetivo. Y, por último, el tercer artículo analiza los distintos efectos que una regulación del mercado de valores puede tener respecto de la protección del accionista / inversor y del tenedor de bonos, pues, pueden ser muy variados y contrarios. Por ejemplo, la existencia de reglas anti-OPA fuertes (es decir, aquellas que a la hora de aceptar una oferta de compra de acciones dan mayor poder de decisión a los administradores que a los accionistas) acarrea un menor costo de financiación de la deuda de las empresas, pues los tenedores de bonos perciben que sus intereses pueden resultar menos afectados con el cambio de administración. En contraste, reglas anti-OPA débiles benefician al accionista que puede obtener mayores ganancias cuando el precio de las acciones suben con el anuncio de la OPA.

³⁶⁸ Un estudio detallado del origen del *soft law* puede hallarse en: MAZUELOS BELLIDO, A. (2004), pp. 1-40.

El *soft law* posee un potencial muy evidente a la hora de implementar regulaciones en materia societaria y de valores porque, aunque no son normas vinculantes, gozan de cierta eficacia (para-legal) al ejercer presión sobre sus destinatarios para que orienten sus actuaciones conforme a ellas.³⁶⁹

En lo atinente a la regulación de la actividad financiera es importante señalar, que el *soft law* se caracteriza por contener numerosas reglas técnicas, de marcada influencia anglosajona, que provienen – por una parte – de algunos organismos internacionales y – de la otra, en el contexto europeo – del procedimiento por comitología para la adopción de legislación comunitaria, implantado a raíz del informe *LAMFALUSSY*, al que se aludirá con posterioridad.³⁷⁰

Dichas reglas han sido introducidas en la legislación nacional o comunitaria para nivelar, por lo alto y con mayor celeridad, la calidad de la regulación, coordinación y supervisión financieras, ya que facilitan la cooperación entre los distintos Estados y, en cierto sentido, coadyuvan a que el espíritu competitivo en términos económicos no se traslade con todo su rigor al campo de la regulación, pues, sin su concurso, se estimularía una competencia regulatoria a la baja.³⁷¹

Esto último significa que reglas o normas que en principio estaban en la esfera ética o de mínimos, se revisten de cierta exigibilidad y eficacia, particularmente reforzadas cuando los demás participantes en el mercado cuestionan su no asunción, o cuando los mismos entes estatales que las promocionan empiezan a pedir explicaciones. Sin embargo, este refuerzo no entraña la conversión del *soft law* en derecho positivo y, por lo tanto, aunque valioso, es insuficiente.

Sin perjuicio de lo anterior, la importancia del *soft law* en sede del mercado de valores es indiscutible desde hace tiempo, pues, como se verá, es útil no sólo para interpretar y aclarar – detallada y técnicamente – los alcances de instrumentos legales vinculantes, sino también para flexibilizar el proceso de armonización legislativa entre los Estados miembros.

Esto último porque a través del *soft law* se pueden alcanzar ciertos consensos y compromisos de actuación preliminares cuando es difícil llegar a acuerdos definitivos sobre

³⁶⁹ Si se desea profundizar sobre el tema del *soft law* puede consultarse a: PALÁ LAGUNA, R. (2010); HILLGENBERG, H. (1999), pp. 499-515; BRANSON, D. M. (1999-2000), pp. 669-698; y, TRUBEK, D. M. / TRUBEK, L. G. (2005), pp. 343-364.

³⁷⁰ Desde la perspectiva internacional puede citarse como ejemplo a la *International Organization of Securities Commissions* – IOSCO – / Organización Internacional de Comisiones de Valores – OICV –. Y en la dimensión comunitaria a la *European Securities and Markets Authority* – ESMA – / Autoridad Europea de Valores y Mercados – AEVM – que reemplazó al *Committee of European Securities Regulators* – CESR –.

³⁷¹ Vid. KARMEL, R. S. / KELLY, C. R. (2008-2009), pp. 883-951. En este texto se evalúa la tensión existente entre la competencia regulatoria y la cooperación.

convenios, directivas, reglamentos, etc. (corregulación y autorregulación).³⁷² Adicionalmente, el recurso al *soft law* permite responder rápidamente a una realidad económica, flexibilizando así la respuesta o reacción regulatoria y logrando una aplicación, desarrollo y complementación del *hard law* más oportuna.³⁷³

Dicho lo anterior, puede decirse que en el contexto comunitario europeo existe una regulación en materia de valores con una singularidad evidente, no sólo por la forma en que sus instituciones producen la normatividad en cuestión, combinando *hard law* y *soft law*; sino también por la integración³⁷⁴ alcanzada en el ámbito económico-financiero gracias a la progresión en el seno comunitario de las libertades de establecimiento, circulación de capitales y prestación de servicios.

Así pues, en este capítulo se estudiará el proceso por el cual se originó la regulación específica del abuso de mercado en el derecho de la Unión Europea, aludiendo tanto al *hard law* como al *soft law* que sea pertinente. Con esto se aspira entender la estructura y motivaciones de legislador comunitario en esta materia, para pasar luego al examen del contenido particular de la DAM, el Reglamento que la derogó recientemente (derogación con efectos a partir del año 2016), y su transposición al derecho español.

1. EL DERECHO DE LA UNIÓN EUROPEA ANTES DE LA DAM

1.1. El Acta Única Europea de 1986 y el Plan de Acción de Servicios Financieros de 1999.

En el ámbito comunitario se parte de la premisa de que la integración económica y financiera³⁷⁵ es positiva³⁷⁶ porque beneficia, en mayor o menor grado, a todos los actores de

³⁷² La definición de estos dos fenómenos puede encontrarse en el *Acuerdo Institucional del Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión "Legislar mejor"*, de 31 de diciembre de 2003.

³⁷³ En muchos casos el *soft law* se vuelve derecho consuetudinario, incorporándose así al derecho positivo. Entre los ejemplos de *soft law* pueden citarse a las pautas, criterios, guías, dictámenes, comunicaciones, principios, declaraciones, códigos de conducta, recomendaciones, manuales o planes de acción aprobados por organismos internacionales o comunitarios.

³⁷⁴ Vid. ADAM, K. / JAPPELLI, T. / MENICHINI, A. / PADULA, M. / PAGANO, M. (2002), pp. 1-60. Este informe trata sobre los diferentes factores que pueden considerarse para medir cuán integrado están los mercados financieros en Europa y las consecuencias de este estado de cosas sobre, por ejemplo, las primas de riesgo de los distintos Estados miembros. El documento es interesante desde el punto de vista económico – financiero.

³⁷⁵ Una definición de integración financiera es la siguiente: «Generally a perfectly integrated market is regarded as a market where prices for similar products and services converge across geographical borders and where supply and demand can react immediately to cross-border price differences. An integrated market should enable all market participants (consumers, financial institutions, etc.) to buy and sell financial instruments and/or services, which share the same characteristics, under the same conditions, regardless of the location of origin of the participant. If the latter is the case, this should result in more opportunities for risk diversification, better allocation of capital, and higher economic growth.» Vid. *Commission Staff Working Document, European Financial Integration Report*, del 10 de diciembre de 2007, p. 8.

³⁷⁶ Vid. *Final report of the Study on the quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets by London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting to the European Commission*, noviembre de 2002, pp. 8-10. En estas páginas se hace una síntesis de los beneficios generales de la integración de los mercados financieros y, en particular, de los beneficios que esta integración conllevaría para las firmas y los consumidores. Los siguientes son los beneficios a los que alude este informe: aumento de la competencia entre los distintos mercados, sistemas o plataformas de negociación; aumento de la competencia entre los intermediarios

la cadena productiva. Por ello, desde el principio, las distintas instancias comunitarias promovieron la construcción de un mercado común que debía convertirse paulatinamente en un mercado interior sólido y eficiente.

Aunque la idea de un mercado interior³⁷⁷ fue rescatada a través del Acta Única Europea de 1986 (AUE) y se logró avanzar mucho en cuanto a las competencias y el proceso de producción y modificación de normas a nivel comunitario, en la práctica los intercambios económicos, especialmente los financieros, seguían teniendo dificultades o eran restringidos en ciertas circunstancias.

Es más, aunque luego se mejoró el tratamiento de lo financiero, la regulación de los mercados de valores no gozaba de una posición de privilegio en la tarea de lograr un mercado europeo único suficientemente integrado, transparente y eficiente, ya que la atención estaba concentrada en el sistema bancario.

Multitud de dificultades legales y deficiencias, incluso de infraestructura, se posaban sobre el intercambio transfronterizo de valores, ya que los mercados nacionales no estaban ni siquiera materialmente conectados en razón de las limitaciones tecnológicas del momento. En virtud de ello, las prácticas empresariales transfronterizas no estaban muy desarrolladas, la gama de productos y servicios era muy limitada y los costos de expansión hacia fuera del Estado miembro de origen eran considerables.

Una de estas dificultades consistía en el hecho de que muchos Estados miembros no confiaban en las normas de comercialización de productos financieros de otros Estados, ni en su respuesta a prácticas comerciales desleales o deshonestas y, por tanto, en sus mecanismos de solución judicial o extrajudicial de conflictos.

Así pues, la prestación internacional de servicios financieros – no obstante que por naturaleza son los que más fácilmente podrían circular a través de las fronteras³⁷⁸ – se veía empañada por la falta de credibilidad de los inversores y de los proveedores en los sistemas

financieros; disminución de los costos de cotización de los valores, de las transacciones y de las comisiones de intermediación; estímulo a la innovación tecnológica en los procedimientos de intercambio; mayor rapidez para la conclusión de las operaciones; mayor innovación y variedad en cuanto a los productos financieros (diversificación de los portafolios de inversión); acrecimiento del crédito no bancario y por ende disminución de las tasas y cuotas de los préstamos bancarios; mejora del flujo de información en los mercados y de la transparencia de los precios; incremento de la profundidad del mercado y disminución del riesgo de liquidez; mayor diversificación del riesgo; acceso fácil al capital riesgo; aumento del número de potenciales inversores, etc.

³⁷⁷ En el mercado interior no es suficiente el libre intercambio económico (mercado común), pues se requiere, además, de la desaparición de todo obstáculo (material, estructural, legal o administrativo) al intercambio intracomunitario,

³⁷⁸ Esto porque consisten básicamente en *know-how* y técnicas de gestión puestas a disposición de los clientes en un determinado sector. «The fact that “know how” and managerial techniques are, by nature, dematerialised, means that they lend themselves particularly to distance selling and to fluid transmission between even the most remote geographical zones of the EU.» Vid. *Retail financial services: overcoming remaining barriers. A legal analysis*, MARKT/C/PT, de 20 de marzo de 2000, p. 3.

financieros de Estados miembros distintos a aquellos en los que residían o desarrollaban habitualmente sus actividades.³⁷⁹

Esa desconfianza implicaba un aumento de los costes de transacción e influía en la determinación de los proveedores e inversores de no asumir cargas o riesgos adicionales en mercados que no gocen de su confianza, por no brindarles una protección equivalente.

Si bien la innovación y la diversidad de los productos y servicios financieros es bienvenida e, incluso, el deseo de acceder a una amplia gama de productos impulsa las transacciones transfronterizas; las normas o estándares que deben observarse a la hora de ofrecerlos y de contratarlos deben armonizarse para que puedan circular con mayor rapidez, o al menos, dar cabida al principio del reconocimiento mutuo, admitiendo que la aplicación de este último se beneficia considerablemente de las armonizaciones previas.³⁸⁰

Aun cuando las normas que rigen la formación y ejecución de los contratos sobre productos y servicios financieros sean distintas, o no estén armonizadas, deben evitar discriminar, sin fundamento, los productos y servicios procedentes de otros Estados miembros, concediendo materialmente garantías equivalentes de protección a cada uno de sus destinatarios, tanto a nivel pre- como post-negocial.

Ciertamente, lo anterior no debe traducirse en cargas desmedidas o arbitrarias para los proveedores, pues las exigencias no deberían ir más allá de sus legítimos objetivos de protección del inversor y del mantenimiento de la integridad de los mercados, pero sí que deben conciliarse con las necesidades de liquidez de la economía real – sin desmedro de los procesos de innovación financiera –.³⁸¹

Sin embargo, la aparición de una moneda única, la extendida globalización y la irrupción de diversas innovaciones tecnológicas allanaron el camino a las transacciones transnacionales de valores debido a que, aprovechando este impulso, las fuerzas del

³⁷⁹ Vid. Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), COM(1999)232, del 11 de mayo de 1999, p. 8.

³⁸⁰ Hay que considerar que las normas de índole contractual en el sector financiero estaban estrechamente unidas a la regulación civil de cada Estado, con lo que la armonización podía ser bastante difícil. «It is equally important to note, as a starting point, that each and every Member State can protect its residents against financial risks as efficiently as its political system ever decides to protect them. At the outset, therefore, individual countries do not need the Community when it comes to finding the right balance between 'caveat emptor' and the 'nanny state'. However, within a Single Market this balance has to be determined by common accord among all Member States. Indeed, if the levels of consumer protection were to vary strongly between them, this would firstly distort competition and secondly create problems with exports of financial services from less consumer minded countries to those with higher levels of protection.²⁰» Vid. *Retail financial services: overcoming remaining barriers. A legal analysis, MARKT/C/PT*, de 20 de marzo de 2000, p. 9.

³⁸¹ «The term "marketing rules" is introduced here to designate standards which, on the one hand, determine the pre-contractual behaviour of suppliers and, on the other hand, rules which govern the first stages of "contractbuilding". A prominent place among the former, i.e. among the pre-contractual rules, will be held by so-called "selling arrangements"⁵ (e.g. provisions regulating advertising/canvassing or cold calling/inertia selling). The latter, i.e. the contract-building arrangements will indicate the ways in which offers should be made and accepted (e.g. provisions granting rights of withdrawal). It seems appropriate to treat selling arrangements and contract-building rules in the same way when it comes to the opening of frontiers by legal approximation.⁶» Vid. *Retail financial services: overcoming remaining barriers. A legal analysis, MARKT/C/PT*, de 20 de marzo de 2000, p. 4.

mercado empezaron a desbordar los segmentados mercados nacionales, surgiendo nuevos tipos de productos y servicios financieros y otros perfiles de inversores.

A esto contribuyó la entrada en escena del Plan de Acción de Servicios Financieros de 1999 (PASF) que puso de presente, entre otros asuntos, la necesidad de actualizar la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (DSI)³⁸²; y la conveniencia de reforzar la transparencia financiera en el mercado de valores, a través de la divulgación de información relevante y la detección/sanción de abusos y fraudes.

Con el PASF se retomó la iniciativa de conquistar – ya no formalmente, sino efectivamente – un mercado financiero integrado donde los productos y servicios financieros, sus proveedores e intermediarios, así como los inversores y consumidores³⁸³ puedan operar e interactuar sin trabas, demoras o costos adicionales en otros Estados miembros – con independencia de su país de origen –.

Bajo la concepción de que el buen estado de salud de la integración financiera es fundamental para la economía europea, el PASF decidió acentuar y robustecer la marcha de las libertades comunitarias, esto es, la libertad de establecimiento, circulación de capitales y prestación de servicios. Sin ellas, el espacio único europeo es tan solo una simple entelequia.

Desde la perspectiva económica, en este denominado «espacio financiero único», los emisores podrían conseguir – a lo largo y ancho del mercado interior – el capital que requieren para adelantar sus actividades productivas.

Así pues, entre otras ventajas, se reducirían los costos de financiación y disminuiría el recurso a la financiación bancaria y mediante bonos; se obtendría la liquidez necesaria para aumentar la productividad y el crecimiento, tanto interno como externo; y se disminuiría la prima de riesgo (*crédito spread*).

Los inversores podrían adquirir los productos y servicios financieros disponibles en otro Estado miembro sin demoras ni costos adicionales, y sin el temor de que este tipo de transacciones reciban un trato desfavorable si se compara con el concedido a las operaciones domésticas.

³⁸² En inglés: *Investment Services Directive* (ISD).

³⁸³ Entre más educación financiera exista, habrá mayor transferencia de responsabilidad al pequeño inversor o consumidor minorista. Vid. GARCÍA SANTOS, N. (2011), en ORTEGA FERNÁNDEZ, R. (*Dir.*), p. 137.

Al facilitarse la inversión se promovería, entre otras cuestiones: 1. la diversificación de los portafolios de inversiones,³⁸⁴ fortaleciendo la posibilidad de elección del inversor / ahorrador; y, 2. el aumento del producto interno bruto y el empleo en la UE.

A su vez, los intermediarios y proveedores de infraestructura de negociación de valores podrían ampliar su espectro de clientes al prestar sus servicios en toda la Unión Europea, con lo cual se obtendrían los siguientes beneficios: 1. la reducción de las comisiones de los intermediarios y del *bid-ask spread*,³⁸⁵ es decir, el margen de ganancia que estos obtienen en las operaciones; y, 2. el incremento de la competencia entre mercados, sistemas y plataformas de intercambio de valores.³⁸⁶

De este modo, en un mercado sin barreras físicas ni regulatorias, la demanda y la oferta de productos y servicios financieros podrían acoplarse estrecha e instantáneamente en los distintos Estados miembros y, en consecuencia, el origen de los valores, la ubicación del mercado y la procedencia de los participantes pasaría a un segundo plano.³⁸⁷

Estos ideales económicos en el sector de los servicios financieros tomaron forma en el ámbito normativo comunitario a través de la DSI. Esta directiva implementó el mecanismo de la autorización única de la actividad o servicio financiero con validez en todos los Estados miembros y promovió la aplicación del principio de supervisión prudencial en cabeza del Estado miembro de origen, apoyándose – esencialmente – en el principio del reconocimiento mutuo³⁸⁸.

Así las cosas, al menos desde la configuración teórica de estas herramientas jurídicas, las fronteras para la libre circulación de los recursos financieros se difuminarían en la medida en que las empresas de inversión, sus sucursales y actividades (ciertos servicios) podrían establecerse y desarrollarse, respectivamente, en otro u otros Estados miembros, sin

³⁸⁴ Vid. Final report of the Study on the quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets by London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting to the European Commission, noviembre de 2002, p. 3.

³⁸⁵ Es la diferencia entre el precio mínimo de venta (*ask*) y el precio máximo de compra (*bid*).

³⁸⁶ «The most substantial effect from European financial integration is likely to be on the size and the liquidity of the market. A market where issues are very thinly traded, if traded at all, is one where the pricing mechanism does not work effectively. Participants lack information to carry out their transactions, and intermediaries protect themselves from lack of information by charging large bid-ask spreads. Investors buying a particular issue will be concerned with the difficulty and costs involved if later on they were to sell their holdings. This creates a vicious circle where market participants are few, transactions are costly and take place far apart, and the size of the market remains small.» Vid. Final report of the Study on the quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets by London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting to the European Commission, noviembre de 2002, p. 74.

³⁸⁷ «A single securities market may be considered as one in which supply and demand for a given instrument/security can interact freely on a European wide basis. There should be no legal or administrative barriers which prevent the free flow of liquidity or information across the EU or distort pricing of a security in one part of the market compared to another (e.g. information disclosed to markets should be the same). An efficient market should also support frictionless reallocation of capital across different asset classes (including to small caps and venture capital).» Vid. Final report of the Study on the quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets by London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting to the European Commission, noviembre de 2002, p. 13.

³⁸⁸ Vid. el tercer considerando de la DSI.

discriminación ni mayores trabas, siempre que sean autorizadas por las autoridades del Estado miembro de origen (*home country authorization*).

Sin embargo, la distinción que hizo la DSI entre «*core services*» y «*non-core services*»³⁸⁹ dejó por fuera a muchos servicios financieros relacionados con el mercado de valores, por lo que la construcción y afianzamiento del mercado interior quedó incompleta.

Por lo tanto, cualquier modificación posterior de la directiva pasaba por atender al propósito de cubrir la mayor parte de los servicios financieros en tanto fuera posible; cuestión que ahora, en retrospectiva, se facilitó mucho con el mecanismo de la armonización previa de ciertos aspectos, factores o actividades relativas al mercado financiero como, por ejemplo, la relacionada con la adecuación del capital.

Otro asunto importante de resaltar es que la DSI abrió la puerta a la aplicación de muchas excepciones, con lo que en la práctica las reglas del país de acogida o «*host country*» se imponían, arguyendo – principalmente – la preeminencia del llamado “interés general”.

Ignorar sin justificación una situación o fenómeno (servicio o empresa) que ha sido autorizado conforme al país de origen o «*home country*», para impedir su acceso a un mercado en otro Estado miembro, además de contrario al espíritu integrador, resulta ineficiente desde los planos jurídico y económico que sirven de base a la unificación europea.

Ahora bien, con la DSI se dio un gran paso para evitar que las prácticas obstaculizadoras de los Estados miembros (salvaguardias y excepciones de distinta índole), su falta de cooperación y sus diferencias regulatorias y de supervisión impidieran avanzar en la construcción del mercado interior.

Con todo, pese a enfocarse en la coordinación de responsabilidades entre las distintas autoridades, la flexibilidad que el texto de la directiva empleó a la hora de establecer

³⁸⁹ «Underwriting and placing also benefit from ISD authorisation in their own right. However, firms providing related services such as advising and safekeeping/administration do not benefit from the ISD passport unless they are providing these services in conjunction with one of the “core services”... The scope of the ISD passport is limited by numerous exemptions. Articles 2(2) and 2(4) provide for a wide range of exemptions, some of which may no longer be pertinent. Some non-core services – in particular custodians – might also benefit from ISD authorisation in their own right. In re-assigning services from non-core to core status, consideration would need to be given to whether ISD provisions are adequate for dealing with the supervisory issues related to the service in question. Moreover, the tangible benefits from ISD passport should outweigh the costs of compliance with regulatory provisions (e.g. capital adequacy). Competent authorities differ in the extent to which they apply different ISD provisions to specific core investment services. For example, Member States diverge in the extent to which they tailor conduct of business regimes for reception/transmission services and/or “execution only” brokerage. Firms authorized in one Member State may be subjected to a qualitatively different supervisory regime when operating in another.» Vid. *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council upgrading the Investment Services Directive (93/22/EEC)*, versión provisional, del 16 de noviembre de 2000, pp. 7-9.

conceptos trajo consigo discrepancias en cuanto a la interpretación, la aplicación e incorporación de su contenido en los ordenamientos nacionales.³⁹⁰

Desde luego, estos puntos – y otros más – fueron objeto de reflexión profunda, ya que para conseguir un mercado interior sólido y real, las excepciones que lo enturbian no pueden convertirse en reglas generales, y la repartición adecuada de competencias, mecanismos flexibles y eficientes de regulación, actuación, coordinación y cooperación entre las distintas autoridades de los Estados miembros, deben ser constantes, fluidos, eficaces y armoniosos.

Al poco tiempo, tomando como referencia el PASF, y a partir del Consejo de Lisboa de 2000,³⁹¹ la idea de alcanzar para el año 2005, un mercado financiero integrado y eficiente fue un objetivo prioritario, al considerarse, de nuevo, que a través de él podría promoverse el crecimiento económico y el empleo en los Estados miembros.

1.2. El Consejo de Lisboa de 2000.

En la agenda de Lisboa se retomó el discurso del mercado de valores como se dijo, integrado e eficiente, pero además, estable, disciplinado, líquido y transparente que seguiremos escuchando hasta la saciedad en este contexto.

Se supone que los efectos de conquistar un mercado que reúna estas características son inestimables para los intercambios financieros, entre ellos, la asignación productiva del capital; la generación de competencia efectiva entre los distintos proveedores de servicios; la reducción considerable de los costos de intermediación; y, la formación eficiente y competitiva de los precios de los valores europeos.

Esto último permitiría que los precios de los valores pudieran ser “descubiertos” o establecidos de una manera más positiva hacia las empresas que los emiten, lo que significa – palabras más, palabras menos – que serían mejor valoradas y podrían acceder fácilmente a la financiación no tradicional.

Para lograr esto, no era suficiente remover los obstáculos a la libre circulación que generalmente se habían analizado, por ejemplo, en sede de mercancías o personas, se necesitaba lograr, adicionalmente, en materia de capitales y servicios, un esqueleto regulatorio y de acciones concretas que permitiera a los inversionistas – estados, empresas o personas naturales – acceder libremente a los mercados sin que esa mayor flexibilidad

³⁹⁰ Vid. *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council upgrading the Investment Services Directive (93/22/EEC)*, versión provisional, del 16 de noviembre de 2000, pp. 8-9.

³⁹¹ Vid. Conclusiones del Consejo extraordinario de Lisboa, 23 y 24 de marzo de 2000

pusiera en peligro los derechos de los accionistas;³⁹² y sin descuidar la consolidación de prácticas eficientes, menos arbitrarias y, por tanto, más transparentes, en materia de divulgación financiera, técnicas de manejo del riesgo, liquidación/compensación de operaciones sobre valores,³⁹³ constitución de garantías, cumplimiento contractual y, por supuesto, de prevención y castigo del abuso de mercado.

Otros asuntos presentes en la agenda de Lisboa que, básicamente pretendía que los intercambios a través del mercado de valores no fueran obstaculizados ni limitados de forma injustificada o discriminatoria, ya sea en cuanto a su operación o respecto a sus partícipes, sólo serán objeto de mención, pero no de un estudio detallado por alejarse del tema del abuso de mercado.

Aunque – valga decirlo – el tratamiento comunitario de esos otros temas, principalmente por el camino de la armonización del derecho de sociedades, las normas contables, los requisitos de admisión a bolsa, la transparencia sobre los emisores, etc., ha sido de gran ayuda para avanzar en la persecución de las conductas de manipulación del mercado y abuso de información privilegiada.³⁹⁴

Una de las vías para lograr estos propósitos tiene que ver con el denominado «pasaporte único europeo», herramienta jurídica con la cual se pretendió obviar el poder de intervención del Estado miembro de acogida, dándole mayor peso a la autorización de la actividad o servicio financiero concedida por el Estado miembro de origen, pues, en adelante, debía aceptarse y confiar en la potestad de supervisión de este último.

Es decir, se perseguía evitar la aplicación por parte del Estado de acogida de normas o medidas adicionales sobre requisitos prudenciales, reglas de conducta y publicidad de los servicios financieros, en virtud de que estos aspectos ya habían sido examinados por el Estado miembro de origen al otorgar la autorización inicial.

De ahí que la dualidad de exigencias y controles, la poca claridad y seguridad jurídica que podría sobrevenir del sometimiento de una actividad o servicio a la supervisión de distintas autoridades estatales – ansiosas por aplicar sus normativas e imponer sus propios criterios –, se percibiera como un elemento disuasorio a la hora de emprender cualquier actividad transfronteriza.

³⁹² Vid. Directiva 2007/36/CE.

³⁹³ Vid. Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, de 28 de abril de 2004, «Compensación y liquidación en la Unión Europea - El camino a seguir» [COM (2004) 312 final - no publicada en el Diario Oficial].

³⁹⁴ En ese entonces, por ejemplo, se percibía necesario esclarecer cuál era el papel, la naturaleza y el riesgo que representaban las ATs (*Alternative Trading Systems*) que en muchos Estados miembros eran vistas como empresas que suministraban servicios de inversión y en otros eran considerados verdaderos mercados que debían reglarse porque funcionaban, en la práctica, como bolsas.

Lo anterior, claro está, sin perjuicio de las facultades del Estado miembro para intervenir en los casos en que sea estrictamente necesario, precisando previamente y de forma clara los alcances de su intervención.

Adicionalmente, para reforzar las anteriores ideas, se hizo uso del argumento, muy manido al momento de justificar una armonización o una unificación normativa, de que las diferencias regulatorias y de supervisión existentes entre los Estados miembros, podían motivar una competencia a la baja entre ordenamientos jurídicos, que influiría negativamente a la hora de seleccionar un mercado, una plataforma o un sistema de negociación determinado, pues, se elegiría el que estuviera ubicado en un Estado miembro con regulación calificada como laxa.

En consecuencia, los precios de los valores europeos no podrían interactuar y formarse transparente y eficientemente porque además de reglas laxas y una supervisión débil, la falta de ciertas reglas comunes (y también de infraestructura y/o recursos técnicos) laceraría gravemente el objetivo de conseguir un mercado interior real, manteniendo su fragmentación.

La tarea de consolidar el mercado interior desborda la ordenación normativa, la capacidad técnica y de supervisión de los Estados miembros, por ende, si no hay actuación conjunta y cierta cohesión en lo regulatorio, en lo técnico y en la actividad de control o vigilancia, el costo de formación de los precios de los valores en el mercado mencionado distaría mucho de ser competitivo.

Otra de las vías hace énfasis en el principio de la transparencia³⁹⁵ que es un credo de obligatoria adopción por parte de los textos comunitarios atinentes al mercado de valores. Este principio alude, simplemente, a la aspiración (por su conveniencia) de que las operaciones y actuaciones de todos los implicados en el mercado de valores sean diáfanas, públicas – en tanto sea posible – y conformes a la ley y a las buenas prácticas negociales de principio a fin, esto es, desde la solicitud de autorización para emitir un valor hasta el instante mismo en que tenga que liquidarse una operación sobre él.

Recuérdese que la opacidad, como se vio en el capítulo anterior, era señalada como una de las principales fuentes de críticas enfiladas en contra de aquellos que operaban en los mercados de valores.

³⁹⁵ Vid. Directiva 2004/109/CE.

Un asunto que cae bajo la órbita del principio de la transparencia y que fue puesto sobre la mesa de discusión en Lisboa fue el de las condiciones para la admisión a cotización,³⁹⁶ éstas no podían ser caprichosas ni gravosas, pero sí suficientes para, de un lado, permitir un examen cuidadoso de las características de los instrumentos financieros y de sus emisores; y, de otro, garantizar mediante la suscripción de un folleto o prospecto de emisión,³⁹⁷ una divulgación amplia, oportuna, adecuada, homogénea, igualitaria, veraz y transparente de los aspectos más relevantes del valor, del emisor y de su actividad, entre otros.

Por cierto, esa obligación de divulgación no sólo debe darse al momento de solicitar la autorización para cotizar, sino periódicamente y cada vez que ocurra un acontecimiento con la potencialidad para afectar el precio de la inversión.

A todo esto, en lo que a regulación se refiere, y luego de la preocupación reiterada por lograr un mercado interior sólido y eficiente en el que sus partícipes, especialmente los emisores, encuentren facilidades para desarrollar su actividad; si se observa con atención la recurrida fórmula utilizada en los preámbulos, considerandos y demás notas explicativas o justificativas de la intervención legal en el mercado de valores a nivel comunitario, se encuentra la idea común de que la regulación adecuada de los mercados financieros responde también a la sentida necesidad de proteger a los inversores.

¿Cómo?, básicamente, de la misma manera que se busca promover el mercado interior en su faceta financiera, es decir, estableciendo reglas de juego claras encaminadas a promover la eficiencia, la integridad, la confianza y la estabilidad de los mercados, tanto en su organización como en su funcionamiento.

Entonces, la protección del inversor se da con preferencia *ex ante*, lo que en términos económicos es lógico, pero podría ser insuficiente en la medida en que existan conductas de abuso de mercado, cuya complejidad se añade a la ya inherente al mercado de valores.

Si bien un inversor decide asumir riesgos o cubrirse de ellos, no va al mercado a ser defraudado, sin importar si se trata de un inversionista calificado o no. La actividad del mercado de valores, por su complejidad y magnitud, tiene una dinámica difícil de controlar, tiene una potencialidad inmensa para arrojar beneficios y también para exponer a pérdidas, situación que es asumida normalmente por quien toma una decisión de inversión; sin embargo, lo que no puede asumirse es el abuso de mercado.

³⁹⁶ Vid. Directiva 2001/34/CE.

³⁹⁷ Vid. Directiva 2003/71/CE.

Por eso, aunque la compensación³⁹⁸ de los inversores a través de fondos generales por incumplimiento es plausible, sus términos siguen siendo exigentes y austeros si se analiza el fenómeno del abuso de mercado, es más, la implementación de fondos exclusivos en materia de abuso de mercado podría ser una fuente alternativa de alivio para los inversores siempre que operaran bajo principios y supuestos menos estrictos que los fondos de compensación tradicionales.

A las anteriores preocupaciones, algunas ya habituales y que podrán ser percibidas en cualquiera de los textos que, a distintos niveles, han sido elaborados en materia financiera, podrían agregarse las siguientes necesidades a efectos de regulación en el ámbito del abuso de mercado:

Primero, la necesidad de hacer claridad sobre los roles y la responsabilidad de todos y cada uno de los partícipes en el mercado de valores, sobre todo, en el tema de las agencias o entes regulatorios y de supervisión.

Segundo, la necesidad de alcanzar una mayor convergencia regulatoria, técnica o de procedimientos para la investigación de las conductas que puedan afectar el normal desempeño del mercado de valores; y, por último, la necesidad de robustecer la disposición de las autoridades nacionales para cooperar permanentemente entre ellas y desarrollar su actividad coordinadamente, a favor de la consolidación del mercado interior, en sede de supervisión, control, investigación y sanción de conductas abusivas.

Lo antecedente, teniendo en cuenta que una decisión de inversión tomada por inversores o emisores en el mercado de un determinado Estado miembro puede tener consecuencias en el mercado de otro, es decir, influir en el comportamiento de los inversores en otros mercados. Igualmente, una práctica abusiva puede trascender y afectar no sólo a un mercado en concreto, sino a varios, por lo que el conocido fenómeno del riesgo sistémico en lo financiero es también perfectamente visible a nivel comunitario en una de sus ramificaciones: el mercado de valores.

Recordemos que hoy por hoy la mayoría de los ahorros domésticos en países donde los mercados de valores están más desarrollados son absorbidos, en mayor parte, por el mercado de valores y que las compañías, sobre todo, las nuevas e innovadoras (capital riesgo)³⁹⁹ – pequeñas y medianas –, no dudan en acudir al mercado de valores para satisfacer sus necesidades de financiación.

³⁹⁸ Vid. Directiva 97/9/CE.

³⁹⁹ Vid. Plan de acción sobre el capital riesgo (PACR), Comunicación de la Comisión, de 31 de marzo de 1998.

Inclusive, como se advirtió, las infraestructuras de intercambio de valores se han multiplicado; los instrumentos financieros pueden circular al mismo tiempo en distintos mercados; y los intermediarios, las empresas e inversionistas tienen a su disposición multitud de plataformas de negociación.

Empero, todavía no existe un mercado europeo único o común de valores en el que participarían, siendo realistas, compañías de dimensión comunitaria, a pesar de que han existido proyectos de fusión/asociación entre bolsas europeas (algunos exitosos y otros no tanto),⁴⁰⁰ y de haber instituido una Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM).

Si bien lo anterior conlleva muchísimas ventajas, los inconvenientes se duplican, por ejemplo, haciendo más vaporosa la posibilidad de controlar y detectar las conductas perturbadoras en el mercado de valores, pues pese a que la tecnología ha favorecido el registro de las operaciones, concluir que son fruto de abuso de mercado exige un esfuerzo descomunal, si se atiende a la dimensión de los mercados y a la dinámica de las operaciones, su alto volumen y frecuencia.

En cuanto a esta última posibilidad, llama mucho la atención, como pudo vislumbrarse respecto del Reino Unido y los EE.UU., que las conductas abusivas ocurren en un determinado período, posiblemente corto, pero su investigación puede acontecer mucho después, ya que al principio sólo queda la idea de que algo irregular o extraordinario puede estar ocurriendo (situación que detectan, en un primer instante los organismos que rigen las bolsas) y mientras se atan cabos para tener al menos algunos indicios, puede pasar mucho tiempo.

Por consiguiente, el talón de Aquiles de estas indagaciones suele ser la recolección de pruebas dirigida a la configuración de un “caso” en el que las autoridades puedan asumir una posición acusadora (o de querellante), y así iniciar un procedimiento administrativo o judicial en contra de los infractores.

Es más, todavía la cuestión de la recolección de la información de las distintas operaciones que se realizan en ámbito del mercado de valores y, por consiguiente, la determinación de que existe una conducta de abuso de mercado, se hacen muy difíciles debido a que existen diversas bolsas, plataformas y sistemas alternativos de negociación cuya información, al no estar centralizada, resulta por ahora muy problemático de cruzar y verificar sin la colaboración activa de todas las autoridades competentes, por lo que en la práctica el mercado europeo de valores sigue fragmentado.

⁴⁰⁰ *Euronext*, por ejemplo. O la integración de las bolsas de Milán y Londres. Vid. AGENCIAS ROMA (2007), “La Bolsa de Milán aprueba su fusión con la de Londres”, en *El País*, publicado el 23 de junio.

1.3. El proceso «Lamfalussy» y la DAM.

Poco después, siguiendo el guión del PASF y del Consejo de Lisboa, un Comité de Expertos (*Committee of Wise Men*)⁴⁰¹, cuyo informe fue apoyado por el Consejo Europeo en 2001, recomendó en julio de 2000 que la reglamentación de los mercados europeos debía llevarse a cabo mediante una técnica legislativa concreta denominada “proceso LAMFALUSSY”, compuesta por cuatro niveles, y cuyo primer exponente fue la Directiva sobre Abuso de Mercado o DAM que se analizará ulteriormente.⁴⁰²

El primer nivel se refiere a la regulación a través de principios fundamentales que reflejan la orientación de una política determinada, sus elementos esenciales, sus objetivos y alcances. En términos generales, este nivel alude a la forma en que tradicionalmente opera la UE al adoptar sus decisiones mediante directivas o reglamentos cuyas propuestas de la Comisión son luego objeto de co-decisión por parte del Parlamento y el Consejo.

El segundo nivel se refiere a las medidas de implementación técnica que permiten aplicar los principios adoptados en el primer nivel – sin ser alterados –, es decir, esta etapa se circunscribe a la formulación de reglas concretas que otorguen operatividad a los principios aprobados en el nivel antecedente.

Estas medidas son adoptadas y ajustadas (si así se requiere) por la Comisión, atendiendo a los dictámenes de los comités técnicos que existan en materia de valores (en su momento, el *European Securities Committee* – ESC – y el *Committee of European Securities Regulators* – CESR –, sucesor de FESCO – *Forum of European Securities Commissions* –, reemplazado luego por ESMA – *European Securities and Markets Authority* –).⁴⁰³

El tercer nivel se interesa por la adopción y aplicación coherente y homogénea de la legislación de carácter comunitario por parte de cada uno de los Estados miembros, para lo cual el CESR debía aprobar guías con recomendaciones y consejos no vinculantes, que

⁴⁰¹ Este informe concluyó que en Europa no existía regulación clara para que operara sin contratiempos el sistema del reconocimiento mutuo. Allí se criticó que se hubiera preferido a las directivas por encima de los reglamentos, al dejar mayor margen de maniobra a los Estados miembros en un mercado comunitario evidentemente fragmentado. El documento también da razón de las diferencias en la implementación e interpretación de la normativa comunitaria como factores que, en conjunción con la falta de mecanismos efectivos de cooperación harían muy difícil la regulación y supervisión macro y micro prudencial. Vid. *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*, del 15 de febrero de 2001.

⁴⁰² Vid. *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*, del 9 de noviembre de 2000, pp. 18-19. A través de este informe inicial se identificaron las falencias del proceso regulatorio en materia financiera, resaltando como una de ellas la lentitud en adoptar las propuestas de la Comisión Europea, situación que impedía responder de forma flexible y rápida a los cambios del mercado. La idea del informe era establecer una serie de estrategias para garantizar un sistema efectivo de regulación del mercado financiero, evitando que cualquier cambio o modificación, por pequeño que fuera, tuviera que ser sometido al largo proceso de co-decisión entre la Comisión y el Parlamento. Igualmente, se quería distinguir entre los principios fundamentales y esenciales, por naturaleza más duraderos, y las reglas o prácticas que podrían necesitar ajustes de manera más continua; dejando lo relacionado con la implementación a órganos técnicos con más experiencia en la regulación del “detalle”.

⁴⁰³ Vid. *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*, del 15 de febrero de 2001, p. 28.

orientaran a los legisladores nacionales, y/o estándares comunes compatibles con la legislación comunitaria aprobada mediante los niveles precedentes.

Por último, el cuarto nivel atiende a la necesidad de monitorear⁴⁰⁴ la adecuada transposición del derecho comunitario a la legislación interna de cada Estado miembro, con la posibilidad de presionar y sancionar a aquellos que falten a su obligación de transposición o lo hagan de forma inapropiada.

El proceso descrito tenía como objetivo destrabar la adopción de la normatividad comunitaria relativa al sistema financiero, pues las demoras y la posibilidad de bloquear las decisiones en ciertas circunstancias hacían muy difícil su configuración jurídica en clave comunitaria.⁴⁰⁵ Por eso la DAM tiene además de la importancia intrínseca de la temática que aborda, la trascendencia de haber sido, como se dijo, la primera directiva en seguir el proceso LAMFALUSSY.⁴⁰⁶ Proceso que, en general, ha sido valorado positivamente.⁴⁰⁷

Antes de examinar con detalle la DAM mencionaremos brevemente una directiva crucial en el ámbito de los servicios de inversión que complementa los principios, reglas y acciones en el ámbito de la protección del inversor, y que – de cara a la agudización de la actual crisis financiera y como lo fue la DAM – ha sido objeto de revisión reciente⁴⁰⁸ a efectos de su modificación, refundición y futura derogación (en el año 2017⁴⁰⁹).

1.4. MIFID y su aporte a la regulación del abuso de mercado.

Dentro del espíritu del PASF, del Consejo de Lisboa y siguiendo el proceso LAMFALUSSY, se aprobó la Directiva 2004/39/CE⁴¹⁰ que reemplazó a la DSI, conocida por sus siglas en inglés como la directiva MIFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), que

⁴⁰⁴ Vid. *Resolution of the European Council on more effective securities market regulation*, 23 de marzo de 2001. Este documento incluyó la idea de crear un sistema interinstitucional de monitoreo para valorar la evolución de las propuestas adoptadas conforme al proceso *Lamfalussy*.

⁴⁰⁵ Vid. *Council Decision (1999/468/EC) laying down the procedures for the exercise of implementing powers conferred on the Commission*, 28 de junio de 1999.

⁴⁰⁶ Sin embargo, este mismo proceso también debía ser objeto de seguimiento y en el primer reporte del *Inter-Institutional Monitoring Group* se establecieron cuatro criterios para evaluarlo: 1. Verificar si se ha acelerado el proceso legislativo en materia financiera, midiendo su eficacia en términos de los recursos empleados y de la flexibilidad para adaptarse a los cambios del mercado; 2. Determinar si ha existido una actividad de consulta interinstitucional amplia, suficiente y representativa para producir una respuesta razonada de las instituciones, empresas y comités consultados; 3. Establecer si han aparecido cuellos de botella o bloqueos en el cronograma propuesto; 4. Indicar si se han colmado las expectativas, si hay mejores resultados en comparación con procesos legislativos anteriores. Vid. *Inter-Institutional Monitoring Group, First Interim Report Monitoring the New Process for Regulating Securities Markets in Europe (The Lamfalussy Process)*, mayo de 2003.

⁴⁰⁷ Vid. *Commission Staff Working Document, The application of the Lamfalussy process to EU securities markets legislation, a preliminary assessment by the commission services*, SEC(2004) 1459, 15 de noviembre de 2004.

⁴⁰⁸ Vid. Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, del 20 de octubre de 2011, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (Refundición), COM(2011) 656 final, 2011/0298 (COD). En adelante, esta iniciativa, compuesta por una Directiva y un Reglamento se denominarán MIFID II y MIFIR respectivamente. De esta propuesta surgieron la Directiva 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n° 600/2014, ambos del 15 de mayo de 2014.

⁴⁰⁹ Vid. el Art. 94 de la Directiva 2014/65/UE.

⁴¹⁰ Vid. la Directiva 2004/39/CE, la Directiva 85/611/CEE y la Directiva 2000/12/CE.

como se advirtió ha sido objeto de revisión para ser reemplazada por otro instrumento comunitario.

En líneas generales, la MIFID tenía como propósito básico armonizar la creación de empresas de inversión y el funcionamiento de éstas en los mercados regulados y en los SMN (Sistemas Multilaterales de Negociación)⁴¹¹ a los que resultaba aplicable, en conjunción con la implementación de ciertos ajustes⁴¹² y la adopción – entre otras – de reglas claras para regir la conducta de los gestores de los mercados, evitar y resolver los conflictos de intereses, proteger al inversor, y fomentar la transparencia e integridad del mercado de valores.

Como su antecesora, la nueva normatividad señaló los requisitos y las condiciones que debían cumplir las empresas de inversión⁴¹³ y ciertas entidades de crédito para prestar sus servicios y establecer sucursales en Estados miembros distintos de aquellos cuyas autoridades los habían autorizado inicialmente para ejercer sus actividades, sin necesidad de autorización adicional y con fundamento en los principios del reconocimiento mutuo y de la autorización, supervisión y cumplimiento en el país de origen.⁴¹⁴

Sin perjuicio de esto, la normativa comunitaria no privó a los Estados miembros de acogida de la facultad de supervisar el funcionamiento y el cumplimiento de ciertas obligaciones por parte de las sucursales en razón a la proximidad con aquellas y con sus operaciones, pues, desde el punto de vista material están mejor posicionados para descubrir, investigar y sancionar las infracciones que hayan cometido al prestar sus servicios de inversión.⁴¹⁵

Igualmente, las autoridades de los Estados miembros tienen la potestad de denegar o de revocar, según el caso, la autorización para prestar servicios de inversión si hay evidencia

⁴¹¹ Art. 4 de la Directiva 2014/65/UE: «21) «mercado regulado»: sistema multilateral, operado o gestionado por un organismo rector del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de reunir —dentro del sistema y según sus normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular de conformidad con el título III de la presente Directiva; 22) «sistema multilateral de negociación» (SMN): sistema multilateral, operado por una empresa de servicios de inversión o por un organismo rector del mercado, que permite reunir —dentro del sistema y según normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con el título II de la presente Directiva; 23) «sistema organizado de contratación» (SOC): sistema multilateral, que no sea un mercado regulado o un SMN y en el que interactúan los diversos intereses de compra y de venta de bonos y obligaciones, titulaciones, derechos de emisión o derivados de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en el título II de la presente Directiva empresa de servicios de inversión; 24) «centro de negociación»: cualquier mercado regulado, SMN o SOC». La propuesta de directiva que derogaría a la MIFID no se refería a los SOC sino a los SON (sistemas organizados de negociación) en los cuales se tiene mayor poder discrecional a la hora de ejecutar las operaciones. Una breve explicación sobre los SMN y la introducción de su regulación en España puede encontrarse en: OLIVARES BLANCO, I. (2008), pp. 237-271.

⁴¹² Como la conveniencia de incluir el asesoramiento en materia de inversión entre los servicios de inversión sujetos a autorización; la inclusión de otros instrumentos financieros como ciertos derivados sobre materias primas o la fijación de una regulación general para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros cualquiera que sea el método de negociación o el sistema en que sean negociados (Considerandos tres a cinco).

⁴¹³ Aquellas que de forma principal y profesional se dedican a prestar servicios de inversión.

⁴¹⁴ Vid. los considerandos 22, 23 y 32, y el Art. 6 y ss. de MIFID.

⁴¹⁵ Vid. los Arts. 13, 32, 61 y 62 de MIFID.

de haber elegido un determinado Estado miembro para esquivar la aplicación de las normas, más severas o exigentes, de aquel Estado en el que realmente la empresa de inversión lleva o llevará a cabo la actividad o la mayor parte de ella.⁴¹⁶

Uno de los aportes más importantes de la directiva MIFID fue el haber promovido la competencia entre las bolsas y las *Multilateral Trading Facilities* (MTFs) o SMN, por lo que las empresas de inversión ya no tenían que canalizar sus órdenes a través de las bolsas (regla de la concentración) y podían recurrir a otras plataformas o sistemas de negociación e, incluso, a internalizadores sistemáticos⁴¹⁷.

Por supuesto, tanto los primeros como los últimos debían cumplir estrictamente, y bajo ciertas particularidades, las normas sobre transparencia antes de negociar, al ejecutar la operación y al momento de liquidarla, es decir, atender a los requisitos pre- y post-negociación del mercado de valores.

Modificando la directiva 93/6/CEE, MIFID – a través de su Art. 67 – exigió una cantidad de suscripción mínima de capital y/o seguro de responsabilidad profesional para cubrir las posibles negligencias de las empresas de inversión en el desempeño de sus actividades. De igual manera, y dentro de los objetivos de lograr una protección más adecuada del inversor, MIFID estableció una clasificación de los inversores, distinguiendo entre «contrapartes», «profesionales» y «particulares o “minoristas”», con el fin de ajustar la regulación de su conducta según qué tipo de inversor, sus necesidades y finalidades concretas.

Esto último, la diferenciación entre inversores expertos y los que no lo son, resulta de mucha importancia en materia de DIPr., ya que no es lo mismo dejar la elección de la normativa aplicable a un contrato sobre inversiones en cabeza de un inversor experto que en uno que no lo sea. En el primer evento podría darse más libertad a las partes a efectos de su elección y, en el segundo, esta libertad podría limitarse o reconducirse al derecho nacional o al derecho que más proteja al inversor, según las circunstancias.

En cuanto a la mejor protección del inversor sobresa la obligación impuesta a las empresas de inversión de lograr el mejor resultado posible en la ejecución de las operaciones (*duty of best execution*), especialmente en el caso de los particulares o minoristas cuyos intereses no estaban dentro de las prioridades de las empresas de inversión.

⁴¹⁶ Vid. el considerando 22 de MIFID.

⁴¹⁷ Vid. el considerando 17 y el Art. 4.1.20) de la Directiva 2014/65/UE: «...20) «internalizador sistemático»: la empresa de servicios de inversión que, con carácter organizado, frecuente, sistemático y sustancial, negocia por cuenta propia cuando ejecuta órdenes de clientes al margen de un mercado regulado o un SMN o un SOC sin gestionar un sistema multilateral...»

Asimismo, llama la atención la exigencia de adaptar, entre otros aspectos, las obligaciones y derechos de cada una de las partes; las características de los productos y servicios, la información que debe ser suministrada según el producto y la operación⁴¹⁸ y la información que debe ser recogida por las empresas de inversión para evaluar apropiadamente las necesidades y posibilidades de sus clientes, de manera que los servicios ofrecidos sean adecuados y comprensibles para cada clase de inversionista.

Todo esto integrado a algunos requerimientos en materia de manejo de conflictos de interés, publicidad, cumplimiento (“ejecución puntual, justa y rápida”), auditoría, gestión de riesgos, reportes a las autoridades competentes antes e inmediatamente después de efectuar una operación determinada, y muy especialmente, a través de la sección tercera de la MIFID (Art. 25 y ss.) titulada: “Transparencia e integridad del mercado” (que hoy se corresponde a la sección núm. 3 de la Directiva 2014/65/UE y al Título II del Reglamento UE n° 600/2014).

El Art. 25 original de la sección mencionada estableció que, sin perjuicio de lo indicado por la DAM, los Estados miembros debían implementar medidas en orden a facilitar la supervisión de las empresas de inversión por parte de las autoridades correspondientes, con miras a verificar si efectivamente estaban actuando honrada, justa y profesionalmente.

Dentro de estas medidas sobresalen, primero, la obligación de las empresas de conservar por cierto tiempo (por lo menos, cinco años⁴¹⁹) los registros de las operaciones realizadas por cuenta propia o ajena (segundo numeral);⁴²⁰ segundo, la obligación de elaborar informes detallados sobre las transacciones – por parte de las empresas de inversión y los gestores de mercados – con un contenido mínimo especificado en el cuarto numeral.

Y, tercero, la forma en que las autoridades competentes del Estado miembro de origen y el de acogida deben coordinar sus facultades de supervisión y control sobre las sucursales que operen en sus territorios, o en lo que atañe a la investigación de

⁴¹⁸ Vid. el Art. 19 de MIFID.

⁴¹⁹ En el dictamen (numeral 16) acerca de cómo la derogación de MIFID podría afectar el ámbito de la protección de datos, el Supervisor Europeo de Protección de Datos (SEPD) aconsejó sustituir este período mínimo de cinco años por uno de máxima conservación para cumplir con el artículo 6, apartado 1, letra e), de la Directiva 95/46/CE, que prescribe que «los datos personales no deben conservarse durante un período más largo de lo que es necesario para la finalidad para la que fueron obtenidos» Vid. Dictamen del Supervisor Europeo de Protección de Datos sobre las propuestas de la Comisión de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, (2012/C 147/01). Al respecto, con algo de frustración, hay que admitir que la lentitud en la investigación y sanción de las conductas de abuso de mercado hace que un período máximo de conservación de cinco años se quede corto, pero desde lo teórico parecería bastar y las autoridades deberían actuar y sancionar las conductas irregulares con mayor celeridad.

⁴²⁰ MIFID II establece la posibilidad de incluir en esos registros a las conversaciones telefónicas o a las comunicaciones electrónicas ligadas a órdenes de clientes para mejorar la protección del inversor y vigilar el mercado con mayor rigurosidad. Situación que fue valorada positivamente por el CERV, el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, a efectos de resolver eventuales litigios entre las empresas de inversión y sus clientes, supervisar la conducta de los miembros y de los operadores en los mercados de valores y para combatir el abuso de mercado. Vid. Recomendaciones técnicas del CERV a la Comisión Europea en el contexto de la revisión de la Directiva MIFID — Intermediarios y protección de inversores, de 29 de julio de 2010, CESR/10-417.

transacciones que afecten a sus mercados de valores, sobre todo, en lo que a compartir información se refiere, pues los datos precisos de las operaciones y de quienes las realizan son elementos fundamentales para efectuar un seguimiento minucioso de las conductas que se sospechan son abusivas.

El Art. 26 estableció también que los Estados miembros deberán exigir a los gestores de los SMN y a los mercados regulados, la adopción de mecanismos y procedimientos que permitan supervisar la actividad de sus usuarios para detectar aquellas conductas que puedan ser calificadas como abuso de mercado.

Del mismo modo, los Estados miembros deben exigir tanto a los mercados regulados como a los gestores de SMN, que denuncien oportunamente las infracciones “significativas” de sus normas internas y que pongan en conocimiento de las autoridades competentes toda “anomalía en las condiciones de negociación” y toda “actuación que pueda suponer abuso de mercado”; para que estas últimas puedan iniciar la investigación pertinente y la persecución judicial y/o administrativa de los infractores, en estrecha colaboración y con apoyo de los primeros.

Aunque la obligación de exigir los anteriores procedimientos y mecanismos es dejada a discreción de cada uno de los Estados miembros, por lo cual pueden ser muy variados según el Estado miembro que se examine, MIFID proporcionó orientación sobre este tema al regular ciertas obligaciones de transparencia (Arts. 27 a 30; Art. 36 y ss. relativos a los mercados regulados).

Sin embargo, en esencia, esos mecanismos y procedimientos diferían de un Estado miembro a otro, por lo que la detección del abuso de mercado dependía ya no sólo de los medios y recursos técnicos, humanos o financieros de cada uno, sino también de las concretas acciones y herramientas regulatorias empleadas para identificar una conducta de este tipo que, en todo caso, deben complementarse con lo expuesto por la DAM.

Finalmente, MIFID exigió a las empresas de inversión adherirse a un sistema de indemnización de los inversores en cumplimiento de la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, que reconoce la imposibilidad para un sistema de supervisión de garantizar absolutamente la no realización de actos fraudulentos (tercer considerando).

Por ello, esta última Directiva refuerza la protección del inversor y la conservación de la confianza en el sistema financiero, obligando a los Estados miembros a lograr una

armonización mínima que permita brindar una protección equivalente a los inversores a lo largo y ancho de la Unión Europea.

En pocas palabras, la directiva en cuestión exige la creación de fondos específicos para compensar a los inversores en caso de que las empresas de inversión no puedan cumplir con sus obligaciones frente a sus clientes/inversores por razones «directamente relacionadas con su situación financiera».

A diferencia de lo que pareciera desprenderse del tercer considerando cuyo alcance pretendía ser mayor al mencionar los actos fraudulentos, del texto de esta directiva se deriva que el sistema de compensación/indemnización no está pensado para casos que tengan que ver con el abuso de mercado sino con la falta de solvencia de una empresa de inversión siempre que esta circunstancia sea reconocida por una autoridad competente o judicial conforme al Art. 2.2.

Existen ya bastantes reglas que se encargan de garantizar la solvencia de las empresas de inversión, basta mirar – por ejemplo – las exigencias en cuanto a capital. Sin embargo, el tema del abuso de mercado que podría no tener consecuencias en cuanto a la capacidad de una empresa de inversión de hacer frente a sus obligaciones, sí que podría ameritar fondos específicos que refuercen la protección del inversor y que a partir de la constatación de una conducta de abuso de mercado operen más rápidamente y sin tantos formalismos, si se compara con los mecanismos tradicionales (generalmente judiciales) para obtener una indemnización.

Desde luego, la creación de un fondo específico es una cuestión muy compleja que requeriría un análisis técnico y jurídico más detenido, habría que consolidar un gran volumen de información, incluso de estadística, para respaldar una decisión de este tipo. Empero, no por su mayor dificultad habría que descartar la idea, ya que podría convertirse en una herramienta adicional para encarar la problemática del abuso de mercado, ocupándose más de los afectados y de las secuelas económicas de este fenómeno de tan difícil comprobación.

No hay que desconocer que es más fácil probar un estado de insolvencia que una conducta constitutiva de abuso de mercado; sin embargo, se deben establecer pautas, criterios o reglas aún más claras, menos equívocas, para la identificación o detección rápida de estos comportamientos.

Las autoridades que gestionan los mercados y las que los supervisan deben agilizar este proceso de identificación ya que quien abusa del mercado se aprovecha del tiempo que

se toman las autoridades para investigar las conductas y de las exigencias gravosas a nivel judicial para probar los hechos y su responsabilidad.

Por último, MIFID plantea en su Art. 51 que con independencia de la posibilidad de los Estados miembros de hacer uso del derecho penal si lo estiman conveniente, o de los procedimientos para la revocación de la autorización de una empresa de inversión, como mínimo, los Estados deben prever medidas y sanciones administrativas cuando se incumplen las disposiciones de la directiva. Esta idea, como se verá, se traslada también a la DAM, y MIFID impone expresamente a los Estados miembros la obligación de velar porque dichas medidas y sanciones sean «eficaces, proporcionadas y disuasorias».

1.5. La normativa que reemplazará a MIFID y su relación con el abuso de mercado.

A propósito de las sanciones, la propuesta de reforma de MIFID, compuesta por una directiva (MIFID II) y un reglamento (MIFIR)⁴²¹ que fueron adoptados finalmente en la presente anualidad, insistió en el examen riguroso de la responsabilidad de los órganos de dirección en los fraudes o el incumplimiento de las normas de conducta empresariales.⁴²²

Por consiguiente, MIFID II⁴²³ requiere a los Estados miembros para que dentro del conjunto de sanciones administrativas que tengan a bien aplicar en sus respectivos derechos nacionales, consideren – muy especialmente –, las responsabilidades de las altas jerarquías empresariales y de los gestores de los sistemas o plataformas de negociación, sean personas jurídicas o físicas.

Seguidamente, MIFID II introduce dentro de la órbita misma de las sanciones a la publicación obligatoria⁴²⁴ de «cualquier sanción o medida» impuesta ante el incumplimiento de sus disposiciones, exigiendo que dicha publicación contenga el tipo de infracción y la identidad de los responsables. La propuesta MIFID II reitera lo ya establecido por el Art. 51.3 de MIFID en el sentido de que una publicación de esta clase podrá obviarse si pudiera ponerse en grave peligro a los mercados financieros o se pudiera causar un daño desproporcionado a los implicados, pero en este último evento deja a salvo la posibilidad de hacer la publicación de forma anónima.

Por lo que toca a la publicación obligatoria, en su dictamen sobre MIFID II, el SEPD – Supervisor Europeo de Protección de Datos – indicó que esta medida podría contrariar los

⁴²¹ Vid. la Directiva 2014/65/UE y el Reglamento n° 600/2014.

⁴²² Vid. los considerandos 141 y 142 de MIFID II.

⁴²³ Vid. el considerando 141 y ss.

⁴²⁴ Vid. el considerando 145 y los Arts. 70 y ss. de MIFID II.

requisitos comunitarios en materia de protección de datos⁴²⁵ ya que, según este organismo, la propuesta no delimita claramente ni sustenta de manera suficiente su finalidad, necesidad y proporcionalidad.

El SEPD consideró que no basta, a efectos de justificar una medida de esta índole, el hecho de afirmar que la publicación obligatoria se precisa por su inestimable efecto disuasorio, pues un análisis de impacto concienzudo no desestimaría otros enfoques más eficaces, como las sanciones económicas, y menos drásticos como, por ejemplo, una publicación con un alcance menos general, es decir, más selectiva.

En referencia a las condiciones que deben reunir las sanciones, el Art. 72 de MIFID II es mucho más detallado en cuanto a las circunstancias o criterios que deben examinarse a la hora de imponer una sanción o tomar una medida administrativa, entre ellos, MIFID II menciona expresamente los siguientes: a) la gravedad y duración de la infracción; b) el grado de responsabilidad y la solidez financiera de los responsables (el volumen de negocios o sus ingresos anuales, según se trate de una persona jurídica o física); c) el provecho obtenido (ganancias o pérdidas evitadas); d) las pérdidas de los terceros; e) el nivel de cooperación con las autoridades; y, f) el historial de infracciones.⁴²⁶

En suma, aunque MIFID ha intensificado la competencia en los mercados financieros, la reciente crisis financiera puso al descubierto muchos puntos que requerirían una revisión y/o reglamentación, principalmente en el marco de la regulación del asesoramiento en inversiones, del funcionamiento de los mercados OTC⁴²⁷ y de los derivados sobre materias primas; sin olvidar lo concerniente a la creación de un mercado de valores más apropiado para las pequeñas y medianas empresas y, por último, el control de los riesgos en las negociaciones de alta frecuencia.⁴²⁸

⁴²⁵ Vid. Sentencia del TJCE en el caso *Schecke* (asuntos acumulados C-92/09 y C-93/09).

⁴²⁶ De todos modos, resulta obvio que estos parámetros para analizar una infracción y proceder a la determinación tanto cualitativa como cuantitativa de las sanciones obedecen al interés de que sean, como dice la antigua MIFID: «eficaces, proporcionadas y disuasorias».

⁴²⁷ Conclusión 1.5 del dictamen del Comité Económico y Social Europeo: «El CESE considera que la propuesta se centra en el objetivo de consolidar el mercado financiero de la UE para que sea más integrado, eficiente y competitivo, uniendo el refuerzo de la transparencia y de la protección de los consumidores, y reduciendo las zonas de especulación salvaje como un fin en sí misma y alejada del contexto económico y social, especialmente en los instrumentos negociados esencialmente en mercados no organizados (OTC).» Vid. Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la «Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo» (refundición), [COM(2011) 656 final - 2011/0298 (COD)], (2012/C 191/15).

⁴²⁸ «El recurso a la electrónica en la negociación ha evolucionado significativamente en el último decenio, de forma que en la actualidad es plenamente utilizada por los participantes en el mercado. Muchos de estos recurren en la actualidad a la negociación algorítmica, en la que un algoritmo informatizado determina automáticamente los aspectos de una orden sin ninguna o muy poca intervención humana. Un subapartado de la negociación algorítmica es el constituido por la negociación de alta frecuencia, en la que un sistema de negociación analiza a gran velocidad datos o señales del mercado y lanza o actualiza, como reacción a dicho análisis, un gran número de órdenes en un período de tiempo muy corto. La negociación de alta frecuencia suele ser utilizada más bien por operadores que negocian con su propio capital; este método, más que constituir una estrategia en sí mismo, recurre a tecnologías avanzadas para llevar a la práctica estrategias de negociación más tradicionales, como la creación de mercado o el arbitraje.» Vid. el considerando 44 de la propuesta MIFID II.

En el fondo, la idea que subyace en la nueva MIFID es la de extender el poder de regulación y supervisión de las autoridades a aquellos ámbitos en los cuales antes tenían poca o ninguna incidencia.

Los objetivos prioritarios de este renovado afán regulatorio son, de una parte, el establecimiento de reglas claras para todos los operadores y participantes en los mercados de valores encaminadas a garantizar unos mínimos en cuanto al régimen de transparencia deseable en las negociaciones⁴²⁹ y, de otra parte, el fortalecimiento de los mecanismos de protección del inversor y el destierro de la especulación que no aporta liquidez sino volatilidad, especialmente en relación con los derivados sobre materias primas.

En el conjunto de medidas generales destacan las que atienden a los datos sobre el mercado, en especial lo referente a su consolidación (Titulo V de MIFID II). La consolidación es vital para la transparencia de los mercados, pues a mayor dificultad para acceder a los datos sobre los instrumentos financieros y las operaciones, mayor será su coste y, lo más grave, sólo permite a los participantes poderosos o más grandes – que pueden acceder a muchos más canales de información y negociación – identificar oportunamente las mejores posibilidades de inversión, realizar ejercicios de comparación entre las distintas alternativas con más detenimiento y obrar con ventaja sobre otros inversores.⁴³⁰

Desde luego, la fragmentación de los datos también se trasluce negativamente en la correcta formación de los precios de los instrumentos financieros ya que estos no integrarán todas las variables o la información necesaria para ser fiables y ser conocidos con anticipación por un mayor número de inversores.

Para contrarrestar estas circunstancias, en vez de dejar el tema de la publicación al arbitrio de los operadores y el de la consolidación al cumplimiento espontáneo de los gestores de los mercados, de los sistemas o plataformas de negociación; la propuesta MIFID II exigió a las empresas la publicación de informes sobre las operaciones mediante Dispositivos de Publicación Aprobados (DPA) que permitirán la recopilación y registro de información sobre los instrumentos financieros y sus transacciones, respetando ciertas condiciones técnicas y comerciales.

⁴²⁹ Conclusión 3.22. del dictamen del Comité Económico y Social Europeo: «El CESE se pronuncia a favor de la ampliación del principio de transparencia a la fase de pre- negociación de los valores y productos estructurados. No obstante, el Comité sugiere que se tengan en cuenta las diferencias sustanciales entre el mercado de valores participativos y el mercado de valores no participativos. La transparencia de pre-negociación es más importante para los mercados dirigidos por órdenes (como el mercado de acciones), mientras que la transparencia post-negociación es más conveniente para los mercados por precios (como los mercados de obligaciones). En consecuencia, el CESE considera aconsejable una distinción entre los mercados para la aplicación del principio de transparencia pre-negociación y post-negociación.»

⁴³⁰ Recuérdese lo que ya decía el PASF sobre la información financiera en general: «Una información financiera comparable, transparente y fiable es fundamental para un mercado de capital integrado y eficiente. La falta de comparabilidad desalentará las inversiones internacionales, debido a la incertidumbre en lo que se refiere a la credibilidad de la información financiera.» Vid. Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), COM(1999)232, del 11 de mayo de 1999, p. 6.

Asimismo, MIFID II estableció los requisitos necesarios para ser proveedor de información consolidada (PIC)⁴³¹, esto es, quien suministrará los datos sobre las negociaciones poco después de ser ejecutadas y en qué condiciones, básicamente, las que a continuación se exponen: 1) en un flujo electrónico y continuo de datos, 2) gratuitamente, 3) dentro de los 15 minutos siguientes a la publicación de una operación, 4) en los formatos generalmente aprobados desde el punto de vista técnico para cumplir adecuadamente con su función de divulgación y, finalmente, 5) atendiendo a un contenido mínimo.⁴³²

Con estas disposiciones, MIFID II apuesta por la transparencia y, por ende, por la correcta formación de los precios a través de la divulgación de información de forma rápida, veraz, segura, coherente, eficaz, no discriminatoria, razonable en términos económicos, accesible y de fácil utilización por parte de aquellos interesados en participar en el mercado de valores.

No hay duda de que lo anterior sería lo recomendable, constituiría la declaración general de principios en esta materia y, si se cumpliera a rajatabla, coadyuvaría a la detección temprana del abuso de mercado, pues los comportamientos a través de los cuales se despliega este fenómeno se filtran en el mercado de valores gracias, en gran parte, a las deficiencias existentes en el manejo transparente de la información.

En lo que al abuso de mercado interesa, MIFID II⁴³³ hace expresa su preocupación por incorporar los derechos de emisión negociados en los mercados secundarios al contado, a la categoría de instrumentos financieros acogida por la DAM.⁴³⁴ Lo anterior en cuanto su no pertenencia a dicha clasificación derivaba en la imposibilidad de encuadrar las conductas constitutivas de abuso de mercado surgidas con ocasión de la negociación de derechos de

⁴³¹ Vid. Art. 4.1. de la Directiva 2014/65/UE: «...52) «agentes de publicación autorizados» (APA): una persona autorizada con arreglo a lo dispuesto para prestar el servicio de publicación de informes de operaciones en nombre de las empresas de servicios de inversión, en virtud de los artículos 20 y 21 del Reglamento (UE) no 600/2014; 53) «proveedor de información consolidada» (PIC): una persona autorizada con arreglo a lo dispuesto en la presente Directiva para prestar el servicio de recopilar informes de operaciones realizadas en mercados regulados, SMN, SOC y agentes de publicación autorizados, con los instrumentos financieros mencionados en los artículos 6, 7, 10, 12 y 13, 20 y 21 del presente Reglamento (UE) no 600/2014, y consolidarlos en un flujo de datos electrónicos continuos en directo que proporcionen datos sobre precios y volúmenes para cada instrumento financiero; 54) «sistema de información autorizado» (SIA): una persona autorizada con arreglo a lo dispuesto en la Directiva para prestar el servicio de notificar detalles de operaciones a las autoridades competentes o a la AEVM en nombre de las empresas de servicios de inversión;»

⁴³² Vid. el Art. 67 de la propuesta MIFID II : «... (a) el identificador del instrumento financiero; (b) el precio al que se haya concluido la operación; (c) el volumen de la operación; (d) la hora de la operación; (e) la hora a la que se haya comunicado la operación; (f) la divisa de la operación; (g) el centro de negociación en el que se haya ejecutado la operación o, si no, el código – OTC –; (h) si procede, un indicador de que la operación ha estado sujeta a condiciones específicas...» Vid. el Art. 65 de la Directiva 2014/65/UE.

⁴³³ El punto 3.4.1 del texto de la propuesta indica que uno de sus objetivos centrales es «garantizar que toda negociación organizada se realice en centros de negociación regulados: mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación (SMN) y sistemas organizados de negociación (SON). A todos estos centros se les impondrán unas obligaciones de transparencia idénticas antes y después de la negociación. Del mismo modo, los requisitos de organización y de vigilancia del mercado son prácticamente iguales para los tres tipos de centros. Esto garantizará unas condiciones de competencia equitativas en un ámbito en el que, desde el punto de vista funcional, las actividades son similares y en el que convergen los intereses de negociación de terceros. Es importante señalar que los requisitos de transparencia se calibrarán en función de los diferentes tipos de instrumentos, a saber, los de renta variable, los bonos y obligaciones y los derivados, así como de los diferentes tipos de negociación, a saber, carteras de órdenes y sistemas de negociación basados en cotizaciones.»

⁴³⁴ La propuesta de Reglamento que sustituyó a la DAM contemplaba los derechos de emisión dentro de su ámbito de aplicación (ver especialmente el Art. 2 y los considerandos 11, 16, 16 bis, 16 quáter y 17 de la propuesta RAM).

emisión dentro del ámbito de la DAM; no obstante haber observado una «serie de prácticas fraudulentas» que afectaban negativamente la confianza inversora en este sector.

De otra parte, el Art. 59.1(b) de la propuesta MIFID II tocaba el punto de la limitación de las posiciones para evitar el abuso de mercado, exigiendo a los Estados miembros velar por el control y la imposición de límites al número de contratos u operaciones realizadas por los participantes o miembros de los mercados durante un período determinado, u otro mecanismo con efecto equivalente como, al tenor de la disposición citada, el establecimiento de umbrales de revisión automática.

Como se recordará, es frecuente manipular el mercado adoptando posiciones que en volumen, frecuencia y valor sean útiles a la consecución de cierto estado de cosas deseado. Lamentablemente, dicho propósito puede obedecer a un interés sin conexión con la dinámica de la economía real y, por lo tanto, ser el resultado de la artificialidad, de un interés concreto de hacer bajar o subir – a capricho – el precio de un valor determinado.

Por eso, actualmente, el tema de las limitaciones a las posiciones adquiere mayor relevancia y peso en la regulación,⁴³⁵ pues sin querer afectar la libertad de los participantes en el mercado y sus legítimas expectativas de negociación y ganancias, es preciso imponer reglas de juego más claras para desterrar el ánimo o voluntad de abusar de esa libertad.

La misma norma indica que los mecanismos por los cuales estos límites deberán aplicarse funcionarán de forma transparente y sin discriminación, señalando claramente el alcance cuantitativo y cualitativo de las restricciones, sus destinatarios, el ámbito temporal y material aplicable, la forma en que serán objeto de publicidad, entre otros aspectos, para que no se distorsione o altere el funcionamiento adecuado de la economía real, atendiendo – como dice el artículo 59 – «a las características del mercado de materias primas subyacente, incluidas las pautas de producción, consumo y transporte al mercado.»

Finalmente, MIFID II establece la posibilidad de incluir las conversaciones telefónicas y las comunicaciones electrónicas ligadas a órdenes de clientes, en los registros que las empresas de inversión deben conservar sobre las operaciones. Esta medida pretende mejorar la protección del inversor y la vigilancia del mercado de valores, imponiendo – al mismo tiempo – una obligación de conservación por tres años (la Directiva 2014/65/UE amplió este término a 5 ó 7 años)⁴³⁶

⁴³⁵ Vid. el Título IV de MIFID II.

⁴³⁶ Vid. el Art. 16.7. de la Directiva 2014/65/UE: «...Los registros conservados con arreglo a lo dispuesto en este apartado se pondrán a disposición de los clientes si así lo solicitan, y se conservará durante un período de cinco años y, cuando la autoridad competente así lo solicite, durante un período de hasta siete años.»

A este respecto, el SEPD calificó de insuficientes y poco claras las razones aducidas por la Comisión Europea para sustentar la necesidad y proporcionalidad de la obligación de conservación de los registros de conversaciones telefónicas y comunicaciones electrónicas durante el período aludido.

A juicio de este organismo, en materia de protección de datos personales, donde están implicados derechos fundamentales tan importantes como el de la honra o la intimidad, no es suficiente dar argumentos generales que justifiquen una intervención regulatoria tan amplia, por el contrario, se necesitan razones de peso específicas conforme a un análisis de impacto coherente y exhaustivo.⁴³⁷

Así las cosas, el SEPD recomendó a la Comisión que se esforzara por aclarar el tipo de conversaciones telefónicas y de comunicaciones electrónicas que serán objeto de estos registros, los datos particulares que de ellas deberán extraerse y, por último, las finalidades, condiciones y límites concretos de esta actuación.

Poniendo en marcha estas correcciones que gozan de razonabilidad y que pocas objeciones pueden suscitar conforme a las políticas actuales de intervención normativa de la UE en materia de protección de datos; desde lo teórico el plazo de tres años (inicialmente propuesto) sería suficiente siempre que las autoridades responsables de la investigación y sanción de conductas contrarias al normal funcionamiento del mercado de valores actuaran rápida y eficazmente.

Sin embargo, la crisis financiera reciente ha demostrado cuán parsimonioso puede ser el poder estatal para poner freno a los poderes financieros y aún más para valorar si ha existido una conducta de abuso de mercado.

No obstante lo anterior, pero en la misma línea de pensamiento consistente en restringir el poder estatal a lo estrictamente necesario y con respeto de las garantías legales existentes en el ámbito de la protección de datos, el SEPD celebró que la propuesta haya considerado que las autoridades competentes podrán exigir registros telefónicos y de tráfico de datos sólo si existe una «sospecha fundada» de que dichos registros «podrían ser pertinentes para demostrar una infracción, por parte de la empresa de inversión, de sus obligaciones», si bien esos registros «no afectarán al contenido de la comunicación a la que se refieran» (Art. 71.2.d).

⁴³⁷ Vid. los numerales 33 y 37 del dictamen del SEPD.

Un asunto particularmente interesante – porque podría ser aplicado en materia de abuso de mercado, dada las dificultades probatorias que tienen que enfrentar las autoridades y los afectados en orden a esclarecer los hechos – es el de la regulación de la situación de los denunciantes o informantes, sobre todo en lo concerniente a la protección de su identidad.

No hay que olvidar que quienes podrían tener información determinante y de primera mano para establecer si se ha dado o no una conducta constitutiva de abuso de mercado, y en qué condiciones, son precisamente quienes están estrechamente vinculados a una empresa de inversión o a un participante en el mercado de valores, generalmente en calidad de empleados.

Por esta razón, con el objetivo de propiciar su cooperación sería recomendable garantizarles confidencialidad, sin que se prive al denunciado de las garantías imprescindibles para ejercer su derecho de contradicción en el procedimiento sancionatorio correspondiente, sea cual sea su naturaleza, administrativa o judicial.

Incluso, ante lo compleja que puede llegar a ser una investigación de una infracción en el contexto del abuso de mercado, podría pensarse en la posibilidad de trasladar, previo análisis de su impacto, el sistema de beneficios o clemencia que en los casos del derecho de competencia se dan para quienes admitan su participación en un esquema o en una actuación de esta clase, siempre que colaboren con las autoridades para esclarecer los hechos e identificar a los demás responsables.

Aunque este sistema es un poco chocante en algunos aspectos porque en aras de evitar males mayores hay que valerse del infractor como colaborador, negociar con él y tratarlo con cierta indulgencia, a pesar de que su conducta es reprochable; desde la perspectiva de los afectados la cuestión no es tan sencilla porque tienen un legítimo interés en recibir una reparación justa por los perjuicios que han soportado y negociar puede estar por fuera de sus expectativas.

Por lo tanto, exigirles a estos últimos que renuncien en algo a ese derecho para que, entre otras cosas, la carga de la prueba del abuso de mercado no caiga con todo su peso sobre ellos mismos o sobre el Estado, puede resultar más agravante para su sensibilidad (pero más pragmático) si se compara con la situación de las autoridades para quienes negociar con infractores en aras de mostrarse “eficientes” puede ser más asumible.

Dejando MIFID (y MIFID II) y centrándonos en los antecedentes más directos de la DAM, encontramos al Código de Conducta Europeo de 1977 y a la Directiva 89/592/CEE del

Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.

1.6. El Código de Conducta Europeo de 1977.

Si bien desde 1977⁴³⁸ se contaba con un Código de Conducta Europeo relativo a las transacciones referentes a los valores mobiliarios (la Recomendación 77/534/CEE de la Comisión)⁴³⁹ donde se expresó que las disparidades legislativas entre los distintos Estados miembros no se habían convertido en obstáculos insuperables para las transacciones intra-comunitarias, pero sí las limitaban, todavía (al promulgarse la AUE) se echaba en falta una armonización normativa que contemplara las conductas constitutivas de abuso de mercado.

Es decir, más allá de una puesta en común de un conjunto de principios, cuyo objetivo fundamental era insistir en la aplicación de una ética aceptada por la generalidad de los Estados en las operaciones con valores mobiliarios⁴⁴⁰, los ahorradores/inversores no disponían de un marco legal que los protegiera suficiente y adecuadamente frente a conductas contrarias a esta ética común⁴⁴¹, en caso de adquirir/enajenar estos valores por fuera de su ámbito nacional (y ni siquiera en este último), lo que – lógicamente – arrojaba inseguridad jurídica y dificultaba el intercambio de capitales a nivel comunitario.

La recomendación del 25 de julio de 1977 se constituyó como un punto de referencia para futuras armonizaciones, pues básicamente recordó a los Estados miembros que debían tener en cuenta la aplicación de algunos principios en las transacciones con valores mobiliarios y, aunque no exigió la creación de organismos especializados, aludió a la importancia de la coordinación y cooperación entre las distintas autoridades estatales para superar las deficiencias reglamentarias.

El primer principio explica que el objetivo fundamental del Código de conducta y los principios generales que este enuncia, deben ser observados en todo momento, aún en situaciones no previstas expresamente por las disposiciones complementarias. Además, toda operación sobre valores mobiliarios debe seguir las leyes, los principios de buena conducta

⁴³⁸ Desde 1966, en un informe del grupo de expertos de la Comisión sobre la integración de los mercados de capitales (informe Segre), se había discutido sobre la necesidad de prevenir las operaciones de iniciados. Preocupación que se atendió en las versiones iniciales, de 1970 y 1975, de la propuesta de reglamento sobre el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea que tenía algunas normas de prevención del *insider trading*, enfocándose en el problema de los iniciados desde el derecho de sociedades. Vid. HERNÁNDEZ SAÍNZ, E. (2007), pp. 127-128.

⁴³⁹ Este código estaba compuesto formalmente por un objetivo fundamental (formular las normas de un "comportamiento leal" para que los mercados de valores mobiliarios funcionen eficazmente y así proteger los intereses del público), unos principios generales (disposiciones esenciales que priman sobre las disposiciones más detalladas) y unas disposiciones complementarias (que sin ser exhaustivas, ilustraban, especificaban y completaban los principios generales).

⁴⁴⁰ Se entendía por estos los títulos negociados o que puedan negociarse en un mercado organizado.

⁴⁴¹ Vid. la exposición de motivos núm. 4 de la Recomendación 77/534/CEE de la Comisión Europea.

existentes y los principios generales del mismo Código de Conducta Europeo, no sólo desde la perspectiva literal, sino también desde su “espíritu” o esencia.⁴⁴²

El segundo principio hace énfasis en la necesidad de brindar al público información completa, leal, clara, correcta, suficiente, de fácil acceso y oportuna.⁴⁴³

Con este principio se pretende que los mercados de valores sean más abiertos, menos opacos, que la información se gestione apropiadamente y que, por lo tanto, los datos necesarios para configurar la oferta y la demanda se suministren con rigor, sin que haya lugar a malas interpretaciones o a confusiones por parte de sus destinatarios, manipulación, falseamiento o el privilegio de unos pocos mediante su difusión selectiva.⁴⁴⁴

El tercer principio atiende a la igualdad de trato que debe reinar entre los tenedores de valores mobiliarios de naturaleza similar.⁴⁴⁵ Mientras que el cuarto se refiere al deber de los miembros de los órganos de vigilancia, de administración y de dirección de una sociedad, y de quienes la controlen de hecho o de derecho, de comportarse lealmente y abstenerse de realizar cualquier acción que menoscabe el normal funcionamiento del mercado de los títulos de la sociedad, o que pueda perjudicar a los demás accionistas.⁴⁴⁶

El quinto principio alude al deber general de quienes operan habitualmente en los mercados de comportarse lealmente «aún cuando ello pueda privarles,...de ventajas financieras inmediatas.». La disposición complementaria núm. 3 recuerda que nadie debe incitar ni presionar a otro para conseguir una información que no deba hacerse pública según

⁴⁴² «1. The objective of this code and the general principles should be observed even in cases not expressly covered by supplementary principles. Every transaction carried out on the securities markets should be in conformity with not only the letter but also the spirit of the laws and regulations in force in each Member State, and also the principles of good conduct already applying to these markets, or recommended by this code.» Vid. el principio general núm. 1 de la Recomendación 77/534/CEE de la Comisión Europea.

⁴⁴³ “...pues la ignorancia es siempre fuente de imperfecciones en un mercado, sea éste el que fuere”. Vid. la exposición de motivos núm. 11.B de la Recomendación 77/534/CEE de la Comisión Europea.

⁴⁴⁴ Este principio es desarrollado con detalle por las disposiciones complementarias núm. 7 a 15. Sobresalen las siguientes: «12. Every company whose securities are dealt in on the market should publish periodically, and at least every six months, information which is clear, precise, complete and up-to-date concerning its business operations, results, and financial position. Any fact or important decision capable of having an appreciable effect on the price of securities should also be made public without delay. 13. When a fact or important decision, referred to in the preceding provision, cannot be made public without delay, for example because certain formalities have not yet been completed or because the company would be seriously prejudiced as a result, but the company nevertheless considers that there is a risk of leaks, the company should inform the competent authorities of the position. The latter should take the necessary steps to safeguard the market's proper operation until the relevant fact or decision can be made public. In particular they may, if this step appears unavoidable, suspend transactions for the necessary period.»

⁴⁴⁵ Vid. las disposiciones 15 a 18 del Código de Conducta Europeo: «15. No investor or group of investors should be given more favourable treatment as regards information than other investors or the public. All investors should have free access to information. 16. On the occasion of each issue of securities of the same type which are or may be dealt in on several markets at the same time, the issuer should endeavour not to give more favourable treatment to one market than to another. 17. Any transaction resulting in the transfer of a holding conferring control in the sense referred to in general principle 3 should not be carried out in a surreptitious fashion without informing the other shareholders and the market control authorities. It is desirable that all the shareholders of the company whose control has changed hands should be offered the opportunity of disposing of their securities on identical conditions, unless they have the benefit of alternative safeguards which can be regarded as equivalent. 18. Any acquisition, or attempted acquisition on the market, separately or by concerted action, of a holding conferring control in the sense referred to in general principle 3, without informing the public, is against the objective of this code.»

⁴⁴⁶ Vid. las disposiciones complementarias 7 y 9.

las normas correspondientes, o a realizar una operación irregular o deshonesta en el mercado de valores.

El sexto principio recuerda a los intermediarios financieros que deben evitar los conflictos de intereses y que, de producirse, deben tomar las medidas necesarias para no aprovecharse indebidamente de esta circunstancia. Adicionalmente, deben aconsejar adecuadamente a sus clientes y buscar para ellos las mejores alternativas disponibles de contratación de valores/ejecución de órdenes, sin incurrir en comisiones injustificadas y guardando la confidencialidad que sea del caso.⁴⁴⁷

A efectos de esta investigación, del Código de Conducta Europeo pueden extraerse varias cuestiones que revisten gran importancia. Una que llama la atención y que se constituye en el primer principio general es la siguiente: **«Toda operación en los mercados de valores mobiliarios implicará el respeto no solamente de la letra, sino también del espíritu de las disposiciones legales o reglamentarias en vigor en cada Estado, así como de los principios de buena conducta en uso en dichos mercados o recomendados por el presente Código.»** (Negrilla añadida).

Si se toma en consideración que el objetivo fundamental del Código es que exista un comportamiento “leal” por parte de quienes participan en los mercados de valores mobiliarios, con el fin de que estos funcionen eficazmente y que se proteja al público, resulta claro que no es deseable que en un ámbito tan complejo, de constante innovación y con una dinámica colosal se circunscriba la regulación de los mercados de valores a normativas o reglas que resten eficacia al poder regulador y sancionador de los Estados.

Esto es, por ejemplo, haciendo un uso de la vía penal y/o administrativa cuando en esta última, por asociación con lo penal, se da prevalencia a conceptos y principios propios de dicho ámbito que, en vez de flexibilizar la actuación administrativa, buscan limitarla cuando se trata de imponer sanciones o construir regulaciones.

Lo anterior, en desmedro de otras reglas, pautas, criterios y normas de otra índole (extra-penal o, incluso de autorregulación) que, ciertamente, permiten una mayor flexibilidad y adaptación a una actividad tan cambiante, en la cual, principios como el de la legalidad no tengan que ser estrictamente analizados desde la ley en sentido formal.

Finalmente, la Recomendación de 1977 describió en sus disposiciones complementarias, en particular la 7 y la 9, las conductas que en la actualidad son

⁴⁴⁷ Vid. las disposiciones complementarias 2 y 4 a 9.

consideradas como abuso de mercado. La primera se encarga de la manipulación del mercado y la segunda del abuso de información privilegiada.

La disposición núm. 7 indicó que es contraria al objetivo del Código de Conducta Europeo: «Toda tentativa o maniobra de personas que actúen individualmente o de común acuerdo y que, por cualesquiera medios fraudulentos, intenten producir o produzcan el alza o la baja de precios de los valores mobiliarios...»

Debe resaltarse que en esta primera aproximación comunitaria a la manipulación del mercado de valores se dan los primeros elementos de la definición de esta conducta, a saber: Primero, se habla de “maniobra” dando la idea de conductas o formas de llevar a cabo un negocio u operación perfectas o acabadas desde su materialización, o inacabadas, es decir, en la modalidad de tentativa.

Segundo, estas conductas o maniobras pueden ponerse en marcha tanto por parte de un solo individuo como por varios (en concierto). Tercero, se caracterizan por lo artificiosas o fraudulentas, es decir, engañosas, contrarias a la verdad, a la rectitud, que buscan eludir una norma o regla. Cuarto, están dirigidas a producir y que efectivamente pueden llegar a hacerlo, un efecto en la cotización de un valor, ya sea al alza o a la baja.

A continuación, la disposición complementaria en examen añade: «En particular, se considerarán medios fraudulentos la publicación o difusión de datos falsos, exagerados o tendenciosos, así como el empleo de otros artificios que tengan por objeto perturbar el funcionamiento normal de los mercados...»⁴⁴⁸

Esto significa que se tuvieron en cuenta tanto las manipulaciones operativas como las informativas, si bien estas últimas reciben un desarrollo más detallado, pues se explica que consisten en la publicación o difusión de datos “falsos, exagerados o tendenciosos”.

Resulta de interés acudir al sentido que el lenguaje común otorga a estos calificativos, pues, como se verá, las normas comunitarias no indican – por regla general – qué debe entenderse por estos adjetivos, por lo que debemos atender al significado corriente de las palabras.⁴⁴⁹

⁴⁴⁸ Disposición complementaria núm. 7: «...Los intermediarios, así como los miembros de los órganos de vigilancia, administración y dirección de las sociedades cuyos valores mobiliarios se negocien en los mercados de valores mobiliarios, que tuvieran conocimiento de tales tentativas o comprobaran dichas maniobras, se esforzarán por tomar las medidas necesarias para desbaratarlas. Informarán sin demora a las autoridades competentes y a las sociedades de que se trate.»

⁴⁴⁹ Por ejemplo, conforme al Diccionario de la Lengua Española (Vigésima segunda edición) , “falso” quiere decir: «1. adj. Engañoso, fingido, simulado, falto de ley, de realidad o de veracidad. 2. adj. Incierto y contrario a la verdad.»; “exagerado” significa «1. adj. Dicho de una persona: Que exagera... 2. adj. Excesivo, que incluye en sí exageración...», y “exagerar” es «2. tr. Decir, representar o hacer algo traspasando los límites de lo verdadero, natural, ordinario, justo o conveniente»; por

Respecto al «*insider trading*», la disposición complementaria núm. 9 indicó que: «Todas las personas que dispongan, con motivo del ejercicio de su profesión o de su función, de una información que no haya sido hecha pública, relativa a una sociedad o al mercado de sus títulos o a algún acontecimiento que interese al mercado en general, que pudiera, si se publicare, influir de manera apreciable en la cotización de uno o varios valores mobiliarios, se abstendrán de realizar, directa o indirectamente, cualquier operación por la cual aprovechan dicha información, así como de comunicarla a un tercero para beneficiarle antes de que sea hecha pública.»

Los elementos que pueden extraerse para la definición del abuso de información privilegiada son los que a continuación se expondrán.

Primero, comprende tanto a los iniciados primarios internos como a los externos, pues alude a todas las personas que por razón de su profesión o función dispongan de una información que no sea pública todavía, es decir, pueden ser tanto empleados, administradores o directivos de una sociedad como asesores externos (abogados o auditores) e, incluso, el personal de un ente de supervisión o vigilancia.

Segundo, la información concierne a la sociedad emisora, al mercado de sus títulos o a algún acontecimiento del mercado en general que: a) no es pública aún, pero tiene la vocación de serlo, y que: b) si se publicare incidiría apreciablemente en la cotización, esto es, que puede ser significativa o relevante para la formación de los precios de los valores.

Tercero, la conducta a seguir es la de abstenerse de realizar, directa o indirectamente, cualquier operación en la que se aproveche dicha información en beneficio propio, o comunicarla a otro para que este la emplee en su beneficio.

Las definiciones de las conductas de abuso de mercado consignadas en el Código de Conducta Europeo son simples, más bien generales, quizás hay menos detalles o precisiones que en regulaciones posteriores, ya que en su momento sólo se buscaba lo “común” entre las distintas legislaciones estatales.

Aunque la gran mayoría de autores apenas dedican una mención a esta Recomendación de 1977, es – ciertamente – muy importante como punto de partida, ya que representa un esfuerzo prudente y consciente en la armonización de la normativa comunitaria del abuso de mercado.

último, “tendencioso” apunta a algo que se «presenta o manifiesta... parcialmente, obedeciendo a ciertas tendencias, ideas, etc..»

Así las cosas, en 1987, con el impulso del AUE y a la vista de algunos escándalos recientes por abuso de información privilegiada, resurgió el interés por “coordinar” la normativa relativa al abuso de mercado a través de una propuesta de la Comisión Europea – circunscrita, eso sí, al «*insider trading*»⁴⁵⁰ –.

1.7. La Directiva 89/592/CEE sobre operaciones con información privilegiada («Directiva de iniciados»).

1.7.1. La propuesta de «Directiva de iniciados».

La propuesta de directiva sobre la coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada se inspiró en la legislación francesa y en la británica, destacando la necesidad de una regulación de carácter obligatorio, por encima de la autorregulación (fuertemente defendida en Alemania).⁴⁵¹

Luego de reconocer la importancia de los mercados de valores secundarios en la financiación de los distintos agentes económicos y de exponer la necesidad de reforzar su confianza inversora, garantizándoles igualdad de condiciones, la propuesta fija su principal argumento de justificación: el *insider trading* «supone ventajas para ciertos inversores en detrimento de los demás», socavando la confianza de los inversores y, en consecuencia, el adecuado funcionamiento de los mercados bursátiles.

A continuación, el documento explica que las conductas que los Estados miembros deben encarar a través de prohibiciones son: a) la cesión o la adquisición de valores mobiliarios/negociables⁴⁵² en un mercado bursátil (directa o indirectamente), aprovechándose de información privilegiada, a la que se accedió por virtud de un trabajo,⁴⁵³ una profesión o el

⁴⁵⁰ «The international investor is afforded varying degrees of protection throughout the world. Insider trading regulations range from strict legislation to complete absence of formal restrictions. This lack of uniformity has led to serious enforcement problems.17 For instance, nonpublic sensitive information concerning a U.S. issuer may not be deemed inside information in another nation. If a non-U.S. resident in possession of such information effects a transaction in a U.S. security through his or her national market, U.S. regulatory officials may be hindered by the other country's application of its own securities laws.18» Vid. McGUINNESS, C. A. (1987-1988), p. 435.

⁴⁵¹ Vid. Observación general 1.2. del Consejo Social y Económico Europeo (CESE) consignada en el Dictamen sobre la propuesta de Directiva del Consejo sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones de iniciados, (88/C 35/10). Al momento de presentar la propuesta de Directiva, sólo el Reino Unido, Francia y Dinamarca disponían de estatutos que regularan el *insider trading*. Alemania tenía algunas reglas voluntarias de autorregulación, mientras que Bélgica, Holanda e Irlanda apenas estaban estudiando o tramitando algún tipo de legislación. Si se quiere profundizar un poco sobre la regulación del «*insider trading*» antes de la propuesta de Directiva, puede consultarse a: McGUINNESS, C. A. (1987-1988), p. 438 y ss.

⁴⁵² El Art. 5 de la propuesta habla de valores mobiliarios: «A los efectos de la presente Directiva, se entenderá por valores mobiliarios no solamente los valores normalmente negociados en los mercados bursátiles, tales como las acciones u obligaciones, sino también las opciones negociables sobre tales valores.» En cambio, el Art. 1 de la Directiva emplea la expresión “valores negociables”, entendiéndose por estos: «a) las acciones y las obligaciones, así como los valores asimilables a los mismos, b) los contratos o derechos que permitan la suscripción, adquisición o cesión de los valores contemplados en la letra a), c) los contratos a plazo, las opciones y los instrumentos financieros a plazo relativos a los valores contemplados en la letra a), d) los contratos sobre índices relativos a los valores contemplados en la letra a), siempre que estén admitidos a negociación en un mercado regulado y controlado por autoridades reconocidas por los poderes públicos, de funcionamiento regular y accesible directa o indirectamente al público.»

⁴⁵³ Adición efectuada mediante la modificación de la propuesta.

ejercicio de una función;⁴⁵⁴ b) la recomendación de negociar a un tercero con base en dicha información; y, c) la comunicación de la misma a un tercero, pero no en el cumplimiento normal de una función, de un trabajo o el ejercicio profesional.⁴⁵⁵

De igual manera, las restricciones anteriores y sus distintas modalidades son extensivas a quienes «obtenen deliberadamente información privilegiada de personas que, en el ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones, hayan tenido acceso a dicha información», es decir, la norma se ocupa expresamente de los *tippees* o iniciados secundarios sin exigir, como lo hacía la legislación francesa⁴⁵⁶, que éstos últimos tuvieran una relación de familia con los iniciados primarios.

Seguidamente, la propuesta desarrolla ciertas reglas sobre la aplicación de la ley de los respectivos Estados miembros, indicando, por un lado, que si estas operaciones sobre valores (adquisición o cesión) se efectúan en el mercado bursátil, se entenderá que se realizan en «el territorio del Estado miembro donde esté situada u opere la correspondiente bolsa», lo que es lógico, pero nada se dice sobre las conductas inacabadas (tentativa) o las de comunicación y recomendación, más aún si éstas ocurren en un Estado miembro distinto a aquel en que efectivamente se negocie el valor.

Por otro lado, si la transacción se da por fuera del mercado bursátil, se considerará efectuada en el territorio del Estado miembro donde resida la contraparte. Sin embargo, en teoría, es posible que la aplicación de la ley de residencia de esta última pueda ser menos rigurosa, es decir, brindarle una protección menor ya que es potestativo de los Estados miembros establecer disposiciones más restrictivas, siempre que no sean discriminatorias (Art. 4 de la propuesta) o, según el Art. 6 de la Directiva adoptada, que sean de aplicación general (asunto C-28/99).

Adicionalmente, la propuesta excluye el alcance de la prohibición cuando la operación se realizó fuera del mercado bursátil sin intervención de un intermediario profesional. Cuestión que hoy por hoy ha sido revisada, ya que el abuso de información privilegiada puede

⁴⁵⁴ Conforme a la propuesta modificada, cuando se trate de personas jurídicas estas prohibiciones se aplicarán a los directivos de hecho o de derecho, Y si las adquisiciones o cesiones de valores son efectuadas por fuera del mercado bursátil, sin intervención de intermediarios profesionales, los Estados miembros podrán excluir la aplicación de la prohibición. Es más, se adiciona el Art. 1 con lo siguiente: «4. La presente Directiva no se aplicará a los valores mobiliarios emitidos por un Estado o por sus entes públicos territoriales.» Más adelante, la Directiva, propiamente dicha, señaló en su Art. 2 que: «3. La prohibición contemplada en el apartado 1 se aplicará a toda adquisición o cesión de valores efectuados con intervención de un intermediario profesional. Cada Estado miembro podrá establecer que dicha prohibición no se aplique a las adquisiciones o cesiones de valores efectuadas, sin intervención de un intermediario profesional, fuera de un mercado tal como se define en el artículo 1, apartado 2, in fine.»

⁴⁵⁵ En la observación específica del Art. 2, el CESE expresó en su dictamen que «no siempre es posible determinar qué información privilegiada se comunica "normalmente" a un tercero en el ejercicio de la profesión y cuál no. Además, desde el punto de vista de la sistemática jurídica no parece impensable prohibir la simple comunicación de información privilegiada, incluso de la más trivial.»

⁴⁵⁶ Vid. el Art. 1 de la Loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970 portant modification de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales et de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 instituant l'Autorité des marchés financiers et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse.

ocurrir tanto en las bolsas como en muchos mercados, sistemas o plataformas de negociación alternativa de instrumentos financieros, con o sin intermediarios, con negociación directa o anónima.

El hecho de que una operación se dé cara a cara, sin intermediarios, no hace que desaparezca la posibilidad de que se opere con base en información privilegiada y que pueda garantizarse su no ocurrencia por la confianza existente entre los operadores o por la exigencia de garantías por escrito que hagan viable una reclamación de índole contractual.

El documento en examen (la propuesta de Directiva) define como información privilegiada aquella: 1) desconocida por el público (la propuesta modificada habla de información inaccesible o no disponible para el público); 2) de carácter preciso; 3) referida a uno o varios emisores de valores mobiliarios o a uno o varios valores de este tipo; 4) que de revelarse influiría sensiblemente en su cotización.

Mientras que la Directiva aprobada entiende por información privilegiada: a) aquella que no se haya hecho pública⁴⁵⁷; b) precisa; c) referida a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o varios valores negociables; d) que de hacerse pública podría influir apreciablemente sobre la cotización de estos.

Es una pena que ni la propuesta, su modificación ni el texto de la Directiva finalmente adoptada – la Directiva 89/592/CEE – determinen claramente qué debe entenderse por cada uno de los elementos de esta definición porque puede ser tan amplia, detallada o ambigua, según el significado que expresiones tales como, “sensiblemente” o “apreciablemente”, tengan en la legislación y en la práctica jurídica de cada Estado miembro.⁴⁵⁸

En Francia,⁴⁵⁹ por ejemplo, se requería expresamente que la información privilegiada se refiriera a la actividad o el funcionamiento técnico, comercial y financiero de la empresa. Lo que en estricto sentido puede ocasionar problemas de interpretación si se entiende que limita el origen de la información privilegiada a la marcha interna de la empresa, cuando es posible

⁴⁵⁷ El penúltimo considerado de la Directiva de iniciados y el número 30 de la DAM excluyen del concepto de información privilegiada a todas aquellas estimaciones que son elaboradas a partir de datos públicos.

⁴⁵⁸ Por ejemplo, en el Reino Unido, el *Company Securities (Insider Dealing) Act* de 1985 fijó los elementos que constituían el concepto de “*price-sensitive information*”, así: « First, the information must relate to specific matters concerning the company.43 Second, the information must be likely to affect the price of a company's security if disclosed. 44 Finally, the information must not be generally known to those who are likely to deal in the company's securities.45» Vid. McGUINNESS, C. A. (1987-1988), p. 439.

⁴⁵⁹ Art. 4 de la Loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970: «Seront punies d'un emprisonnement de deux mois à deux ans et d'une amende de 5.000 à 5 millions de francs dont le montant pourra être porté au-delà de ce chiffre lissé ou de l'une de ces deux peines seulement, les personnes mentionnées à l'article 162-1 de la loi no 66.537 du 24 juillet 1966 ainsi que toutes autres personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur la marche technique, commerciale et financière d'une société, qui auront réalisé sur le marché boursier, soit directement soit par interposition de personnes, une ou plusieurs opérations en exploitant les dites informations avant que le public en ait connaissance»

que una información sin una conexión muy directa con dicho desempeño tenga el potencial para afectarla si reúne los demás requisitos de la información privilegiada.

Esta información externa a la marcha de la empresa en sí misma considerada, puede referirse al mercado en el cual opera o a uno que incida en éste último; o a un hecho o decisión – hasta política, por ejemplo – que pueda dañarla/beneficiarla.⁴⁶⁰

Lo que sí es plausible es que la propuesta y, luego la Directiva, no hayan tenido en cuenta el concepto de deber fiduciario existente en los EE.UU. – explicado en el primer capítulo –, ni que hayan reforzado el elemento de la intencionalidad o de la conciencia de que se actúa con información privilegiada, pues dicha conciencia es de difícil comprobación. Entre menos elementos subjetivos se inserten a las definiciones, mayor será la posibilidad de responsabilizar a los implicados por sus acciones en materia de abuso de mercado.

Otro asunto que vale la pena discutir es que muchas veces la información privilegiada puede ser obtenida mediante una actividad distinta a un trabajo, una profesión, una función o una condición de miembro como se expresó algunas líneas atrás. Piénsese en una interceptación de comunicaciones por la que se podría tener acceso a información privilegiada sin que tal cualidad, la de “privilegiada”, devenga de la posición o situación que se tenga respecto de la información y que se negocie con base en ella en provecho propio.

¿No habría lugar a perseguir esta conducta como un caso de *insider trading* o abuso de información privilegiada? Aunque no se trate de un iniciado o *insider* en estricto sentido, esto es, alguien vinculado o conectado con el emisor o la actividad de la empresa (lo que explica que se utilice en inglés la palabra “*insider*”), se ha tenido acceso – de manera legal o ilegal, según el caso – a información privilegiada, y en esa medida hay que contemplar este supuesto dentro de la prohibición para evitar lagunas.

En este orden de ideas, entre menos elementos descriptivos innecesarios sean acogidos en las definiciones de las prohibiciones, mayor será la posibilidad de que las normas resistan al paso del tiempo, a efectos de su aplicación, y se adapten con flexibilidad a las realidades del mercado financiero.

Posteriormente, con el objetivo de reforzar la transparencia informativa de los mercados, la propuesta agrega que todos los emisores deberán informar al público, a la mayor brevedad, sobre todo hecho o decisión que tenga la virtualidad de influir de manera

⁴⁶⁰ Vid. CESR, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, Ref: CESR/02-089d, diciembre de 2002, pp. 11-14. Este documento define y contiene ejemplos sobre la información directamente vinculada al emisor y la relacionada indirectamente porque lo afecta, aunque no provenga de su actividad (*market information and information about transactions*).

sensible en la cotización de los valores; excepto cuando tal divulgación tenga la potencialidad de afectar sus legítimos intereses, caso en el cual deberán conseguir la dispensa por parte de la autoridad competente.⁴⁶¹

Por último, la propuesta que va encaminada a la coordinación de las distintas normativas estatales establece normas que se vinculan, precisamente, a ese objetivo. Por eso, a partir del Art. 8, se señala que los Estados miembros deberán designar la autoridad o autoridades que serán competentes para controlar, investigar y asegurar el cumplimiento de la directiva propuesta, con clara distribución de sus funciones y con amplias atribuciones y facultades para realizar sus tareas.

Entre las autoridades estatales designadas por cada Estado miembro deberá existir estrecha cooperación y comunicación, y sólo podrán emplear la información que reciban de otras autoridades para cumplir eficazmente con su labor, e iniciar y tramitar los procedimientos administrativos o judiciales que sean del caso.⁴⁶² Esta colaboración entre autoridades nacionales es vital para la lucha eficaz contra las operaciones transfronterizas que se valen de información privilegiada.

Es importante resaltar que la propuesta se limita a esbozar los elementos esenciales de la prohibición del *insider trading* conforme a lo que en ese momento se entendía por tal; pero no se encarga de establecer ningún tipo de sanción ni de sugerirla, pues, frente a una infracción, aboga por la libertad de elección de los Estados miembros para establecer sanciones.

No obstante lo anterior, en la propuesta modificada se exigió que las sanciones estuvieran dotadas de poder disuasorio suficiente para garantizar el respeto de las disposiciones que prohíben el uso ilícito de información privilegiada. La expresión que hacía referencia a la capacidad disuasoria desapareció del texto definitivo de la Directiva y sólo se exigió que las sanciones sean «suficientes para incitar al respeto de tales disposiciones» (Art. 13).

⁴⁶¹ El CESE mostró su preocupación por esta disposición ya que en su entender, la redacción de la propuesta imponía una carga muy gravosa a la sociedad, en particular porque: «...una disposición relativa a la obligación de informar al público a la mayor brevedad posible de las decisiones empresariales, incluso de decisiones aún no ejecutadas, impone una exigencia excesiva a cualquier sociedad». De esta forma, el CESE sugirió una redacción como la siguiente: «La sociedad deberá informar al público, a la mayor brevedad posible, de hechos nuevos importantes ocurridos en su esfera de actividad que no sean del dominio público y que, por su incidencia en la situación patrimonial o financiera o en la marcha general de sus negocios, puedan provocar una variación sensible en la cotización de dichos valores mobiliarios.»

⁴⁶² Según el Art. 9, el personal vinculado a estas autoridades queda sometido al secreto profesional con los límites previstos por las disposiciones legales o reglamentarias.

Las sanciones son un asunto crucial que ha sido discutido reiteradamente por la doctrina e, incluso por las instituciones comunitarias,⁴⁶³ ya que la selección de un determinado régimen sancionatorio – en particular, su naturaleza, contenido y alcance – influye notoriamente en la eficacia de la normativa anti-abuso de mercado.

1.7.2. La «Directiva de iniciados».

Ahora bien, al emprender un análisis de la Directiva tal como fue aprobada, pueden encontrarse las siguientes particularidades, adicionales a algunas ya reseñadas:

La Directiva abrió el espectro de sujetos a quienes se prohíbe especialmente ciertas operaciones con información privilegiada, pues, además de quienes dispongan de información de esta clase – por acceder a ella a través de su trabajo, profesión, o el ejercicio de sus funciones –, incluye a quienes puedan disponer de esa información por su condición de miembros de los órganos de administración, de dirección o de control⁴⁶⁴ del emisor; o por su participación en el capital del emisor.⁴⁶⁵

Esta precisión tiene sentido en razón a que quienes tienen mayor proximidad con la información privilegiada, esto es, los mandos de administración y dirección de una sociedad, o los accionistas mayoritarios que la controlan, pueden estar más tentados a utilizar la información que obtienen por su condición, en provecho propio o a favor de personas cercanas o vinculadas a ellos.

Lo anterior significa que no sólo por virtud de una actividad, por ejemplo, un trabajo, una profesión o el ejercicio de una función se puede llegar a disponer de información privilegiada; también es posible hacerlo por razón de una situación o una condición que facilite o permita estar en contacto con la fuente de la misma, en este caso, del emisor.

⁴⁶³ En su momento, por ejemplo, el CESE señaló en el punto 1.7. de su dictamen que: «...la manera más directa de prohibir el uso indebido de información privilegiada es que todos los Estados miembros sancionen de modo equivalente las infracciones contra lo dispuesto en la Directiva. Habida cuenta que la propuesta de Directiva establece expresamente (en el artículo 4) que los Estados miembros podrán establecer disposiciones más rigurosas, el hecho de contar con una reglamentación de ámbito comunitario no excluiría la existencia de ámbitos de aplicación dispares en materia de operaciones de iniciados. Dado que la Comunidad Europea carece de competencia en materia de medidas penales, el artículo 11 deja prácticamente en manos de los Estados miembros la manera de sancionar las infracciones contra las disposiciones de la Directiva. Parece oportuno que la Comunidad Europea intervenga aquí con el fin de establecer sanciones uniformes (para evitar, por ejemplo, que una misma infracción se penalice en un país con una multa modesta y en otro con pena de reclusión), preferentemente en el marco de la cooperación y la concertación previstas en el artículo 10 dentro del Comité de Contacto y, en caso necesario, recurriendo al Tribunal Europeo de Justicia...»

⁴⁶⁴ «A second category of primary insiders includes any person who possesses inside information "by virtue of his holding in the capital of the issuer."178 This provision broadens who is liable by including any shareholder in the company. This definition does not take into account the percentage of ownership the individual shareholder may possess. This is a curious result as compared with other national securities laws which are written with the belief that a threat of abuse of inside information cannot occur unless the total ownership percentage surpasses some predetermined minimum level.179 -Under the Directive, the necessary access to inside information, and the subsequent potential for abuse, exists simply through the possession of shares.180» Vid. BUDZEN, D. M. / FRANKOWSKA, A. M. (1994), pp. 118-119.

⁴⁶⁵ Art. 2 de la Directiva: «2. Cuando las personas a las que se refiere el apartado 1 sean sociedades o cualquier otro tipo de persona jurídica, la prohibición expresada en dicho apartado se aplicará a las personas físicas que hubieren participado en la decisión de proceder a la transacción por cuenta de la persona jurídica en cuestión.»

Las conductas que se prohíben a todos los sujetos mencionados son las de: 1) adquirir o ceder los valores afectados por la información privilegiada, por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente y con conocimiento de causa (Art. 2); 2) revelar la información privilegiada a un tercero por fuera de un ejercicio normal de la profesión, de las funciones o del trabajo (Art. 3); 3) recomendar a un tercero – con base en la información privilegiada – la negociación con valores negociables afectados por la misma o hacer que ese tercero haga que otro adquiera o ceda dichos valores (Art. 3).

Asimismo, todas aquellas personas que reciban, a sabiendas, directa o indirectamente, información privilegiada por parte de quienes han sido citados, deberán abstenerse de adquirir o ceder los valores afectados por tal información en las mismas condiciones que han sido expuestas (Art. 4). Curiosamente, la Directiva sólo alude a la posibilidad de negociar y no desautorizó expresamente, por lo menos en este evento, la revelación de la información, su recomendación o comunicación a terceros; aunque dejó la puerta abierta para que los Estados miembros ampliaran el alcance de la prohibición (Art. 6).

Claro, la cadena de personas que pueden recibir información privilegiada puede multiplicarse al infinito y en esa medida la prueba del conocimiento de que la información era privilegiada podría desdibujarse, pero si sólo conoce de ella un número reducido de personas, éstas podrían aprovecharse de esa ventaja injusta y es posible que la información no conocida aún por el público en general, no se incorpore plenamente al mercado y que cuando ya las operaciones la evidencien sea demasiado tarde para apreciar que unos pocos se valieron de ella.

La Directiva excluyó su aplicación a las operaciones que se efectúan por razones de política monetaria, de cambio o de gestión de la deuda pública⁴⁶⁶, por parte de un Estado, autoridad u organismo que este designe o que actúe por su cuenta o la de éstos últimos. Lo anterior en reconocimiento del margen de libertad que los Estados deben tener – manifestación evidente de su soberanía – para gestionar dichas políticas en general, y para intervenir si se precisa normalizar una situación concreta de inestabilidad económica o financiera.⁴⁶⁷

⁴⁶⁶ El BCE en su dictamen del 22 de marzo de 2012 (página 11), sobre las propuestas de Reglamento y de Directiva en materia de abuso de mercado, recomendó ampliar el régimen de exclusión a las actividades de gestión monetaria y de deuda pública en algunos casos también fuera de la Unión.

⁴⁶⁷ Este principio también es recogido por el considerando número 32 de la DAM: «No deben ponerse límites a los Estados miembros, al Sistema Europeo de Bancos Centrales, a los bancos centrales nacionales, a los demás organismos oficialmente designados, o a las personas que actúen en su nombre, a la hora de aplicar políticas monetarias, de tipo de cambio o de gestión de la deuda pública.» Ver también el considerando 10 de la propuesta de Reglamento sobre el abuso de mercado o propuesta RAM.

En los considerandos, la Directiva parte del principio general en virtud del cual la mera adquisición o la cesión de valores no suponen por sí mismas uso de información privilegiada, aunque sí de cierta información para poder tomar la decisión de inversión/desinversión.

Sin embargo, al tratar el caso de los *market-makers*, entre otros supuestos, la Directiva deja ver entre líneas (vagamente y sin desarrollo posterior en el articulado) que si bien podrían hacer uso de información privilegiada, estos sujetos deben gozar de cierta autonomía por la naturaleza específica de su función en el mercado; por consiguiente, no habría un uso prohibido de información privilegiada en sí mismo, a menos que existiera abuso.

El Art. 5 de la Directiva estableció que cada Estado miembro debía aplicar las prohibiciones relativas a operaciones con información privilegiada, «**por lo menos**» a los actos que ocurran en su territorio, siempre que los valores afectados hayan sido admitidos a negociación en un Estado miembro. Las transacciones que se entienden efectuadas en su territorio son aquellas que se ejecutan en un mercado de valores negociables sito en su territorio o que opere en él.

Es decir, la Directiva determinó que un Estado miembro debía aplicar las prohibiciones a actos que tengan lugar en su territorio, eso es lo mínimo que se le exige, pero, eventualmente, un Estado miembro podría aplicar dichas disposiciones a actos que sin ocurrir en su territorio afecten a valores admitidos a negociación en la Comunidad.

Esto tiene su razón de ser para luchar contra las conductas de abuso de información privilegiada transfronterizas, miremos un ejemplo: Una sociedad cotizada española de productos cárnicos tiene sus activos más importantes en Holanda, país en el que constituyó una sucursal. El administrador de la sucursal que se encarga de gestionar esos activos tiene conocimiento sobre un hecho que los afecta negativamente y que, de conocerse por el público, haría que las acciones de la empresa se desplomaran.

Ese administrador es amigo de un empresario alemán (inversor en la sociedad española y residente en Alemania) a quien sugiere vender las acciones inmediatamente para evitar pérdidas. El empresario vende efectivamente las acciones de la sociedad a través de un intermediario en España y evita grandes pérdidas cuando se hace público el hecho que afecta los activos principales de la sociedad española.

La conducta de recomendación con base en información privilegiada se dio por fuera de España, afectando un valor negociable en el mercado español. ¿Sería justo privar al

Estado español de la facultad de investigar y perseguir dicha conducta (la del iniciado primario), fuente de la operación de negociar por parte de un iniciado secundario en un mercado que opera en su territorio? ¿Sólo podría perseguirse la operación de venta de las acciones en el mercado español? ¿Y si el intermediario en España no ejecuta la orden de vender las acciones? ¿Debería ignorarse este tipo de conductas porque no se materializaron? En un verdadero mercado interior no resulta lógico ni deseable.

Finalmente, merece la pena examinar algunas decisiones judiciales comunitarias que están relacionadas con la interpretación y aplicación de la Directiva 89/592/CEE.

1.7.3. Algunas decisiones judiciales del Tribunal de Justicia de la Unión Europea relacionadas con la «Directiva de iniciados».

1.7.3.1. Asunto C-28/99.

El primer caso (asunto C-28/99) versa sobre los límites a la facultad de los Estados miembros de establecer normativas más restrictivas en materia de abuso de información privilegiada.

En concreto, de forma general, la ley belga de transposición de la Directiva de iniciados era más restrictiva al definir el concepto de información privilegiada, prohibiendo comprar o vender «por cuenta propia o ajena, ya sea directa o indirectamente, los valores negociables u otros instrumentos financieros afectados por dicha información», a quien «1º por su condición de miembros de los órganos de administración, de dirección o de control del emisor, 2º por su participación en el capital del emisor, 3º o por haber tenido acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones, dispongan de una información cuyo carácter privilegiado conozcan o no puedan racionalmente ignorar...». ⁴⁶⁸

El carácter más restrictivo derivaba del hecho de que la ley estatal no exigía la demostración de un nexo causal entre la posesión de la información privilegiada y la actuación de quien la poseía. ⁴⁶⁹ Mientras que la Directiva, exigía la prueba de que se explota información privilegiada con conocimiento de causa.

Con todo, la normativa nacional en comento, establecía un beneficio, una exclusión del concepto de información privilegiada a toda aquella información de la cual dispusieran las sociedades *holding* «por el cometido que desempeñen en la gestión de sociedades en las que

⁴⁶⁸ Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Sexta), de 3 de mayo de 2001, asunto C-28/99.

⁴⁶⁹ Vid. punto 22 de las conclusiones del Abogado General en el asunto C-28/99.

posean una participación», naturalmente, cuando dicha información no debía divulgarse según las disposiciones legales y reglamentarias vigentes.

Así pues, la regla general belga prohibía negociar con apoyo en información privilegiada obtenida por la participación en el capital del emisor; pero, al mismo tiempo, excluía de dicho mandato a las sociedades holding, de presentarse ciertas condiciones.⁴⁷⁰

Total, no tiene sentido que una información sea definida como privilegiada cuando no va a influir en la cotización de los instrumentos financieros, aun cuando surja en el contexto de las relaciones entre una sociedad *holding* y las sociedades en las que tiene participaciones. Ahora bien, la sentencia añadió que un Estado miembro no podía aplicar disposiciones legales más restrictivas que las previstas en la Directiva de iniciados – en cuanto a la prohibición de utilizar información privilegiada –, si aquellas no tenían un alcance general, es decir, que se aplicaran por igual a todas las personas físicas o jurídicas.

1.7.3.2. Asunto C-384/02.

El segundo caso (asunto C-384/02), se refiere a la prohibición de revelar información privilegiada en casos distintos al ejercicio normal de un trabajo, profesión o funciones.⁴⁷¹ La prohibición de la revelación de información privilegiada es consecuencia de la prohibición de su uso, desde una perspectiva preventiva, es decir, es una barrera adelantada para evitar el uso de información privilegiada.

Los hechos puntuales eran los siguientes: El señor *Grøngaard* era representante de los trabajadores en el consejo de administración de la sociedad *RealDanmark* – entidad financiera que cotizaba en bolsa –; miembro del comité de enlace entre esta sociedad y *Finansforbundet* (sindicato profesional de los trabajadores del sector financiero), y presidente de *Kapitalkreds* (una de las secciones de *Finansforbundet* que reunía a cerca del 90 % del personal de *RealDanmark*).

Con motivo de una reunión extraordinaria del consejo de administración de *RealDanmark*, *Grøngaard* comunicó al señor *Bang* (presidente de *Finansforbundet*) que

⁴⁷⁰ «1º Las sociedades belgas que posean en una o varias filiales belgas o extranjeras participaciones que les confieran, de hecho o de Derecho, la facultad de dirigir su actividad, siempre que: a) dichas sociedades o la totalidad o una parte de sus filiales o subfiliales hayan efectuado en Bélgica operaciones abiertas al público de emisión o colocación de sus acciones o participaciones; b) el valor de sus participaciones ascienda en total a 500 millones de francos como mínimo o represente al menos la mitad de sus fondos propios. 2º Las sociedades belgas o las filiales o subfiliales de éstas que hayan efectuado en Bélgica operaciones abiertas al público de emisión o colocación de sus acciones o participaciones y que sean filiales o subfiliales de sociedades o instituciones extranjeras que posean, directa o indirectamente, participaciones en sociedades belgas cuyo valor ascienda en total a 500 millones de francos como mínimo o que representen al menos la mitad de sus fondos propios.» Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto C-28/99.

⁴⁷¹ Vid. la sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala), de 22 de noviembre de 2005, asunto C-384/02. Y, conclusiones del Abogado General Poiares Maduro, del 25 de mayo de 2004, asunto C-384/02.

RealDanmark tenía un plan de entablar negociaciones para fusionarse con el *Danske Bank*. Posteriormente, *Bang* transmitió dicha información a otras tres personas de *Finansforbundet*, dos vicepresidentas y un colaborador en la secretaría del sindicato (el señor *Christensen*). Este último adquirió acciones de *RealDanmark*.

Más adelante, *Grøngaard* y *Bang* sostuvieron otra reunión para discutir los detalles de la fusión (v.gr. la fecha fijada para la notificación de la fusión y el tipo de conversión previsto), con el fin de analizar los efectos de la operación sobre los derechos y la situación de los trabajadores. Inmediatamente, tal como había sucedido antes, *Bang* transmitió dicha información a otras dos personas, al jefe de la secretaría del sindicato y al señor *Christensen*, quien – nuevamente – adquirió acciones de *RealDanmark*.

Al hacerse pública la operación de fusión, las acciones de *RealDanmark* se valorizaron un 65%, razón por la cual, *Christensen* sacó unos beneficios considerables al vender los instrumentos financieros que había adquirido previamente.

Se iniciaron procesos penales contra *Christensen*, *Grøngaard* y *Bang*. El primero fue condenado a seis meses de prisión por uso de información privilegiada. Sin embargo, la situación de los dos últimos⁴⁷² era mucho más compleja, y provocó que el juez nacional planteara varias cuestiones prejudiciales al Tribunal de Justicia comunitario.

Siendo así, el Tribunal expresó que la prohibición de revelación de información privilegiada no era absoluta, de hecho tenía una excepción que debía interpretarse de forma estricta, “a la luz del efecto útil” de la Directiva de iniciados.

El legislador comunitario consideró que la revelación de información privilegiada no es contraria a lo dispuesto por la Directiva 89/592/CEE si la información tiene un vínculo muy estrecho con el ejercicio del trabajo, de la profesión o de las funciones correspondientes; si la información es estrictamente necesaria para llevar a cabo dicho trabajo/profesión o funciones; y, por último, si se ha observado el carácter delicado de la información privilegiada, es decir, su capacidad para afectar apreciablemente la cotización de los instrumentos financieros, como lo es, en este caso, una operación de fusión en ciernes.

⁴⁷² «10. Se inició un proceso penal contra los Sres. Bang y Grøngaard por revelación de información privilegiada en contra de lo dispuesto en el artículo 36, apartado 1, de la Lov om Værdipapirhandel (Ley del mercado de valores danesa; en lo sucesivo, «Værdipapirhandelslov»). Con arreglo al artículo 94, apartado 1, número 1, de la Værdipapirhandelslov, pueden ser castigados con una pena de multa o de hasta 18 meses de prisión. Estas disposiciones forman parte de la adaptación del Derecho danés a la Directiva, efectuada mediante los artículos 34 a 39 y 93 a 96 de la Værdipapirhandelslov. El artículo 36, apartado 1, de la Ley establece que «se prohíbe a toda persona que posea información privilegiada revelar (3) dicha información a cualquier otra persona, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, su profesión o sus funciones». Esta prohibición se aplica a todos los poseedores de información privilegiada. En cambio, conforme al artículo 3, letra a), de la Directiva, sólo se prohíbe a los poseedores primarios de información privilegiada «revelar dicha información privilegiada a un tercero, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, su profesión o sus funciones.» Vid. Conclusiones del Abogado General en el asunto C-384/02.

Igualmente, cada vez que se hace una revelación adicional (sucesiva), quien revela una información privilegiada debe considerar que puede aumentar el riesgo de que sea empleada para una finalidad distinta a las previstas por la Directiva de iniciados.

En suma, respecto de *Grøngaard y Bang*, el Tribunal concluyó que como no existe armonización comunitaria en la materia, lo que debe ser apreciado como ejercicio normal de un trabajo, de una profesión o funciones, debe ser determinado según las legislaciones estatales. Obviamente, con observancia cuidadosa de los criterios del vínculo muy estrecho, de la necesidad estricta y del carácter delicado de la información privilegiada que ya fueron explicados.

Por consiguiente, para establecer si la comunicación que hizo Grøngaard a Bang se justifica, debe evaluarse – de conformidad con el derecho nacional – el estatuto particular de los comités de enlace y de los representantes de los trabajadores en los órganos de dirección, administración o de control; así como la posibilidad de los miembros de los sindicatos para valerse de expertos – y comunicarles información privilegiada – en el cumplimiento de sus funciones, o de informar a sus bases sobre un hecho o circunstancia que pueda afectar los derechos sociales de los trabajadores.⁴⁷³

Otro aspecto importante de esta sentencia consiste en la afirmación realizada por el Tribunal de que la naturaleza civil, penal o administrativa de un proceso o procedimiento, y los principios que le son propios, no pueden incidir en la interpretación estricta que se haga de esta excepción a la prohibición de revelación de información privilegiada, o del alcance de la Directiva de iniciados.

Esto, por cuanto los conceptos de la Directiva son autónomos y se supone que el derecho nacional que la transpone debe cumplir con los objetivos de la herramienta comunitaria. En particular, en la aplicación del derecho interno que adopta la Directiva, cada órgano judicial o administrativo debe interpretar la normatividad nacional en consonancia con el texto y los fines del instrumento comunitario, garantizando la seguridad jurídica.

⁴⁷³ «41. Para salvaguardar el principio de protección del inversor, la facultad de un miembro del consejo de administración de revelar información privilegiada debe limitarse en función de la necesidad objetiva de asesoramiento de dicho miembro, de la necesidad de que el experto tenga acceso a información privilegiada y, finalmente, del tipo de información comunicada. En otras palabras, un miembro del consejo de administración sólo puede revelar información privilegiada en el ejercicio normal de sus funciones cuando solicite dicho asesoramiento para llevar a cabo sus funciones y limite la revelación de información a lo necesario para obtener el pertinente asesoramiento... 71. Como presidente de un sindicato, el Sr. Bang tenía que proteger los intereses de los trabajadores, tarea que no podía desempeñar por sí solo. (27) Por tanto, el Sr. Bang podía revelar información confidencial a sus colaboradores, pero sujeto a limitaciones en cuanto al tipo de información que podía legalmente comunicarse y en cuanto a los destinatarios de la comunicación... 72. Pero del artículo 3, letra a), de la Directiva no puede inferirse un derecho general a informar a miembros de un sindicato... El órgano jurisdiccional nacional tendrá que evaluar en cada caso individual si el receptor de la información necesitaba tal información para desempeñar sus funciones dentro del sindicato.» Vid. Conclusiones del Abogado General en el asunto C-384/02.

Por supuesto, «una directiva no puede, por sí sola y con independencia de una ley interna promulgada para su aplicación, determinar o agravar la responsabilidad penal de quienes la contravengan»⁴⁷⁴.

1.7.3.3. Asunto C-391/04.

El tercer caso – asunto C-391/04⁴⁷⁵ – trata sobre la posibilidad de afirmar o no que una decisión por parte de un pequeño grupo de personas de manipular el mercado, elevando artificialmente la cotización de un valor o instrumento financiero, puede constituirse – eventualmente – en información privilegiada susceptible de ser explotada con posterioridad. El Tribunal de Justicia resolvió la cuestión negativamente.

Los hechos eran los siguientes: El señor Georgakis, junto con otros miembros de su familia, eran los principales accionistas de *Parnassos*. Esta última y su filial (*Syrios AVEE*), poseían la mayoría de las acciones de *ATEMKE*. *Georgakis* y su familia tenían puestos en el consejo de administración de las sociedades *Parnassos* y *ATEMKE*, y, en determinado momento, por recomendación de sus asesores financieros, decidieron sostener la cotización de la acción de *Parnassos* para luego controlar el 75% de su capital social.

Para incrementar artificialmente el volumen de intercambio de las acciones de *Parnassos*, *Georgakis* y su familia emplearon varias estrategias de negociación, como la venta de acciones de *ATEMKE* a *Parnassos* y la compra posterior, con el producto de dicha venta, de acciones de esta última sociedad; o la transmisión de acciones de *ATEMKE* a *Merrill Lynch Capital Markets plc.*, con un pacto de recompra que no se comunicó al mercado.⁴⁷⁶

La recomendación inicial de sostener la cotización de los valores, proveniente de los asesores financieros, no es por sí misma información privilegiada. Tampoco lo es (a diferencia de lo alegado por los gobiernos griego e italiano⁴⁷⁷) el conocimiento de la adopción de una decisión común por parte del grupo constituido por *Georgakis* y su familia, de operar para sostener una cotización, aunque sólo un número reducido de personas sepan de dicho convenio y operen en el mercado con base en él.

⁴⁷⁴ Vid. la sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Sexta), de 8 de octubre de 1987, asunto 80/86. Y las conclusiones del Abogado General Jean Mischo, del 17 de marzo de 1987.

⁴⁷⁵ Vid. la sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera), de 10 de mayo de 2007, asunto C-391/04.

⁴⁷⁶ Vid. las conclusiones del Abogado General Mengozzi, del 26 de octubre de 2006, asunto C-391/04, puntos 23 y 25.

⁴⁷⁷ Vid. los puntos 45 y 46 de las conclusiones del Abogado General en el asunto C-391/04. El gobierno griego consideraba que el caso podía encuadrarse tanto en el abuso de información privilegiada como en la manipulación del mercado. Y el gobierno italiano opinaba que la posición común de sostener la cotización era por sí misma, información privilegiada.

En el momento de los acontecimientos, la regulación de la manipulación de mercado era estatal – inclusive, muy escasa –, y no había sido, por ende, objeto de armonización comunitaria como el abuso de información privilegiada. De ahí que para evitar la impunidad en el caso en estudio, los gobiernos griego e italiano acudieran a interpretaciones extensivas de la Directiva de iniciados, para llegar a donde no podían de conformidad con la normatividad estatal vigente, que no había atendido al fenómeno de la manipulación.

De cualquier forma, actualmente, a la luz de la DAM, es posible aseverar que las afirmaciones de los gobiernos griego e italiano no eran descabelladas, ni tampoco impertinentes. Pues, si se analizan los hechos, la decisión colectiva de manipular el mercado para sostener una cotización es en sí misma información, muy relevante, que sólo conoce el pequeño grupo que acuerda esa actividad desleal y, hoy, por fortuna, mayoritariamente ilegal. Adicionalmente, ese grupo tenía vínculos estrechos con las empresas cuyas acciones se iban a manipular.

Esos hechos, esto es, el acuerdo para manipular, elevando artificialmente una cotización, para hacerse con el control de la mayoría de las acciones de una compañía, es información que tiene la capacidad de influir en el valor de un instrumento financiero y que un inversor razonable quisiera tener a su disposición para actuar de conformidad, protegiendo su inversión.

Es más, la DAM contempla a las actividades delictivas como origen de información privilegiada para esquivar el requisito tradicional que exigía la existencia previa de dicha información, y que ésta no debía ser provocada o generada por quienes la utilizan o se valen de ella en el mercado de valores, tal como se verá luego.

La cuestión no es precisamente pacífica, algunos serán muy rigurosos y verán solo la manipulación del mercado, otros sólo percibirán *insider trading* si es un tercero quien negocia y no quien genera la información; y otros podrán ser más abiertos a la idea de una concurrencia entre manipulación y abuso de información privilegiada.

Esta última posición es muy atractiva porque, inclusive en el mismo texto de la DAM, en el considerando 17, el legislador comunitario reconoce que la preparación y ejecución de actividades delictivas puede ser fuente de información privilegiada y puede tener efectos significativos «en los precios de uno o más instrumentos financieros o en la formación de los precios del mercado regulado como tal»; y esto último, es precisamente la descripción del efecto general de una manipulación: incidir en la formación de los precios de los instrumentos financieros.

No es que el abuso de información privilegiada no tenga ese efecto significativo en la formación de los precios, al contrario, la información privilegiada es la que tiene esa capacidad de producirlo, pero lo que se reprocha a quien actúe abusando de ella, es que se aproveche de una situación de desventaja, porque los demás inversores no tienen la posibilidad de reaccionar oportunamente frente a la información, en las mismas condiciones de quien actuó abusando de información privilegiada.

2. LA DAM Y SU TRANSPOSICIÓN AL DERECHO ESPAÑOL

2.1. La Directiva 2003/6/CE, del 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado).

Como puede intuirse la regulación de las operaciones de iniciados mediante la Directiva 89/592/CEE no fue un marco jurídico suficiente para velar por la integridad de los mercados, no sólo porque atendía únicamente a las operaciones con información privilegiada – sin mencionar a la manipulación del mercado⁴⁷⁸ –, sino porque la forma de regular la materia que sí contemplaba, no trajo consigo una “coordinación” normativa completa, optando más por la prevención (lo que es loable) que por la implantación de reglas comunes para detectar, investigar y sancionar el *insider trading* (lo que sería todavía más laudable a efectos de lograr mayor eficacia).⁴⁷⁹

En su parte expositiva, la propuesta de Directiva sobre abuso de mercado⁴⁸⁰ presentada por la Comisión Europea el 30 de mayo de 2001 – en adelante, Propuesta DAM⁴⁸¹ – hace notoria la preocupación por establecer y aplicar normas comunes sobre abuso de mercado – pues la disparidad legislativa y la práctica jurídica eran muy variadas según la jurisdicción –; para así aumentar la confianza de los inversores en los mercados de valores, reforzar la certidumbre sobre las normas aplicables⁴⁸² y evitar el encarecimiento de la financiación, entre otras cuestiones de relevancia similar.⁴⁸³

La necesidad de intervenir mediante regulación y coordinación administrativa es más imperiosa cuando se examina la estructura y la dinámica del mercado de valores comunitario que, además de gozar de una dimensión apreciable, está sujeto a una intensa y constante

⁴⁷⁸ Vid. el considerando número 10 de la propuesta DAM.

⁴⁷⁹ Vid. los numerales 11 a 15, 46 y ss. del siguiente documento: *FESCO's response to the call for views from the Securities Regulators under the EU's Action Plan for Financial Services*, COM(1999)232, Ref.: Fesco/00-096I, pp. 3-4 y 11 y ss.

⁴⁸⁰ Vid. la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), COM(2001) 281 final, 2001/0118 (COD).

⁴⁸¹ Vid. JIMÉNEZ-BLANCO, G. (2012), en MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE, R. / ZAPATA CIRUGEDA, F. J. (Dir.), pp. 237-245.

⁴⁸² «Para garantizar una buena protección de los mercados financieros europeos integrados, es necesario un marco jurídico común para la prevención, detección, investigación y castigo del abuso del mercado. Tal marco deberá garantizar la certeza entre los participantes en el mercado respecto de conceptos y ejecución, estableciendo así unas condiciones equitativas para todos los agentes económicos de todos los Estados miembros.» Vid. Propuesta DAM, p. 3.

⁴⁸³ Vid. la propuesta DAM, p. 2.

evolución técnica, donde no sólo los productos y las tecnologías – a la cabeza, Internet – son diversos y complejos, también lo son el alcance de las actividades y las operaciones con instrumentos financieros, las que en muchos casos son transfronterizas.⁴⁸⁴

Para empezar, la parte motiva de la propuesta describe en general lo que debe entenderse por abuso de mercado, enunciando las siguientes conductas: 1. La utilización de información privilegiada⁴⁸⁵ en provecho propio o ajeno; 2. La distorsión del mecanismo de fijación de precios de los instrumentos financieros, esto es, la manipulación de la cotización de los valores; y, 3. La divulgación de información falsa o engañosa, es decir, la manipulación informativa de los mercados.⁴⁸⁶

Se supone, siguiendo la propuesta, que estas tres conductas pueden hacer que los «inversores se vean perjudicados irrazonablemente, directa o indirectamente,» por la actuación de otros, vulnerando la igualdad de trato y la capacidad de decidir sobre una inversión o desinversión a partir de datos fiables, completos, veraces y exactos.

Quien utiliza información privilegiada o quien manipula la cotización de los valores o la información en el mercado, se pone en una situación injusta de ventaja⁴⁸⁷ respecto de los demás inversores, poniendo en entredicho, no sólo la estabilidad, la eficiencia o la transparencia en el mercado (requisito previo de negociación, según los considerandos 11 de la propuesta DAM y 15 de la DAM), sino también el principio de la libre competencia económica que en sí mismo, aunque amplio, no es ilimitado.

Así pues, las tres conductas aludidas abarcan de manera general aquellas circunstancias en las cuales se quiere sacar una ventaja ilegítima del mercado de valores, abusar de él con lo que esta palabra naturalmente sugiere: «1. intr. Usar mal, excesiva, injusta, impropia o indebidamente de algo o de alguien.»⁴⁸⁸. Por consiguiente, su tratamiento

⁴⁸⁴ Vid. los considerandos 20 de la Propuesta DAM y 34 de la DAM.

⁴⁸⁵ Vid. el considerando número 16 de la DAM: «(16) La información privilegiada es toda información de carácter concreto, que no se haya hecho pública y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros. La información que pueda tener un efecto significativo en la evolución y la formación de los precios de un mercado regulado como tal puede considerarse como información relacionada indirectamente con uno o más emisores de instrumentos financieros, o con uno o varios instrumentos financieros derivados con ellos relacionados.»

⁴⁸⁶ La propuesta de Reglamento recoge tres conductas: 1) la realización de operaciones con información privilegiada, 2) el uso indebido de la misma y, 3) la manipulación del mercado.

⁴⁸⁷ «52. Gracias a su carácter no público y preciso y a su capacidad de influir significativamente en los precios de los instrumentos financieros correspondientes, una información privilegiada proporciona así a su poseedor una ventaja respecto a todos los demás participantes en el mercado que la desconocen. Permite, en efecto, a dicho poseedor de información privilegiada, cuando actúa en consonancia con esta información efectuando una operación de mercado, contar con la obtención de una ventaja económica sin por ello exponerse a los mismos riesgos que los demás participantes en el mercado. Así pues, la característica esencial de la operación con información privilegiada consiste en el hecho de sacar indebidamente provecho de una información en detrimento de terceros que la desconocen y, por consiguiente, menoscabar la integridad de los mercados financieros y la confianza de los inversores. 53. Por consiguiente, la prohibición de las operaciones con información privilegiada se aplica cuando un poseedor primario de información privilegiada hace una utilización indebida de la ventaja que le proporciona esta información efectuando una operación de mercado en consonancia con esta información.» Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto C-45/08.

⁴⁸⁸ Vid. Diccionario de la Lengua Española, Vigésima segunda edición.

sistemático era más que deseable para favorecer la coherencia e integración normativas y la coordinación de las prácticas estatales – administrativas y judiciales – dirigidas a su prevención, detección, persecución y sanción.⁴⁸⁹

Para evitar repeticiones innecesarias, se examinarán conjuntamente los aspectos más importantes de la propuesta DAM y de la Directiva a través de la cual se incorporó esta iniciativa de armonización normativa al derecho comunitario, esto es, la Directiva sobre Abuso de Mercado (DAM).

Además, como hace muy poco la DAM fue objeto de revisión a través de dos propuestas normativas, esto es, por un lado, un reglamento sobre el abuso de mercado y, por el otro, una directiva sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado⁴⁹⁰; al analizar la DAM también se hará mención puntual de los cambios que las propuestas, y su aprobación reciente, introdujeron en el régimen comunitario del abuso de mercado, pues, no ameritan una sección adicional.

Es decir, para que quede más claro, en esta sección se estudiará, en lo pertinente, tanto la DAM, como la propuesta de Reglamento sobre el Abuso de Mercado o propuesta RAM, el propio Reglamento sobre Abuso de Mercado – RAM⁴⁹¹ – (o *Market Abuse Regulation* – MAR –); en conjunción con la propuesta de Directiva de sanciones penales y la propia Directiva de sanciones.

Lo anterior, sin perjuicio de analizar el RAM con mayor profundidad en la Parte II de esta investigación, pues al momento de su entrega final, junio de 2014, se produjo la publicación del RAM en el Diario Oficial de la UE, lo que exigió, por supuesto, algunos ajustes del texto. Sin embargo, la derogación de la DAM y de sus normativas de desarrollo sólo tendrá efectos a partir del 3 de julio de 2016.

La adopción de un reglamento se justifica, según la propuesta correspondiente por el deseo de reducir las disparidades legislativas entre los Estados miembros que, a juicio de la Comisión Europea, minan la seguridad jurídica (dada su complejidad y variedad), restan

⁴⁸⁹ Vid. la propuesta DAM, pp. 3-4 y 13, en particular los considerados 8 a 10 y 17 a 20; y los considerandos 12 y 13 de la DAM.

⁴⁹⁰ Vid. Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado), del 20 de octubre de 2011, COM(2011) 651 final, 2011/0295 (COD). Y, la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado, del 20 de octubre de 2011, COM(2011) 654 final, 2011/0297 (COD).

⁴⁹¹ Vid. el Reglamento (UE) n° 596/2014, de 16 de abril de 2014.

eficacia a las medidas estatales, o favorecen el arbitraje normativo⁴⁹², en perjuicio de un funcionamiento adecuado del mercado único.⁴⁹³

Como el abuso de mercado puede ocurrir en lugares distintos a aquel en el cual el instrumento financiero cotiza e, incluso, en mercados no organizados, se infiere que una normativa homogenizadora e integradora de las regulaciones estatales, y de aplicación directa e inmediata, reducirá los riesgos antedichos y respaldará mejor la actuación de las autoridades nacionales, más aún en supuestos transfronterizos (evitar duplicidades y superposiciones, a tenor del Art. 24 de la propuesta de Reglamento).

De esta manera, al limitar las facultades discrecionales de los Estados miembros, y de paso revisar algunos conceptos de la DAM que – por la evolución de los mercados y de la legislación financiera – ya no brindan un buen rendimiento o son poco claros, la propuesta de Reglamento⁴⁹⁴ se presenta como una alternativa lógica para traer claridad, cubrir lagunas y ajustar las disposiciones a la realidad de los mercados financieros cuando han pasado diez años desde la promulgación de la Directiva de Abuso de Mercado.

No obstante lo dicho, la propuesta de Reglamento y el propio RAM dejan todavía muchos aspectos pendientes de desarrollo a través de normas técnicas de ejecución – cuyos proyectos elaborará la AEVM (Art. 18) –, y la adopción de medidas por parte de la Comisión Europea, mediante actos delegados (Art. 31 y ss.).

La DAM combina varios tipos de disposiciones que podrían resumirse en las siguientes: En primer lugar, las que delimitan los conceptos fundamentales, esto es, las definiciones de abuso de información privilegiada, de manipulación del mercado, la delimitación de los mercados e instrumentos financieros a los que la normativa resulta aplicable, entre otros.

En segundo lugar, las que se encargan de algunas medidas de prevención del abuso de mercado⁴⁹⁵, primordialmente, las del Art. 6 (condiciones para la divulgación de información por parte de los emisores, el deber de notificación de las operaciones sospechosas, etc.). Lo antecedente debido a las dificultades prácticas que existen para probar los comportamientos de abuso de mercado, razón por la cual se ha preferido insistir en deberes positivos de divulgar, informar, comunicar o notificar, más que en simples prohibiciones.⁴⁹⁶

⁴⁹² Vid. las páginas 28, 32 y 35 del Informe del Grupo de Alto Nivel sobre la Supervisión Financiera en la UE, del 25 de febrero de 2009.

⁴⁹³ Vid. considerandos 3 a 5 de la propuesta RAM.

⁴⁹⁴ Vid. el considerando número cinco de la propuesta de Reglamento.

⁴⁹⁵ Vid. el Art. 16 del RAM.

⁴⁹⁶ Vid. IRIBARREN BLANCO, M. (2008).

Y, por último, las referidas a las políticas y mecanismos para la detección, investigación y sanción del abuso de mercado, con mención especial de la colaboración que debe reinar entre las autoridades competentes.

2.1.1. La DAM y sus conceptos fundamentales

2.1.1.1. La información privilegiada y la prohibición de su uso.

Adentrándose en el texto de la DAM, particularmente, en el primer grupo de disposiciones, es decir, las que desarrollan las nociones fundamentales, puede observarse que su Art. 1⁴⁹⁷ establece varios tipos de información privilegiada según la categoría de instrumento financiero.

Así pues, para los instrumentos financieros que no fueran derivados sobre materias primas, por información privilegiada debía entenderse aquella: 1) información concreta⁴⁹⁸; 2) no pública todavía (incluyendo especialmente a la que es transmitida por un cliente en relación con sus propias órdenes pendientes⁴⁹⁹); 3) referida directa o indirectamente a emisores o instrumentos financieros; 4) que de hacerse pública podría influir de manera apreciable en la cotización de los instrumentos financieros o en los derivados relacionados con ellos.

En cambio, en el caso de los derivados sobre materias primas, al hablar de información privilegiada se alude a: 1) información concreta⁵⁰⁰; 2) no pública todavía; 3)

⁴⁹⁷ Hoy es el Art. 7 del RAM.

⁴⁹⁸ «1. A efectos de la aplicación del punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE, se entenderá que la información es de carácter preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir que el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes. 2. A efectos de la aplicación del punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE, se entenderá por "información que, si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes", la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión.» Vid. el Art. 1.1. de la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003.

⁴⁹⁹ «An indication that there is a pending order for a client is that a person charged with executing orders is approached by another in relation to a transaction and a) the transaction is not immediately executed in response to a price quoted by that person; and b) the person concerned has taken on a legal or regulatory obligation relating to the manner or timing of the execution of the transaction. Thus, for example, merely polling for a price (contacting various brokers to establish at what price they are prepared to buy or sell a particular financial instrument or type of financial instrument) would not in itself constitute a client's pending order as no order has yet been placed...» «3.16 The test for the precise nature of information relating to an order is more likely to be satisfied: a. the more defined are the order's size, price limit and execution period; b. the more predictable the pattern of the trading behaviour of a client, the more precise will be the nature of a particular order from that client.» Vid. CESR, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Ref: CESR/06-562b, julio de 2007, pp. 12 y 14 respectivamente.

⁵⁰⁰ «1.8. As regards whether a piece of information is specific enough to allow a conclusion to be drawn about its impact on prices, CESR considers this would occur for example in two circumstances. The first would be when the information is such as to allow the reasonable investor to take an investment decision without, or at very low, financial risk – i.e. the investor would be able to assess with confidence how the information, once publicly known, would affect the price of the relevant financial instrument and related derivative financial instruments. For example, someone knowing that a particular issuer was about to be subject to a takeover bid could be confident that that issuer's share price would rise when the bid became public. The second would be when the piece of information was such that it is likely to be exploited immediately on the market – i.e. that as soon as the information became known, market participants would trade on the basis of it.» Vid. CESR,

referida directa o indirectamente a derivados sobre materias primas; 4) que los usuarios de los mercados de negociación de derivados esperarían recibir según las prácticas de mercado aceptadas en tales mercados.⁵⁰¹

En la propuesta DAM la redacción era más simple y se hablaba de información privilegiada como aquella: 1) no pública; 2) precisa⁵⁰²; 3) referida a uno o varios emisores o a uno o varios instrumentos financieros; 4) que de hacerse pública podría influir de forma apreciable en la cotización de tales instrumentos financieros o de los derivados relacionados. La DAM, en cambio, es más específica y dio autonomía al abuso de información privilegiada dentro de los propios mercados de derivados⁵⁰³, dadas sus particularidades, extendiendo así su ámbito de aplicación.⁵⁰⁴

Desde luego, como tantas veces se ha recalcado en este escrito, para tomar una decisión de inversión/desinversión, los inversores razonables se sirven – en mayor o menor grado de actividad o pasividad – de la información previa que se encuentra disponible en el mercado, al menos a aquella a la cual puede accederse con un esfuerzo medio o normal.

Cuando se habla de información se hace alusión a los datos, a los antecedentes que permiten formar el conocimiento sobre un hecho o asunto y sacar conclusiones sobre sus consecuencias, éstas – a su vez – constituyen información posterior con la que puede constatarse el alcance de la información previa o su sensibilidad.⁵⁰⁵

Market Abuse Directive. Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Ref: CESR/06-562b, julio de 2007, p. 5.

⁵⁰¹ Art. 4 de la Directiva 2004/72/CE: «... se asume que los usuarios de los mercados en los que se negocian instrumentos derivados sobre materias primas deberán recibir información relacionada, directa o indirectamente, con uno o varios de estos instrumentos derivados cuando esta información: a) se ponga a disposición de los usuarios de estos mercados de forma regular, o b) deba revelarse obligatoriamente en virtud de disposiciones legales o reglamentarias, normas de mercado, contratos o hábitos consustanciales al mercado de materias primas subyacente o al mercado de instrumentos derivados sobre materias primas de los que se trate.»

⁵⁰² Aunque hay que mirar cada caso, en su informe final, el CESR expresó que una información es precisa cuando: «19... The underlying matter or event to which the information refers is true or could reasonably be expected to become true in the future; The information is specific enough to allow a conclusion to be drawn about its impact on prices.» Así las cosas, el CESR cambió su opinión inicial de forma parcial al no exigir en el último caso que pueda concluirse o deducirse el sentido o la dirección del impacto sobre los precios; requiriendo sólo un impacto en los precios: «32...The information is specific enough to allow a conclusion to be drawn about the direction of it's impact on prices.» Vid. CESR, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, Ref: CESR/02-089d, diciembre de 2002, p. 8; y CESR, Consultation paper. CESR's Advice on possible Level 2 Implementing Measures, Ref: CESR/02.089b, julio de 2002, p. 10.

⁵⁰³ El CESR había propuesto lo siguiente: «24. Users of commodity derivatives markets expect to receive information relating, directly or indirectly, to one or more commodity derivatives which is: i. routinely made available to the users of those markets; or ii. required to be disclosed in accordance with legal or regulatory provisions, market rules, contracts or customs on the relevant underlying commodity market or commodity derivatives market. 25. Users of commodity derivatives markets expect to receive such information when it: i. becomes generally available to the users of those markets; or ii. is disclosed to the users of those markets in accordance with the legal or regulatory provisions, market rules, contracts or customs of the relevant underlying commodity market or commodity derivatives market.» Vid. CESR, CESR's Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive, Ref: CESR/03-212c, agosto de 2003, p. 12.

⁵⁰⁴ Vid. la enmienda 19 del Informe del 27 de febrero de 2002 sobre la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (Procedimiento Hughes) - Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (2001/0118(COD)), Final A5-0069/2002, pp. 18-19.

⁵⁰⁵ «La información ex post puede utilizarse para verificar la presunción de que la información ex ante era sensible al precio, pero no para actuar contra quienes hayan extraído conclusiones razonables de la información de que disponían ex ante.» Vid. el considerando número 12 de la propuesta de Reglamento.

En algunas ocasiones es fácil determinar cuándo una información afectará el precio de un instrumento financiero de una manera sensible o apreciable⁵⁰⁶ (conceptos jurídicos indeterminados), y esa mayor facilidad permite presumir que ciertos hechos o asuntos son información previa relevante, por ejemplo, un anuncio de pérdidas, el resultado positivo de un ensayo clínico de un medicamento para el cáncer de ovario⁵⁰⁷, etc.⁵⁰⁸ Por el contrario, si el efecto potencial de una información sobre la cotización de un instrumento financiero no es evidente, es posible que la información no sea relevante, o que se requiera la prueba de esa capacidad o potencialidad de afectar la cotización de un instrumento financiero.

El contenido de la información puede ir desde lo más puntual hasta lo más vago o indefinido y puede provenir de fuentes muy diversas con un grado de credibilidad variable. Por lo tanto, establecer que una información es concreta y que tendrá un efecto apreciable en la cotización de un instrumento financiero, no es una tarea nada fácil, requiere el examen de un gran número de variables no sólo desde la perspectiva de la fuente de la información, sino también de la actividad del emisor, del instrumento financiero en cuestión, del mercado en sí mismo considerado, de los acontecimientos económicos del momento, entre otros factores.

Por consiguiente, aunque determinar cuál es el efecto anticipado de una información no es un asunto sencillo; en esta labor subyace gran parte del sentido de la prohibición del *insider trading*, pues, sólo cuando puede percibirse que una información – todavía no pública – tendrá una incidencia importante en el mercado, se comprende la necesidad de que cuenten con ella, quienes, de conocerla, se interesarían en invertir o desinvertir.⁵⁰⁹

La propuesta de Reglamento da una guía sobre qué debe estimarse como información de carácter concreto, y para ello exige que dicha información aluda a un conjunto de circunstancias (según la RAE, accidente de tiempo, lugar, modo, etc. unido a un hecho o dicho) o acontecimientos que ya se han producido, o es razonable que puedan producirse.

⁵⁰⁶ «69. De conformidad con la finalidad de la Directiva 2003/6, esta capacidad de influir de manera apreciable en la cotización debe apreciarse, a priori, a la luz del contenido de la información de que se trate y del contexto en el que se inscriba. Así pues, para determinar si una información es privilegiada, no es necesario examinar si su divulgación influyó efectivamente de manera apreciable en la cotización de los instrumentos financieros a los que se refiere.» Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto C-45/08.

⁵⁰⁷ Vid. SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 4 de diciembre de 2012, Recurso núm.: 56/2012, Ponente: D.ª Lucía Acín Aguado.

⁵⁰⁸ En el caso UNIPAPEL, se reprochó al actor (secretario del consejo de administración) haber negociado con apoyo en información concreta sobre la incidencia de la venta de una filial en la cotización de las acciones de la parte vendedora. Vid. la STS, Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sección 3ª, del 11 de octubre de 2006, Recurso núm.: 10103/2003, Ponente: José M. Bandrés Sánchez-Cruza.

⁵⁰⁹ «...28. In determining whether, in the light of the factors stated above, the information is likely to have a significant effect on prices, there are some useful indicators that should be taken into consideration: - The type of information is the same as information, which has, in the past, had a significant effect on prices; - Pre-existing analyst's research reports and opinions indicate that the type of information in question is price sensitive; - The issuer itself has already treated similar events as inside information.» Vid. CESR, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, Ref: CESR/02-089d, diciembre de 2002, pp. 10-11. Puede consultarse también a: CESR, Market Abuse Directive. Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Ref: CESR/04-505b, pp. 5-9.

Tal información debe ser lo suficientemente específica⁵¹⁰, es decir, permitir sacar una conclusión de forma precisa o concreta sobre las posibles consecuencias de ese conjunto de circunstancias o acontecimientos sobre los precios de los instrumentos financieros, de los contratos al contado de materias primas relacionados con ellos, o de los productos subastados basados en derechos de emisión.

Por añadidura, la propuesta de Reglamento entiende que cuando se hace referencia a información que de hacerse pública, podría influir de manera significativa se apunta a toda información «que un inversor razonable probablemente utilizaría como parte de los fundamentos de sus decisiones de inversión». Sin embargo, no se define qué es un inversor razonable.

Según SASTRE CORCHADO⁵¹¹, un inversor razonable es un pequeño inversor. Si bien esto no responde exactamente a la pregunta de qué es un inversor razonable, permite partir – por lo menos – de un referente, esto es, de un sujeto con un conocimiento y habilidad mínimos para participar en el mercado de valores.

Recuérdese que en los mercados financieros intervienen tanto inversores profesionales, muy calificados y de gran dimensión, como pequeños inversores o ahorradores. Por lo tanto, parece lógico que para examinar las decisiones en el mercado realizadas por los inversores en general, no se acuda al inversor calificado o profesional que representaría el nivel más alto de exigencia.

Quizás, podría decirse que un inversor razonable es quien toma decisiones de inversión o desinversión en el mercado financiero – o de manera general, actúa en dicho mercado – atendiendo y recabando datos, observando normas, reglas de la experiencia y criterios, empleando estrategias y realizando operaciones (transacciones y órdenes) en las condiciones y términos que normal o regularmente ocurren en los mercados.

El inversor razonable tiene en cuenta, además del efecto anticipado de un hecho en el emisor, o en un instrumento financiero, el grado de probabilidad de que el hecho se produzca, no importa que no pueda llegar a conclusiones o deducciones totalmente seguras. Cada caso, según la actividad del emisor, la fiabilidad de la fuente, el mercado examinado y sus

⁵¹⁰ «...Ello implica que la exigencia de concreción de la información privilegiada..., no debe ser entendida como la exigencia de que la información sea completa y comprenda todos y cada uno de los extremos de un hecho, sino que debe interpretarse como una información que implique conocimiento expreso de un hecho específico, más allá de los meros rumores, estados de opinión o suposiciones (21). En particular se puntualiza que, en supuestos de negociación en torno a la formulación de una OPA o a la formalización de otra operación corporativa, quien conozca de este proceso por su participación en él, tendrá información concreta. A este respecto resulta irrelevante para la CNMV, según consta en el Informe, que la persona no haya asistido a todos los contactos entre las partes, desconozca el estado específico de la negociación o el precio tentativo, y el acuerdo se lleve o no a cabo (22)» Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M. (2008), s.p.

⁵¹¹ Sobre este tema puede consultarse a: SASTRE CORCHADO, G. J. (2007), pp. 253-302.

variables, entre otras circunstancias, traerá consigo un rasero diferente de lo que puede considerarse un inversor razonable.⁵¹²

De acuerdo con el Abogado General en el asunto C-19/11⁵¹³, un inversor razonable es quien «valora las noticias relativas a la materialización de circunstancias o de hechos futuros según un criterio objetivo de lo que es razonable y no persiguiendo meras finalidades especulativas.»⁵¹⁴ Un concepto cerrado de inversor razonable podría traer mayor seguridad jurídica, empero, evidentemente, restaría flexibilidad y eficacia a las normas antiabuso del mercado.

La palabra “razonable”, a la que se da prelación sobre otros criterios o conceptos como el de la probabilidad o la posibilidad de ocurrencia de un hecho o circunstancia, constituye una elección consciente del legislador en aras de permitir evaluar todas las circunstancias que puedan rodear un caso específico, más allá de un examen estadístico (de alta o baja probabilidad o posibilidad) sobre la aptitud de un hecho de producir un determinado efecto.

En la sentencia del asunto recién mencionado, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (en adelante, TJUE) incluyó como información de carácter concreto aquellos acontecimientos específicos que dan lugar a los denominados “supuestos de formación progresiva”, que son los que anteceden causalmente a la materialización de la circunstancia, o el hecho futuro que finalmente tiene la virtud de influir apreciablemente en la cotización de un instrumento financiero.

Según la decisión judicial, esa influencia apreciable en la cotización de un instrumento financiero se presume a partir de dos hechos: El primero, consiste en indagar si una circunstancia o hecho, no públicos, referidos a un emisor o a un instrumento financiero, serían tenidos en cuenta por un inversor razonable para decidir sobre una inversión. El segundo, si cabe esperar que las circunstancias específicas se producirán probablemente en el futuro.

Las circunstancias o hechos (pasados o futuros) que constituyen una fase intermedia dentro de un proceso prolongado en el tiempo, que finalmente da lugar a otro hecho o circunstancia, que es la que finalmente influye en la cotización de un instrumento financiero, también puede ser información concreta.⁵¹⁵

⁵¹² Vid. punto 77 de las conclusiones del Abogado General en el asunto C-19/11.

⁵¹³ Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Segunda), de 28 de junio de 2012, asunto C-19/11; y las conclusiones del Abogado General Mengozzi, del 21 de marzo de 2012, asunto C-19/11.

⁵¹⁴ Conclusión número 71 del Abogado General.

⁵¹⁵ Vid. punto 35 de las conclusiones del Abogado General en el asunto C-19/11.

Por lo tanto, siguiendo las reflexiones anteriores, una información relativa a circunstancias que hacen parte de fases intermedias de un proceso que concluirá en el futuro, será concreta si reúne dos condiciones acumulativas⁵¹⁶: 1) La información debe referirse a hechos o circunstancias existentes, o ya producidas, o que pueda esperarse razonablemente que existan o se produzcan. 2) La información debe ser lo suficientemente específica para deducir, a partir de ella, una conclusión sobre el posible efecto de esa serie de circunstancias o del hecho, en la cotización de los instrumentos financieros.⁵¹⁷

Cuando se habla de «razonablemente» se está aludiendo a reglas derivadas de la experiencia común que sirven para establecer si un hecho (acción u obra, cosa que sucede) o una circunstancia (accidente de tiempo, lugar, modo, etc., que está unido a la sustancia de algún hecho o dicho), o una serie de hechos o circunstancias, se producirán o existirán, apreciando globalmente los elementos de información de los que ya se dispone.

Así las cosas, conforme a la sentencia, no hay que demostrar una alta probabilidad⁵¹⁸ de que esos hechos o circunstancias ocurrirán, incluso es posible que existan hechos cuya realización es poco probable (cuya ocurrencia no puede inferirse razonablemente), pero que de darse afectarían a los emisores e influirían de manera apreciable en la cotización de los instrumentos financieros.⁵¹⁹

De esta manera, esos hechos o circunstancias, en conjunción con una apreciación global de los elementos de información disponibles, deberán mostrar una perspectiva real de que existirán o se producirán, para que sean considerados información concreta.⁵²⁰

⁵¹⁶ Vid. puntos 29 y 38 de la sentencia en el asunto C-19/11.

⁵¹⁷ Como dice el Abogado General en sus conclusiones: «38. Lo relevante a efectos de la divulgación de la que debe ser objeto una noticia –además de que no haya sido hecho pública– no es su ubicación temporal en el marco del proceso de formación de un evento, sino su precisión y su posibilidad de influir de manera apreciable sobre las cotizaciones del mercado. 40. Por su parte, el artículo 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124, al examinar el carácter preciso de una información, se refiere, además de a hechos aislados acaecidos, también a una «serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente» y a una información que sea «suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir [...] el posible efecto de esa serie de circunstancias». 41. De ese modo, ese precepto también concede relevancia, a efectos del nacimiento de la obligación de comunicación, a cada una de las fases que conducen a la materialización del supuesto de formación progresiva, dado que sitúa en el mismo plano tanto los hechos aislados y todas las circunstancias que pueden precederlos, como las circunstancias existentes y futuras, asignando idéntico valor a unos y a otros.» Vid. también la conclusión número 56 del escrito de conclusiones.

⁵¹⁸ «92. Por consiguiente, las Directivas examinadas prohíben abusar de información privilegiada con el fin de proteger la integridad de los mercados financieros y aumentar la confianza de los inversores, y para conseguir ese objetivo no cabe adoptar una interpretación del concepto del carácter razonable en términos de probabilidad elevada que permitiría, en concreto, que no se revelara información que frecuentemente pronostica hechos futuros que pueden influir sobre la cotización de las acciones, favoreciendo así operaciones con información privilegiada altamente especulativas.» Vid. conclusiones del Abogado General en el asunto C-19/11.

⁵¹⁹ «Como el Gobierno del Reino Unido ha manifestado en sus observaciones presentadas al Tribunal de Justicia, no puede excluirse que una información referida a un hecho cuya realización es poco probable influya de manera apreciable en la cotización de los títulos del emisor interesado, si las consecuencias de ese hecho para dicho emisor hubieran de ser especialmente importantes. No obstante, de ello no puede deducirse razonablemente que ese hecho se realizará.» Vid. punto 54 de la sentencia en el asunto C-19/11.

⁵²⁰ «Por las anteriores consideraciones, se ha de responder a la segunda cuestión que el artículo 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124 debe interpretarse en el sentido de que el concepto de «una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca» se refiere a las circunstancias o los hechos futuros sobre los que, a partir de una apreciación global de los elementos de información ya disponibles, se pone de manifiesto una perspectiva real de que existirán o se producirán. Sin embargo, no se debe interpretar ese concepto en el sentido de que requiere tener en cuenta la amplitud del efecto de esa serie de

En todo caso, en lo que atañe al concepto de información privilegiada, la DAM y sus directivas de desarrollo, deben interpretarse en el sentido de que buscan ampliar la información que debe hacerse pública. No hay, en consecuencia, un peligro o riesgo de sobrecarga de información que lleve a los inversores a errores, antes bien, los inversores deben ser responsables al tomar sus decisiones y entender que pueden errar aun cuando reciban toda la información disponible (en sus distintos grados de certeza) que pueda influir en la cotización de los instrumentos financieros.

En relación con la información privilegiada, se prohíbe a quienes la posean⁵²¹ por virtud de ciertas condiciones⁵²², su **utilización** a través de cuatro conductas básicas: a) la **adquisición** o **cesión** – o el **intento de adquisición** o **cesión** – de instrumentos financieros relacionados con esa información, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente; b) la **revelación** de información privilegiada a cualquier persona cuando no se actúa dentro del ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones; y por último, c) la **recomendación** y d) la **inducción** a otro para que adquiera o ceda instrumentos financieros con apoyo en información privilegiada.

La propuesta de Reglamento agrega otra conducta (Art. 7.1.),⁵²³ esto es, la cancelación o modificación de una orden – o el intento de hacerlo – relacionada con un instrumento financiero, cuando dicha orden fue emitida antes de estar en posesión de información privilegiada, en otras palabras, la orden todavía no ha sido ejecutada y se realizó sin conocimiento de información privilegiada, pero se cancela o modifica cuando se está en poder de tal información.

Asimismo, en cuanto a la revelación de información privilegiada, la redacción de la propuesta de Reglamento es más general porque no exige conexión con el ejercicio normal de un trabajo o de funciones sino la divulgación indebida de información privilegiada.⁵²⁴ El esfuerzo por conceder mayor flexibilidad es plausible, pero las autoridades competentes tendrán que analizar, caso por caso, cuándo se hace una divulgación indebida.

En la propuesta DAM, la adquisición o cesión de instrumentos financieros con apoyo en información privilegiada era proscrita a **cualquier persona** (Art. 2.1), **independientemente** de si había obtenido esa información por su condición de miembro de

circunstancias o de ese hecho en la cotización de los instrumentos financieros afectados.» Vid. punto 56 de la sentencia en el asunto C-19/11.

⁵²¹ Sea persona natural o jurídica.

⁵²² Vid. el Art. 2 de la DAM: «...a) su condición de miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor; b) por su participación en el capital del emisor; c) por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones, o d) debido a sus actividades delictivas...»

⁵²³ Vid. el Art. 8 del RAM.

⁵²⁴ Vid. el Art. 10 del RAM. El Reglamento la llama “Comunicación ilícita de información privilegiada”.

los órganos de administración, de dirección o de control del emisor; por su participación en el capital del emisor; o por el ejercicio de su trabajo, su profesión o de sus funciones.

En principio podría interpretarse que el alcance de la prohibición de adquisición o cesión era más general en la propuesta DAM que lo finalmente aprobado; pues no vinculaba la posesión y posterior utilización de información privilegiada a ciertas condiciones o situaciones de cercanía o acceso a la misma, en orden a cubrir los casos de los llamados iniciados secundarios que negociaran con instrumentos financieros a partir de información privilegiada.

Empero, el Art. 4 tanto de la propuesta DAM⁵²⁵ como de la misma DAM, permiten desvirtuar esa posible interpretación al exigir que se aplique la prohibición de los Arts. 2 y 3 a cualquier persona que posea información privilegiada, siempre que conozca o hubiera debido conocer la cualidad de privilegiada de la información. Esta última exigencia del conocimiento real o virtual del carácter privilegiado se da para evitar una expansión ilimitada de la prohibición, aunque es verdad que entre más lejos se esté del contacto o ámbito de influencia de los iniciados primarios será más complicado probar ese conocimiento.⁵²⁶

Resulta novedosa la inclusión dentro de las condiciones por las cuales se puede poseer información privilegiada la atinente a las actividades delictivas⁵²⁷ (Art. 8.4.d) del RAM), pues, es perfectamente posible, por ejemplo, que se utilice información privilegiada sobre actividades terroristas que se pondrán en marcha en un futuro cercano, para negociar antes con apoyo en la misma⁵²⁸, beneficiándose del efecto del acto terrorista en los mercados, tal como pasó con la tragedia del 11 de septiembre en EE.UU. Esta condición no existía en la propuesta DAM.⁵²⁹

⁵²⁵ Vid. el Art. 4 de la propuesta DAM: «Los Estados miembros impondrán también las prohibiciones previstas en los artículos 2 y 3 a cualquier persona distinta a las mencionadas en esos artículos que, con pleno conocimiento de los hechos, posea información privilegiada»

⁵²⁶ Vid. el considerando número 18 de la DAM: «A este respecto, las autoridades competentes deben considerar qué es lo que una persona normal y razonable conoce o hubiese debido conocer en esas circunstancias. Además, el mero hecho de que los creadores de mercado, los organismos autorizados a actuar como contrapartida, o las entidades autorizadas a actuar por cuenta propia o de terceros que dispongan de información privilegiada se limiten, en los dos primeros casos, a continuar sus negocios legítimos de compraventa de instrumentos financieros o, en el último caso, a ejecutar una orden diligentemente, no debe considerarse que constituye en sí mismo utilización de tal información privilegiada.»

⁵²⁷ Enmienda número cuatro contenida en el Informe del 27 de febrero de 2002 sobre la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (Procedimiento Hughes) - Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (2001/0118(COD)), Final A5-0069/2002, p. 8.

⁵²⁸ «La utilización de información no pública relativa a la comisión de los atentados del 11 de septiembre, en la compra de acciones de compañías aéreas, de seguros, etc..., para revenderlas tras la perpetración del crimen, no es un caso de insider trading conforme a esta tesis, puesto que no se ha vulnerado ningún deber fiduciario. Los terroristas eran los creadores de la información, eran la misma fuente de la información; no la obtuvieron indebidamente de nadie, luego teóricamente su uso es lícito, aunque repugne a la conciencia88.» Vid. HERNÁNDEZ SAÍNZ, E. (2007), p. 227

⁵²⁹ Vid. el considerando número 17 de la DAM: «En cuanto a la información privilegiada, deben tenerse en cuenta los casos en que la fuente de la información privilegiada no sea una profesión o función, sino las actividades delictivas cuya preparación o ejecución puedan tener efectos significativos en los precios de uno o más instrumentos financieros o en la formación de los precios del mercado regulado como tal.»

También resalta como novedad el empleo de la palabra “inducir”⁵³⁰, que ciertamente es una acción que va más allá del mero consejo a alguien para que actúe de determinada forma, pues implica “instigarlo, persuadirlo o moverlo” a hacer algo, empleando mayor empeño, ejerciendo más presión a través de argumentos o razones que desencadenen su conducta en un sentido u otro.

Asimismo, la DAM evita requerir que el poseedor primario de información privilegiada tenga “*pleno conocimiento de causa*”, ya que este elemento subjetivo puede perfectamente presumirse, no es necesaria su demostración ya que quienes por su trabajo, funciones, cargo, condición de miembros, etc. disponen de ella, pueden discernir cuándo hay información privilegiada y cuándo no, comprendiendo las obligaciones de confidencialidad que les atañen.

En el considerando número 19, la DAM menciona, sin precisarla, la práctica denominada *front running*⁵³¹ o inversión ventajista⁵³² (considerando 30 del RAM). Esta consiste en la toma de posiciones propias antes de la ejecución de órdenes por cuenta de los clientes, es decir, es la ejecución de operaciones por parte de un intermediario, en su propio beneficio, aprovechándose del conocimiento anticipado que posee sobre las órdenes pendientes de ejecución de sus clientes.

Luego de ejecutar las órdenes del cliente, y en evidente conflicto de interés, el intermediario cierra su posición, beneficiándose del conocimiento que tenía de la intención de sus clientes y del efecto que esas órdenes tendrían en el mercado; lo que sin dudas conlleva el abuso de una ventaja que tenía por su condición de intermediario o *stockbroker*.

Como novedad, la propuesta de Reglamento introdujo una definición de información privilegiada exclusiva para los derechos de emisión – Art. 6.c) –⁵³³. Estos instrumentos financieros demandaron algunos ajustes del régimen de abuso de mercado para observar no sólo sus características específicas, sino también las del mercado en que se negocian, pues,

⁵³⁰ La propuesta DAM hablaba de “hacer que un tercero” negocie con apoyo en información privilegiada. Es atinado el uso del verbo inducir porque la expresión “que haga que un tercero adquiera o ceda” pareciera exigir que se materialice la adquisición o cesión cuando es posible que no llegue a efectuarse, pero el hecho de inducir o estimular una negociación con base en información privilegiada es suficiente motivo para reprochar. Por supuesto, esto es más un asunto de técnica legislativa y es posible que la presente observación sea interpretada como algo quisquillosa, pero la redacción de las normas debe ser muy clara.

⁵³¹ Un caso interesante sobre esta modalidad de abuso de mercado puede consultarse en *SEC v. First Resource Group LLC y David H. Stern*. También está la sentencia en el caso *SEC v. Capital Gains Research Bureau Inc. et ál.*

⁵³² Vid. el literal b) del análisis de la posición común (CE) n° 50/2002, de 19 de julio de 2002, aprobada por el Consejo de conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 251 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, con vistas a la adopción de una Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado).

⁵³³ Vid. los Arts. 2.1. y 7.1.c) del RAM.

evidentemente, algunas cuestiones, reglas y obligaciones⁵³⁴ generales, resultarían improcedentes.⁵³⁵

Salta a la vista que las definiciones sobre información privilegiada, según el instrumento o mercado financiero del que se trate, son muy valiosas para reforzar la posición de los operadores frente a los riesgos derivados de la mayor o menor seguridad jurídica que brinda una normatividad, pero el excesivo detalle legislativo puede convertirse, a la vez, en una atadura para las autoridades competentes.

Es por eso que la propuesta de Reglamento añade un elemento de flexibilidad en el literal e) del Art. 6. Es una cláusula residual que indica que si una información no está incluida en las definiciones específicas, será privilegiada si se refiere a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, siempre que no esté a disposición del público en general, «pero si fuera conocida por un inversor razonable que negocia regularmente en el mercado mediante tales instrumentos o contratos al contado de materias primas, sería considerada por dicho inversor como relevante a efectos de decidir las condiciones en que se deben efectuar las transacciones de los instrumentos financieros o los contratos al contado de materias primas relacionados con ellos.»

Para rematar lo relativo al concepto de información privilegiada, en el asunto C-45/08, el Abogado General (conclusiones 79 y ss.), expresó que la definición de información privilegiada de la DAM es exhaustiva. A diferencia del ámbito de las sanciones, donde hay una armonización de mínimos y donde los Estados miembros tienen discrecionalidad regulatoria, en lo pertinente a la definición de información privilegiada, no existe esa facultad discrecional de ir más allá de lo establecido.

En cambio, en la Directiva de iniciados, los Estados miembros sí estaban autorizados para ampliar el alcance de las prohibiciones, haciéndolas más restrictivas, siempre que tuvieran un alcance general.

Empero, con la DAM, no existe esta posibilidad, «no hay ninguna cláusula de apertura que autorice explícitamente a los Estados miembros ampliar la prohibición de las operaciones con información privilegiada. Ello indica que a los Estados miembros ya no les debe estar en

⁵³⁴ La obligación de notificación la tienen únicamente los operadores del RCDE (Régimen de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero) de los que se espere razonablemente, dadas su dimensión y actividad, una influencia significativa sobre el precio de los derechos de emisión.

⁵³⁵ Vid. Reglamento (UE) nº 1031/2010 de la Comisión, de 12 de noviembre de 2010, sobre el calendario, la gestión y otros aspectos de las subastas de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero con arreglo a la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad.

principio permitido adoptar disposiciones más restrictivas, salvo en los ámbitos en los que la Directiva lo prevea expresamente.»⁵³⁶

2.1.1.2. La manipulación del mercado.

Por lo que toca a la manipulación del mercado⁵³⁷, antes de la DAM no existía una regulación sistemática de la manipulación de mercado a nivel comunitario, pues, no había consenso sobre el concepto en sí mismo. Con el tiempo, a través de la DAM, la manipulación del mercado, tan diversa y amplia en sus manifestaciones, y por ende de difícil concreción, es delimitada a partir de un catálogo de conductas que resaltan algunas de sus particularidades o signos distintivos, a saber:

Primero, aquellas transacciones u órdenes de realizar operaciones (individual o concertadamente) que: a) proporcionen – o puedan hacerlo – indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los instrumentos financieros; o b) aseguren el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, salvo que existan razones legítimas o prácticas de mercado aceptadas (en adelante, PAM, o por su sigla en inglés: AMP) que expliquen este tipo de actuación.

Segundo, aquellas transacciones u órdenes de realizar operaciones en las que se empleen mecanismos o dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño⁵³⁸ o maquinación⁵³⁹.

Tercero, difundir información a través de cualquier medio de comunicación que proporcione – o pueda hacerlo – indicios falsos o engañosos sobre los instrumentos financieros, a sabiendas, especialmente por medio de noticias o rumores⁵⁴⁰, dejando a salvo la libertad de expresión de los periodistas siempre que no actúen en su beneficio y conforme a las normas de su profesión.⁵⁴¹

La redacción de la propuesta de Reglamento es mucho más general respecto del concepto de manipulación de mercado, se describe como tal, la ejecución de una transacción, la formulación de una orden de negociación **o cualquier otra conducta** (incluida la difusión

⁵³⁶ Vid. el numeral 80 de las conclusiones del Abogado General en el asunto C-45/08.

⁵³⁷ Vid. *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*, del 9 de noviembre de 2000, p. 16. Y, *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*, del 15 de febrero de 2001, p. 12.

⁵³⁸ « 2. m. Falta de verdad en lo que se dice, hace, cree, piensa o discurre». Engañar es: « 1. tr. Dar a la mentira apariencia de verdad. 2. tr. Inducir a alguien a tener por cierto lo que no lo es, valiéndose de palabras o de obras aparentes y fingidas.» Vid. el Diccionario de la Lengua Española, Vigésima segunda edición.

⁵³⁹ «1. f. Proyecto o asechanza artificiosa y oculta, dirigida regularmente a mal fin.» Vid. el Diccionario de la Lengua Española, Vigésima segunda edición.

⁵⁴⁰ Vid. Art. 1.2 de la propuesta DAM,

⁵⁴¹ Consultar la página 7 de la propuesta DAM, en concreto la explicación sobre el Art. 5.

de información y el intento de llevar a cabo todas las conductas indicadas) que: a) tenga los efectos ya mencionados de las señales falsas o engañosas y el nivel anormal o artificial de los precios; y, b) afecte los precios, la oferta o la demanda mediante la puesta en marcha de mecanismos ficticios o cualquier otra forma de engaño o artificio.⁵⁴²

Con fines ilustrativos, la DAM ofrece – a título ejemplificativo, no exhaustivo – una lista muy concreta de situaciones⁵⁴³ en las cuales puede apreciarse una estrategia, considerada comúnmente como manipuladora (v. gr., la denominada *closing the market*), seguida de un mandato muy importante para los legisladores estatales de elaborar definiciones de manipulación del mercado lo suficientemente flexibles para garantizar que la inclusión de «nuevos modos de comportamiento que correspondan en la práctica a los tipificados como manipulación del mercado».

Esta lista es pequeña en comparación con la que traía la propuesta DAM en la sección B de su anexo que pretendía servir de criterio interpretativo de la prohibición de manipulación del mercado. Esta sección del anexo es interesante porque intenta sistematizar en cuatro grupo de actuaciones, aquellas conductas que podrían ser susceptibles de calificarse como manipuladoras, así:

Primero, operaciones que crean una falsa impresión de actividad (*“improper matched orders”, “washing sales”, “painting the tape”, “pumping and dumping”, “advancing the bid”*).⁵⁴⁴ Dentro del listado no exhaustivo de ejemplos del Art. 1.2, la DAM no da ejemplos concretos sobre las operaciones que crean una falsa impresión de actividad. Segundo, operaciones que crean escasez (*“cornering”* y *“abusives squeezes”*)⁵⁴⁵. Tercero, actuaciones de negociación

⁵⁴² Vid. el Art. 12 del RAM que define las conductas consideradas como manipulación del mercado.

⁵⁴³ Vid. Art. 1.2) de la DAM: «- actuación de una persona o de varias concertadamente para asegurarse una posición dominante sobre la oferta o demanda de un instrumento financiero con el resultado de fijación, de forma directa o indirecta, de precios de compra o de venta o de otras condiciones de transacción no equitativas, - venta o compra de instrumentos financieros en el momento de cierre del mercado con el efecto de inducir a error a los inversores que actúan basándose en las cotizaciones de cierre, - aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios de comunicación tradicionales o electrónicos exponiendo una opinión sobre un instrumento financiero (o, de modo indirecto, sobre su emisor) después de haber tomado posiciones sobre ese instrumento financiero y haberse beneficiado, por lo tanto, de las repercusiones de la opinión expresada sobre el precio de dicho instrumento, sin haber comunicado simultáneamente ese conflicto de intereses a la opinión pública de manera adecuada y efectiva.»

⁵⁴⁴ Vid. Anexo de la propuesta DAM, sección B: «...- Operaciones en las que no hay un cambio auténtico en la propiedad real de los instrumentos financieros (*“ventas ficticias”*); - Operaciones en las que tanto las órdenes de compra como de venta se registran al mismo tiempo, con el mismo precio y cantidad, por partes distintas pero en connivencia (*órdenes ilícitas previamente pactadas*); - Inicio de una serie de operaciones que se comunican en un medio abierto al público para dar la impresión de actividad o de movimiento de precios en un instrumento financiero (*“painting the tape”*); - Inicio de una actividad diseñada por una persona, o personas que actúan en colaboración, para elevar el precio de un instrumento financiero a un nivel artificialmente alto (inflar los instrumentos financieros en el mercado) para posteriormente vender sus propios instrumentos financieros de forma masiva en el mercado (*“reactivación y dumping”*); – Aumento de la oferta para que un instrumento financiero aumente su precio (creando una impresión de fuerza o la ilusión de que la subida ha sido causada por la actividad de las existencias) *“Reactivación de la oferta”*...»

⁵⁴⁵ Vid. Anexo de la propuesta DAM, sección B: «...- Asegurar un control tal de la oferta o de la demanda tanto del activo derivado como subyacente, que la persona que realiza la manipulación tiene una posición dominante que puede aprovecharse para manipular el precio del activo derivado o del activo subyacente (*“acaparamiento”*); - Actuación similar al *“acaparamiento”*, aprovechando la escasez de un activo mediante el control de la demanda, y aprovechando la congestión del mercado durante dichos periodos de escasez, de tal manera que se creen precios artificiales. Tenencia de una gran influencia en el suministro o la entrega, con derecho a exigir la entrega y utilizarlo para dictar precios arbitrarios y anormales (*“restricciones abusivas”*)...»

específicas en el tiempo (“*closing the market*” o marcaje al cierre)⁵⁴⁶; y, cuarto, actuaciones relacionadas con la información (“*scalping*”⁵⁴⁷, “*front running*”, rumores falsos, etc.).⁵⁴⁸

En relación con este último punto, el de las manipulaciones informativas, la DAM prohíbe difundir información de forma ocasional o periódica, a los medios de comunicación tradicionales o electrónicos, mediante la formulación de una opinión sobre un instrumento financiero (o sobre su emisor), respecto del cual ya se han tomado posiciones, sin haber revelado los conflicto de intereses, con el propósito de aprovechar el impacto de tal opinión sobre el precio del instrumento financiero.

En sede de las manipulaciones informativas, ni la propuesta DAM ni el texto de la directiva se encargaron específicamente del tema de los analistas de inversión, ni de las agencias calificadoras de riesgo, para elevar el grado de responsabilidad que les pudiera ser atribuible en un evento de abuso de mercado, es decir, para disponer de un régimen sancionador más severo en tanto dichos sujetos fueran la fuente de una conducta de *insider trading* o manipulación.

Es más, ninguno de estos documentos detalla, respecto de los sujetos a los que sus disposiciones resultan aplicables, un mayor grado de exigencia o responsabilidad según su rol en el mercado de instrumentos financieros o su posición respecto de los emisores. Por consiguiente, estos puntos son dejados al arbitrio de los Estados miembros cuando se alude a su deber de garantizar la sanción de las conductas de abuso de mercado.⁵⁴⁹

Por otra parte, aunque la DAM no se explaya mucho en la regulación de las manipulaciones informativas, sí ofrece algunos parámetros. Lo primero que debe apreciarse es que hay que difundir efectivamente una información, deduciéndose que la conducta prohibida exige un resultado concreto y no contempla, por ende, a la tentativa. Ese resultado es la propagación o divulgación de información a través de los medios de comunicación,

⁵⁴⁶ Vid. Anexo de la propuesta DAM, sección B: «...- Compra o venta de instrumentos financieros al cierre del mercado, con el fin de alterar la cotización del instrumento financiero a la hora del cierre, llevando por tanto a engaño a quienes actúan sobre la base de las cotizaciones al cierre (“marcaje al cierre”); - Realización de operaciones con el fin específico de interferir en el precio al contado o de liquidación de los contratos derivados; - Realización de operaciones con el fin de influir en el precio al contado concreto de un instrumento financiero, que se había acordado como determinante del valor de una operación...»

⁵⁴⁷ En el *scalping* o reventa, un sujeto se aprovecha de su prestigio en el mercado de valores, recomendando u opinando sobre una determinada transacción, para luego operar en el mercado y sacar beneficio de la incidencia de sus valoraciones o recomendaciones sobre la cotización de los instrumentos financieros. También puede ser que el *scalper* efectúe primero la transacción, y luego recomiende u opine para ejecutar otra transacción de signo contrario. Hay otro *scalping* que no es sinónimo de *front running* sino de *quick trading*, es aquella estrategia de inversión por la cual se realiza un número considerable de operaciones diarias en muy poco tiempo, incluso segundos, para aprovecharse de los márgenes que dejan las operaciones de alta frecuencia. El *scalping* sólo tiene sentido con activos muy líquidos, deja pocas ganancias y pocas pérdidas.

⁵⁴⁸ Vid. Anexo de la propuesta DAM, sección B: «...- Compra de un instrumento financiero por cuenta propia, antes de recomendarlo a otros, vendiéndolo posteriormente con beneficio por la subida del precio de mercado tras la recomendación (“especulación”); - Divulgación de rumores falsos para inducir la compra o la venta por otras personas; - Hacer declaraciones falsas de hechos importantes; - No revelación de hechos o de intereses importantes...»

⁵⁴⁹ Vid. los artículos 14 de la propuesta DAM y de la DAM.

incluido Internet, medios que permiten que esa información se ponga a disposición del público, que éste pueda acceder a ella.

Con esa información, cuyas características la DAM no explica muy claramente, y que puede ser cierta (pero inexacta, parcial o incompleta, tendenciosa, etc.) o falsa, o engañosa (este caso sí está contemplado por la DAM al hablar de “rumores y noticias falsas o engañosas”), etc.; se provoca un efecto concreto: indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros. Con lo ulterior se causa un vacío porque no se abarca la información proveniente, por ejemplo, del propio emisor, o la que incumbe a algún acontecimiento del mercado que influya en el precio de los instrumentos.⁵⁵⁰

Paralelamente, la DAM exige que en estos eventos de manipulación de los precios a través de la difusión de información, la persona que divulgue noticias o rumores⁵⁵¹ falsos o engañosos conozca o hubiera debido conocer que la información tenía tal calidad. Y, agrega la norma, cuando se trate de periodistas que actúen a título profesional, habrá que atenerse a lo que diga el régimen de su actividad, salvo que obtengan un beneficio o ventaja con la difusión.

Siendo así, para atribuir responsabilidad a alguien por una manipulación informativa destinada al público habrá que probar un elemento subjetivo que consiste en el conocimiento de que la información es falsa o engañosa, al menos en los casos de rumores y noticias falsas o engañosas. Y demostrar un elemento objetivo – al parecer sólo en el caso de los periodistas, porque la redacción es algo confusa –, que es el beneficio o ventaja. Esto último es tremendamente reprochable porque se puede desinformar y divulgar información falsa o engañosa, sin obtener un beneficio.

En este punto, el de la obtención de un beneficio, la propuesta de Reglamento dice que las actuaciones de los periodistas se examinarán conforme a las normas que regulan la libertad de prensa y la libertad de expresión, salvo que, quienes difundan la información obtengan, directa o indirectamente, una ventaja o beneficio de la misma, o que la divulgación tenga la intención de causar engaño al mercado.

Resumiendo, frente a los autores de la difusión de una información, según la propuesta de Reglamento, habrá que evaluar si se dan los efectos, tantas veces enunciados, de las señales falsas o engañosas y el nivel anormal o artificial de los precios y, si tenían

⁵⁵⁰ La propuesta de Reglamento expresa que la información puede consistir «en la invención de información abiertamente falsa, pero también en la omisión intencionada de hechos importantes, así como en la transmisión conscientemente imprecisa de información.». Vid. el considerando número 23.

⁵⁵¹ «Entre los analistas financieros circula una máxima tradicional "Hay que comprar con el rumor y vender con la noticia".» Vid. EMMA GARCÍA-MECA, E. / MARTÍNEZ CONESA, I. (2005), p. 56

conocimiento de que la información era falsa o engañosa. Y, en el caso de los periodistas, se comprobará lo antedicho y, además, si han obtenido un beneficio o ventaja, o si hay intención de causar engaño.

Total, de forma general, en lo que atañe a la información que antecede o la que sobreviene a las órdenes u operaciones, habría que considerar si en el caso concreto hay divulgación de información falsa o engañosa o, divulgación de recomendaciones de investigación o inversión erradas o interesadas, por parte de quienes efectúan tales órdenes u operaciones o por quienes se encuentran vinculados a aquellos.

En otro orden de ideas, la prohibición de la manipulación del mercado no requiere de un sujeto activo calificado⁵⁵², lo que significa que, a diferencia del *insider trading* tradicional, no se requiere de un sujeto que esté situado en una posición especial o de cercanía con algo, como, por ejemplo, de la información privilegiada.⁵⁵³ De esta forma, la definición de la manipulación se centra en los efectos en el mercado y en los medios o dispositivos empleados por los sujetos, más que en sus intenciones o en su conocimiento (salvo lo mencionado respecto de las manipulaciones informativas), su posición o la posesión de información.⁵⁵⁴

Este enfoque en los medios y los efectos conlleva mayor flexibilidad, porque al analizar una actuación específica se tendrá en cuenta su impacto en el mercado, y las autoridades competentes decidirán si deben regular una determinada actuación o, en general, intervenir, en tanto haya correspondencia con los objetivos que persigue la DAM respecto de la integridad y la transparencia de los mercados financieros, principios que deben presidir las operaciones que en ellos tienen lugar.

De cualquier forma, en la DAM hay una omisión importante en materia de manipulación (que se solucionó con la propuesta de Reglamento y su adopción⁵⁵⁵), al no contemplar los intentos de manipulación, esto es, las tentativas, que sí estaban contempladas en los casos de abuso de información privilegiada.

Como se advirtió, la Directiva se concentró en los efectos y en los medios, pero exigió que en las hipótesis de manipulaciones operativas se efectuaran transacciones u órdenes, por lo cual, lo primero que hay que probar es si hubo una orden o una transacción.

⁵⁵² Vid. Art. 10 de la propuesta de Reglamento.

⁵⁵³ Vid. el Art. 5 de la DAM.

⁵⁵⁴ Vid. CESR, Market Abuse Consultation. Feedback statement, Ref.: CESR/02-287b, diciembre de 2002, p. 12.

⁵⁵⁵ Vid. punto 3.4.1.4. de la exposición de motivos de la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado.

Después de que se tenga en claro que hubo una orden o una transacción, para que éstas sean objeto de reproche, debe demostrarse que generaron indicios falsos o engañosos⁵⁵⁶ sobre los precios de los instrumentos financieros, sobre su oferta o demanda (la creación de un indicio o señal es de por sí un resultado y la percepción del mismo por el inversor es lo que provoca su decisión de inversión o desinversión); o que posicionaron el precio de un instrumento financiero en un nivel anormal o artificial; o, emplearon dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación.

Los Arts. 4 y 5 de la Directiva 2003/124/CE (normativa de desarrollo derogada por el RAM) se hicieron eco – aunque no exhaustivamente – de algunas señales⁵⁵⁷ o indicios que pueden indicar la existencia de una manipulación del mercado y, por lo tanto, aconsejar el examen más aplicado de una actuación u operación.

El primer artículo se refiere a las manipulaciones operativas, es decir, aquellas que se valen de órdenes u operaciones para impactar en los precios de los instrumentos financieros según el interés del o los manipuladores y, el segundo, a las manipulaciones informativas, esto es, a las que distorsionan o falsean la información que sirve para formar dichos precios.

En cuanto a las órdenes u operaciones en sí mismas consideradas – y no a la información que las precede o sucede –, se debe estar atento a los siguientes criterios: Primero, si representan una proporción significativa del volumen diario de operaciones en el mercado respectivo (pudiendo caracterizarse por revocaciones de posición en períodos cortos) y si se produce un cambio significativo del precio de un instrumento financiero.

Segundo, si las operaciones de personas con posiciones significativas de compra o venta originan cambios considerables en el precio de un instrumento o del activo subyacente. Tercero, si las órdenes u operaciones se concentran en períodos de tiempo corto durante la sesión comercial, produciendo un cambio de precios que luego se invierte.

Cuarto, si no hay cambio en la propiedad de un instrumento financiero que beneficie a quienes realizan las operaciones, y si las órdenes u operaciones modifican la representación de los precios de la mejor demanda o la mejor oferta disponible y se revocan antes de su ejecución. Lo anterior da cuenta de la preocupación de los operadores del mercado porque las órdenes u operaciones tengan una razón económica lógica, no obedezcan al simple capricho o a un interés vacío, sin contenido real desde lo económico.

⁵⁵⁶ Las manipulaciones informativas también deben generar estos indicios.

⁵⁵⁷ Vid. CESR, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, Ref: CESR/02-089d, diciembre de 2002, pp. 16-18.

Sexto, si se observa que las órdenes u operaciones se dan en el momento – o período aproximado – en que se fijan los precios de referencia, los de liquidación o las valoraciones, causando un cambio en los mismos.

Séptimo, si a las órdenes u operaciones de un sujeto (o de quien esté vinculado con este), las precede o sigue, la divulgación de información falsa o engañosa por parte de quien las efectúa, o la presentación y/o divulgación de recomendaciones de inversión – erróneas o influidas por un interés importante⁵⁵⁸ –.

2.1.1.3. Los instrumentos financieros y los mercados regulados (el ámbito de aplicación objetivo de la DAM).

En el contexto de las definiciones, la propuesta DAM extendió el alcance de su ámbito objetivo de aplicación al no circunscribirlo a los valores mobiliarios o negociables en los mercados secundarios. Lo anterior por dos motivos: a) el nuevo texto acude a la expresión “instrumentos financieros”, término mucho más general que el de “valores negociables” o el de “valores mobiliarios”; y b) contempla no sólo aquellos instrumentos o títulos financieros admitidos al mercado secundario, sino también a aquellos para los cuales se haya presentado una solicitud de admisión, es decir, los que incumben al mercado primario.

Con esta modificación la intención es muy clara, evitar el corsé que el concepto de “valores negociables” tenía desde la óptica de los derechos mercantiles estatales y disponer, por lo tanto, de un término mucho más general – que englobara a los mencionados y contemplara otros elementos como los derivados –, y más moderno y flexible, para adaptarse a un campo esencialmente innovador en el que es previsible que surjan nuevos productos financieros.⁵⁵⁹

No obstante lo anterior, el concepto de instrumentos financieros se ancló a una lista detallada de lo que en adelante la norma considerará como tales⁵⁶⁰, sin una definición o proposición general que determinara sus características comunes y/o esenciales. La lista puede ser objeto de actualización, siempre que se preste cuidado para mantener la armonía con MIFID (o las normas que la reemplacen), al ser la normativa general de referencia.

⁵⁵⁸ La propuesta de Reglamento agrega el adjetivo “sesgadas”.

⁵⁵⁹ Vid. la exposición de motivos de la propuesta DAM, en concreto la página 6,: «...- el término "valores negociables" ha sido sustituido por "instrumentos financieros", a fin de tener en cuenta el desarrollo de nuevos productos:...»

⁵⁶⁰ Vid. Art. 1.3) de la propuesta DAM: «- valores negociables, según lo definido en la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables(9), - participaciones de un organismo de inversión colectiva, - instrumentos del mercado monetario, - contratos de futuros financieros, incluidos los instrumentos equivalentes liquidados en efectivo, - contratos futuros sobre tipos de interés, - permutas de tipo de interés, de divisa y de participaciones, - opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos previstos en estas categorías, incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo, en particular las opciones sobre divisas y sobre tipos de interés, - instrumentos derivados sobre materias primas,»

La DAM, emplea, a la vez, una especie de cláusula general por virtud de la cual también son instrumentos financieros todos aquellos que, aunque no enuncie expresamente, hayan sido admitidos a negociación en los mercados regulados, o para los que se haya presentado una solicitud de admisión a negociación a dichos mercados.

De esta guisa, se excluyen instrumentos financieros que son negociados en los mercados no regulados, a pesar de que la propuesta DAM quería su inclusión. En este sentido, la propuesta de directiva sobre abuso de mercado era más ambiciosa, plasmaba el deseo de englobar las operaciones efectuadas en mercados no regulados, plataformas de negociación, *off-market transactions*, dispositivos o sistemas de diseminación continua de información sobre los precios – y cualquier otro medio o mecanismo distinto a los anteriores – , cuando fueran utilizados para manipular un instrumento financiero que cotizara o fuera a cotizarse en un mercado regulado.⁵⁶¹

Cabe hacer una precisión, si bien de manera general la DAM no se aplica a operaciones sobre instrumentos financieros en los mercados no regulados, en el caso del *insider trading*⁵⁶² (Arts. 2, 3 y 4), sí existe la posibilidad de amplificar ese alcance, pues, el Art. 9 de la DAM establecía que los Arts. 2, 3 y 4 «serán aplicables a todos aquellos instrumentos financieros no admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro pero cuyo valor dependa de un instrumento financiero mencionado en el párrafo primero.»

En torno al concepto de «mercado regulado», la sentencia del Tribunal de Justicia de la UE en asunto C-248/11,⁵⁶³ concluyó que un mercado que no cumpla con los requisitos de la Directiva 2004/39/CE no será considerado un «mercado regulado», aunque su gestor se haya fusionado con el gestor de un mercado que sí esté regulado. Además, la inclusión o no de un mercado en la lista de mercados regulados que deben elaborar los Estados miembros de origen, no es un requisito indispensable para que un mercado reciba la calificación de «mercado regulado».

En otras palabras, un «mercado regulado» es un sistema multilateral de negociación de instrumentos financieros organizado que, esencialmente, tiene las siguientes características: a) se encuentra administrado por un gestor, b) opera conforme a normas no discrecionales, c) ha sido autorizado por la respectiva autoridad competente, conforme a los requisitos y condiciones mínimos consignados en el título III (Arts. 36-47) de la Directiva MIFID (y de la normatividad que la reemplazará), independientemente de que figure en una lista de mercados regulados, o que su gestor administre otros mercados regulados o no.

⁵⁶¹ Consultar la página 8 de la propuesta DAM, en concreto la exposición de motivos sobre el Art. 9.

⁵⁶² Vid. Art. 9 de la propuesta DAM y Art. 9 de la DAM.

⁵⁶³ Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Segunda), de 22 de marzo de 2012, en el asunto C-248/11.

Consecuentemente, hay que tener en cuenta – como se verá unas líneas más adelante – que las normas sobre abuso de mercado sólo son aplicables, conforme a la DAM, a mercados regulados o, en el caso del *insider trading*, también a la negociación de ciertos instrumentos financieros cuyo valor dependa de un instrumento financiero negociado en un mercado regulado.

Más aún, la DAM no habla de los SMN que responden, como los mercados regulados, a una idea de actividad organizada. La DAM se limita a establecer que un mercado regulado es un mercado según lo definido en el punto 13 del artículo 1 de la Directiva 93/22/CEE, normativa comunitaria derogada por MIFID – que a día de hoy se corresponde con el Art. 4.1.21) de la Directiva 2014/65/UE –.⁵⁶⁴

De esta forma, el ámbito de aplicación objetiva de la DAM es todavía limitado y, al menos para el ciudadano del común, resulta incomprensible que una normatividad, y los poderes de las autoridades competentes, no puedan llegar hasta mercados o sistemas de negociación no organizados que, evidentemente, por estar sometidos a reglas más flexibles ofrecen muchas ventajas de negociación, pero, que en muchas ocasiones son medios para el abuso en mercados regulados.

Las obligaciones de transparencia deberían ser impuestas a todos los mercados, al menos en forma simplificada. Luego de una crisis económica como la actual, no puede verse a la opacidad de ciertos mercados como una ventaja competitiva; las ventajas o los mayores rendimientos de un sistema de negociación no pueden darse a costa de la transparencia de un mercado, ni de la protección del inversor.

El derecho debe servir a la eficacia, al menor coste de una operación económica; sin embargo, con su poca o nula intervención no puede favorecer los resquicios de abuso de los que constantemente se valen los operadores inescrupulosos del mercado financiero.

2.1.1.4. La propuesta de Reglamento (propuesta RAM) y sus modificaciones al ámbito de aplicación objetivo de la DAM.

⁵⁶⁴ «13) mercado regulado: el mercado de instrumentos financieros contemplados en la sección B del Anexo, - incluido en la lista contemplada en el artículo 16 por el Estado miembro que sea el Estado miembro de origen a efectos de la letra c) del punto 6 del artículo 1; - de funcionamiento regular; - caracterizado por el hecho de que las disposiciones establecidas o aprobadas por las autoridades competentes definen las condiciones de funcionamiento del mercado y de acceso al mercado, así como, cuando sea de aplicación la Directiva 79/279/CEE, las condiciones de admisión a la negociación fijadas por dicha Directiva, y cuando ésta no es aplicable, las que debe cumplir un instrumento financiero para poder ser efectivamente negociado en el mercado; - que imponga el cumplimiento de todas las obligaciones de declaración y de transparencia establecidas con arreglo a los artículos 20 y 21;». El Art. 4.1.21) de la Directiva 2014/65/UE define como mercado regulado a todo «sistema multilateral, operado o gestionado por un organismo rector del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de reunir —dentro del sistema y según sus normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular de conformidad con el título III de la presente Directiva»

Nos concentraremos ahora en el contenido de la propuesta RAM, y sus repercusiones, en lo atinente a los instrumentos financieros, los mercados y las estrategias que son cobijadas por las normas sobre abuso de mercado.

En cuanto a las estrategias, la propuesta de Reglamento es novedosa porque se ocupa expresamente de las estrategias automáticas de negociación basadas en algoritmos (incluidas las de alta frecuencia⁵⁶⁵). De esta suerte, la propuesta menciona en la exposición de motivos y el Art. 8, a algunas actividades que, en principio son legales, pero que pueden conducir a abuso de mercado, v. gr., la rápida formulación y retirada de órdenes (*quote stuffing*), la acumulación de órdenes próximas al precio de cotización (*layering*), y, otras, no tan legales, como la falsificación de los datos en la formulación de órdenes (*spoofing*).⁵⁶⁶

Pues bien, a pesar de que la definición de manipulación de la DAM es flexible, el legislador comunitario desea mayor precisión para guiar a las autoridades competentes y homogenizar sus políticas y actuaciones sancionadoras del abuso de mercado. Por ello, el anexo I de la propuesta de Reglamento contiene, aunque no exhaustivamente, algunos indicadores sobre el uso de mecanismos ficticios o de cualquier otra forma de engaño o artificio, y sobre señales falsas o engañosas y de fijación de los precios. Indicadores que no estaban en la DAM sino en la Directiva 2003/124/CE.

Sobre los mercados, la propuesta de Reglamento busca extender el campo de aplicación del régimen de abuso de mercado a los mercados no regulados, especialmente, a las MTFs (*Multilateral Trading Facilities*) o SMNs (Sistemas Multilaterales de Negociación). La preocupación inicial del CESR⁵⁶⁷ en esta materia concreta consistía en considerar que muchas disposiciones de la DAM podrían evaporar las ventajas intrínsecas de estos mercados, pues, debido a su cumplimiento riguroso, devendrían costos adicionales y lentitud.

Por consiguiente, el CESR, que naturalmente responde a la lógica de un organismo técnico preocupado por aspectos técnicos, recomendó que si hay que extenderse a los mercados no regulados o a instrumentos financieros negociados en estos mercados, la idea es hacerlo en cuanto sea necesario y respetando sus características especiales ya que cumplen funciones muy importantes para la creación de liquidez, la revitalización de la competencia en los mercados financieros y la innovación.

⁵⁶⁵ Vid. el considerando número 18 de la propuesta de Reglamento y el considerando 38 del RAM.

⁵⁶⁶ Consiguientemente, la propuesta de Reglamento añade ejemplos de conductas manipuladoras del mercado en sede de negociación algorítmica y de alta frecuencia: «La formulación de órdenes...sin intención de negociar, sino con el propósito de: – perturbar o retrasar el funcionamiento del sistema de negociación utilizado en el centro de negociación; – dificultar a otras personas la identificación de las órdenes auténticas formuladas en el sistema de negociación del centro de negociación, o – crear una impresión falsa o engañosa sobre la oferta y demanda de un instrumento financiero.» Vid. Art. 8.3.c) de la propuesta de Reglamento. El BCE sugirió quitar la expresión “sin intención de negociar” porque podía suceder que sí hubiera intención real de negociar (consultar la página 21 del dictamen del BCE sobre la propuesta de Reglamento).

⁵⁶⁷ Vid. CESR, CESR's response to the Commission call for evidence on the review of the Market Abuse Directive, Ref.: CESR/09-635, 9 de julio de 2009, p. 3.

Si bien dentro de las esferas de libertad dejadas por la DAM a los Estados miembros en ciertas materias, algunos ya habían previsto la aplicación de las normas sobre abuso de mercado a operaciones con instrumentos financieros en mercados distintos a los regulados; la propuesta de Reglamento prevé que este punto ya no sea opcional y, por ello, cobijará a los instrumentos financieros negociados en SMN, a los SON (SOC según el RAM) y a los OTC que pudieran afectar al mercado subyacente de referencia.⁵⁶⁸

Esta expansión del ámbito de regulación por abuso de mercado era necesaria, pues, con la reciente crisis económica se hizo notorio que los derivados estaban siendo utilizados para manipular a los precios de las materias primas y, por ende, urgía extender la aplicación de las normas sobre transparencia e integridad a los mercados subyacentes a los que no podían llegar normalmente las autoridades de supervisión.⁵⁶⁹

Mejor dicho, sin regular los mercados al contado⁵⁷⁰, la propuesta de Reglamento sí incluye a las operaciones y actuaciones efectuadas en estos mercados que «estén relacionadas o que tengan consecuencias para los mercados financieros y de derivados»⁵⁷¹ que se encuentran bajo el ámbito de aplicación objetiva del régimen de abuso de mercado.⁵⁷² Es decir, las autoridades competentes pueden llegar hasta los OTC, los SMN y los SON mediante los criterios de la conexión y del efecto en los mercados en que despliegan sus competencias de supervisión y sanción.⁵⁷³

En vista de que es posible que en el curso de una investigación por sospecha de abuso de mercado, las autoridades competentes puedan ver limitadas sus facultades de indagación y persecución en mercados no regulados, en particular, los de contado de materias primas; la propuesta de Reglamento otorga a estas autoridades la posibilidad de requerir información y acceder de forma permanente (en tiempo real) a los datos que precisen sus averiguaciones, lo que significa que tendrán acceso a los sistemas de los propios operadores del mercado al contado.

⁵⁶⁸ Vid. la p. 7 de la Propuesta de Reglamento sobre abuso de mercado y el considerando número 8 de la propuesta RAM conforme a su redacción a partir del 10 de septiembre de 2013.

⁵⁶⁹ «Currently, there is no obligation in the MAD for financial supervisors to take into account developments on physical commodity markets when monitoring financial markets for possible market abuse, or to cooperate and exchange information with regulators of physical markets in the EU or in third countries. This means that they will be looking at derivatives markets in isolation from the underlying market, which makes it hard to detect suspicious behaviour. Financial regulators have signalled the need to take a greater interest in the physical commodity markets and to cooperate more closely and share information⁶⁹. This lack of cooperation between physical and financial market regulators could undermine the integrity of both physical and financial markets⁷⁰.» Vid. la página 21 del documento de trabajo de la Comisión sobre la evaluación del impacto de las propuestas de Reglamento y Directiva en materia de abuso de Mercado.

⁵⁷⁰ Los contratos al contado de materias primas y los mercados al contado son definidos en los numerales 10 y 11 del Art. 5 de la Propuesta de Reglamento. Ver considerando núm. 15 de la propuesta RAM.

⁵⁷¹ Vid. el considerando número 15 de la propuesta de Reglamento.

⁵⁷² «El CESE acoge favorablemente la ampliación del ámbito de aplicación a instrumentos financieros negociados fuera de bolsa. No queda claro, sin embargo, en qué forma tales instrumentos deben ser recogidos en la propuesta. Para instrumentos financieros negociados fuera de bolsa no existe a menudo ningún mercado, dado que se negocian solo bilateralmente.» Vid. la observación particular 4.1. del Dictamen del CESE sobre la propuesta de Reglamento.

⁵⁷³ Vid. el Art. 2 de la Propuesta de Reglamento. Al definir el ámbito de aplicación del futuro Reglamento, la redacción es mucho más cuidadosa, más clara. Además, este ámbito se amplía a las actuaciones ocurridas en terceros Estados, de conformidad con el numeral cuatro

Un dato interesante lo constituye el hecho de que la DAM no determina claramente qué pasaría cuándo hay manipulación de un mercado a través de otro mercado. Por ejemplo, una operación en un mercado derivado – al que se aplique la DAM – puede emplearse para manipular el precio en un mercado al contado (que no está incluido dentro de la DAM), y viceversa. La propuesta de Reglamento lo resuelve con los criterios apuntados en el párrafo anterior, relativos a la conexión y el efecto.

Respecto de los instrumentos financieros⁵⁷⁴, en la DAM hay un tratamiento desigual entre el *insider trading* y la manipulación del mercado, pues, la regla general es que la directiva se aplique a cualquier instrumento admitido a negociación en un mercado regulado, o para el que se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en dicho mercado.

Sin embargo, en el caso del *insider trading* se añade que también se aplicará a los instrumentos financieros no admitidos a negociación en un mercado regulado (es decir, mercados no regulados), cuyo valor dependa de un instrumento financiero admitido a negociación en un mercado regulado, o para el que se haya solicitado admisión.

Un asunto de gran trascendencia, introducido en la propuesta de reglamento modificada⁵⁷⁵ y que alteró el ámbito de aplicación objetivo y el concepto de manipulación, al menos en lo que toca a la exigencia de un efecto en los precios de los instrumentos financieros, fue el de la aplicación del régimen de abuso de mercado a las manipulaciones de los índices de referencia, cuyo cálculo sirve para fijar los precios de los instrumentos financieros.⁵⁷⁶

Recuérdese los escándalos recientes con la manipulación del LIBOR⁵⁷⁷ y el EURIBOR en los que pudo constatarse que algunos bancos manipularon dichos índices – que sirven de referencia para fijar los tipos de interés de los préstamos interbancarios y el precio de muchos instrumentos financieros – dando estimaciones del tipo de interés al que aceptarían ofertas de

⁵⁷⁴ En cuanto a los instrumentos financieros sobre materias primas, el CESR desaconseja su regulación exhaustiva en los siguientes términos: «2.1.3...CESR maintains its views as expressed in the common report prepared by CESR and ERGEG, according to which the extension of the scope of the MAD regime to physical products is not recommended, as it does not reflect the needs of the energy markets, whose features would not justify such a solution. A tailor-made market abuse regime (not under the financial services regulation) applicable on physical markets might be a possible way forward. It is also noted that commodity derivatives fall within the scope of the MAD regime if they are admitted to trading on regulated markets.» Vid. CESR, CESR's response to the Commission call for evidence on the review of the Market Abuse Directive, Ref.: CESR/09-635, 9 de julio de 2009, p. 4.

⁵⁷⁵ Vid. Propuesta modificada de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado), del 25 de julio de 2012, COM(2012) 421 final, 2011/0295 (COD).

⁵⁷⁶ En el artículo 2, apartado 3 bis: «El ámbito de aplicación de los artículos 8 y 10 se extiende asimismo a la conducta en relación con índices de referencia.» Ver también el considerando 20 bis de la propuesta RAM y el literal 20 del Art. 5 que define lo que debe entenderse por índice de referencia: «cualquier tipo, índice o cifra, puesto a disposición del público o publicado, que es determinado periódica o regularmente aplicando una fórmula o sobre la base del valor de uno o varios activos o precios subyacentes, incluidos precios estimados, tipos de interés u otros valores reales o estimados, o a datos de estudios, y con referencia al cual se determina el importe debido en virtud de un instrumento financiero o el valor de un instrumento financiero.» Consúltense también el considerado 44 y el Art. 2 del RAM.

⁵⁷⁷ Vid. *US CFTC v. UBS AG* y otro.

financiación, distintas a aquellas valoraciones o tasaciones del tipo que habrían aceptado efectivamente.

Esas estimaciones podrían haber incidido en los niveles de dichos índices de referencia y, consecuentemente, en el precio de los instrumentos financieros. La propuesta RAM⁵⁷⁸ modificada exoneró a las autoridades competentes de la carga de demostrar el efecto en los precios.

En otro orden de ideas, desde la perspectiva de la aplicación territorial de las prohibiciones de abuso de mercado, conforme al Art. 10 de la DAM, un Estado miembro puede aplicarlas, en primer lugar, a las actuaciones referidas a instrumentos financieros negociados o a emitirse en los mercados regulados que estén situados o que operen en su territorio, independientemente de que dichas actuaciones y operaciones tengan lugar o no en su territorio.

Y, en segundo lugar, a las actuaciones relacionadas con instrumentos financieros negociados o a emitirse en los mercados regulados de otro Estado miembro⁵⁷⁹, siempre que dichas actuaciones tengan lugar en su territorio.⁵⁸⁰

En otras palabras, un Estado miembro es competente para investigar y perseguir una conducta de abuso de mercado cuando: 1) la actuación abusiva ocurre en su territorio y está relacionada con un instrumento financiero negociado o susceptible de negociación en un mercado ubicado en su territorio o en el territorio de otro Estado miembro; y 2) la actuación abusiva ocurre fuera de su territorio, pero está relacionada con un instrumento financiero negociado o a negociar en un mercado ubicado en su territorio.

⁵⁷⁸ Independientemente de la propuesta RAM también hay, pendiente de aprobación final, una propuesta de reglamento sobre los índices de referencia, esto es, la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y los contratos financieros, COM/2013/0641 final, 2013/0314 (COD).

⁵⁷⁹ El texto del Art. 10 de la propuesta DAM era más conciso y daba la impresión de ser más general, pues, la norma indicaba que las competencias de los Estados miembros para investigar y sancionar estas conductas se extendían, por lo menos, a las actuaciones que ocurrieran en su territorio, siempre que los instrumentos financieros afectados se negociaran o fueran a ser admitidos a negociación en un Estado miembro cualquiera. Como puede advertirse, el artículo aludido no mencionaba expresamente el concepto de mercado regulado que, en aquel tiempo, se correspondía con el plasmado por la DSI. Ahora bien, la DAM sí hizo uso del término “mercado regulado”, pero éste – como ya se dijo en otro lugar de este escrito – fue ampliado por la MIFID. Puede consultarse la observación específica 4.7 del Dictamen del Comité Económico y Social sobre la “Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)”, (COM(2001) 281 final - 2001/0118 (COD)).

⁵⁸⁰ Vid. el considerando número 35 de la DAM: «El establecimiento de unas condiciones de igualdad en los mercados financieros de la Comunidad requiere una aplicación geográfica amplia de las disposiciones cubiertas por la presente Directiva. Por lo que se refiere a los instrumentos derivados no cotizados en bolsa pero incluidos en el ámbito de aplicación de la presente Directiva, cada Estado miembro debe tener competencia para sancionar las actividades realizadas en su territorio o en el extranjero que se relacionen con los instrumentos financieros subyacentes que coticen en un mercado regulado situado en su territorio, o que opere en él, o para los que se haya presentado una solicitud de cotización en ese mercado regulado. Cada Estado miembro debe ser asimismo competente para sancionar las conductas realizadas en su territorio en relación con instrumentos financieros subyacentes que coticen en un mercado regulado de un Estado miembro, o para los que se haya presentado una solicitud de cotización en ese mercado.»

En conclusión, dos factores son imprescindibles para resolver lo atinente a la competencia de un Estado miembro para aplicar sus leyes sobre abuso de mercado: 1) que la actuación de abuso de mercado ocurra en su territorio; y, 2) que una actuación de abuso de mercado afecte a instrumentos financieros negociados o a emitir en su mercado financiero, es decir, se supera el criterio territorial para definir una competencia, analizando la conexión, por la vía del impacto o el efecto, de una conducta de abuso de mercado con el mercado de un Estado miembro. Más adelante, en la segunda parte, se reflexionará sobre este tema.⁵⁸¹

2.1.2. Normas de prevención del abuso de mercado.

Conforme al Art. 6 de la DAM,⁵⁸² los Estados miembros deben tomar las medidas necesarias para garantizar que los emisores de instrumentos financieros hagan pública, sin dilaciones injustificadas, la información privilegiada que los afecte.

Al imponer una obligación general de divulgar información privilegiada lo más pronto posible, los Estados disponen de algunas estrategias como las siguientes:

Primero, obligar a los emisores a que publiquen en sus sitios de Internet la información privilegiada que deban divulgar.⁵⁸³ Esta publicación deberá realizarse por un tiempo determinado que, por supuesto, deberá ser suficiente o adecuado.⁵⁸⁴

La divulgación deberá permitir al público acceder a la información de manera oportuna, rápida y sincronizada respecto de todos los Estados miembros donde el instrumento financiero cotice o vaya a cotizar luego de su admisión a un mercado regulado.

Los emisores deberán procurar que la publicación no sea engañosa y que no responda a una mera táctica de *marketing*. De igual manera, los emisores deberán revelar los cambios que una información original pueda presentar posteriormente, utilizando los mismos canales que fueron empleados inicialmente.

Respecto a la obligación de divulgar información privilegiada que, de conformidad con la normativa de abuso de mercado, debe reunir unas características especiales, por ejemplo,

⁵⁸¹ Vid. el Art. 16 de la propuesta de Reglamento.

⁵⁸² «Los apartados 1 a 3 del artículo 6 no serán aplicables a aquellos emisores que no hayan solicitado u obtenido aprobación para la admisión a negociación de sus instrumentos financieros en un mercado regulado de un Estado miembro.» Vid. Art. 9 de la DAM.

⁵⁸³ El Art. 12.2. de la propuesta de Reglamento detalla la obligación de divulgación en el caso de los operadores del mercado de derechos de emisión.

⁵⁸⁴ El considerando número 23 de la DAM señala que: «La divulgación de información privilegiada por los emisores a través de sus sitios de Internet debe ser conforme a las normas de transferencia de datos personales a terceros países con arreglo a la Directiva 95/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de octubre de 1995, relativa a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de los datos personales y a la libre circulación de estos datos.». Vid. el Art. 17.1. del RAM.

que sea precisa o concreta, la propuesta de Reglamento reconoció que antes de que surja la obligación de divulgar dicha información, puede haber abuso de información privilegiada.⁵⁸⁵

Este reconocimiento viene de la mano de la calificación como información privilegiada de información que sea relevante para los inversores, como, por ejemplo, el estado de unas negociaciones contractuales, las condiciones en las que se colocarán unos instrumentos financieros, etc., por lo tanto, si una información es relevante surge la obligación de divulgación.

Empero, si la información es relevante, aunque no es precisa, no habrá lugar a la obligación de divulgación, pero – según la propuesta de Reglamento – sí se prohibirá la negociación con apoyo en dicha información.

Otra novedad de la propuesta de Reglamento es la creación de unas reglas diferenciadas de divulgación de información privilegiada para las PYMES, el sistema para éstas atenderá su perfil y será más simplificado⁵⁸⁶, incluso, se utilizarán formatos estándar. Es más, la divulgación podrá ser delegada por el emisor en los propios mercados y, en ciertos casos, los emisores no tendrán que elaborar ni actualizar listas de iniciados.⁵⁸⁷

Segundo, exigir a los emisores la comunicación inmediata a la autoridad competente de su decisión de retrasar la divulgación de información privilegiada, siempre que: a) con la publicación se pueda ocasionar un perjuicio a sus intereses legítimos (negociaciones en curso, viabilidad financiera, etc.)⁵⁸⁸; b) la omisión no confunda al público y, c) el emisor esté en posición de garantizar la confidencialidad de la información, para evitar así divulgaciones selectivas.⁵⁸⁹

A tenor de la propuesta de Reglamento, si una información privilegiada tiene “carácter sistémico”⁵⁹⁰ y conviene “al interés público” retrasar su divulgación, esa dilación (que es claramente una concesión a la banca) podrá ser autorizada por las autoridades competentes

⁵⁸⁵ vid el considerando número 14 de la propuesta de Reglamento.

⁵⁸⁶ Vid. el considerando número seis de la propuesta de Reglamento

⁵⁸⁷ Vid. los considerandos 55 y 56 del RAM y el Art. 17 del RAM.

⁵⁸⁸ «...a) Negociaciones en curso, o elementos relacionados, cuando el resultado o el desarrollo normal de esas negociaciones pueda verse afectado por la revelación pública de información. En particular en el caso de que la viabilidad financiera del emisor esté en peligro grave e inminente, aunque no entre en el ámbito de la legislación sobre insolvencia aplicable, la revelación pública de información pondría en grave peligro el interés de los accionistas existentes y potenciales debilitando la conclusión de negociaciones específicas concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo del emisor. b) Decisiones tomadas o contratos celebrados por el órgano de administración de un emisor que necesiten la aprobación de otro órgano del emisor para hacerse efectivos, cuando la organización de ese emisor exija la separación entre dichos órganos, siempre que la revelación pública de la información anterior a esa aprobación junto con el anuncio simultáneo de que dicha aprobación está pendiente pusiera en peligro la correcta evaluación de la información por parte del público...» Vid. Art. 3 de la Directiva 2003/124/CE. También, Vid. CESR, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, Ref: CESR/02-089d, diciembre de 2002, p. 23. Y, CESR, Market Abuse Directive. Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Ref: CESR/06-562b, julio de 2007, pp. 10-11.

⁵⁸⁹ Vid. el considerando 50 y el Art. 17 del RAM.

⁵⁹⁰ Vid. los considerandos 52 y 53 del RAM.

durante un tiempo limitado, pues, hay un interés general en mantener la estabilidad del sistema financiero (Art. 17 del RAM).

Interés que, obviamente, choca contra el de un inversor que quisiera saber, cuanto antes, si las pérdidas acumuladas por un emisor lo han llevado a una situación de insolvencia o quiebra, o si el emisor recibe ayuda financiera por parte del Estado, o está siendo intervenido, etc.⁵⁹¹

Tercero, instar a los emisores (o a quienes actúen en su nombre o por su cuenta), en caso de revelar información privilegiada – en el normal ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones – a un tercero (que no tiene un deber de confidencialidad, cualquiera que sea su origen: legal, reglamentario o contractual⁵⁹²), a hacer pública la información en su totalidad de forma simultánea (si la revelación fue intencional) o prontamente (si fue involuntaria).

Esto refuerza la antipatía que despiertan las divulgaciones selectivas⁵⁹³ y la posibilidad de que alguien se aproveche de las mismas para negociar en el mercado de instrumentos financieros mediando una ventaja injusta.

Cuarto, obligar a los emisores (o a quienes actúen en su nombre o por su cuenta) a elaborar y remitir a la autoridad competente unas listas (que tendrán que actualizar periódicamente) en las cuales se detallen las personas a ellos vinculadas (por un contrato laboral u otra forma de conexión y/o relación), y que por razón de ese vínculo tengan acceso⁵⁹⁴ a información privilegiada (listas de iniciados).⁵⁹⁵

Efectivamente, el Art. 5 de la Directiva 2004/72/CE – normativa de desarrollo de la DAM, derogada por el Reglamento (UE) 596/2014 – determinó el contenido que mínimamente

⁵⁹¹ «En el caso de las instituciones financieras, la evaluación de si la información es de importancia sistémica y de si el retraso de la publicación conviene al interés público debe hacerse en estrecha cooperación con el banco central nacional y la autoridad supervisora nacional y, (si es distinta del banco central o supervisor) con la autoridad macroprudencial.» Vid. la página 12 del dictamen del BCE sobre la propuesta de Reglamento.

⁵⁹² El Art. 6.2. de la propuesta DAM decía: «...Las disposiciones del primer párrafo no se aplicarán: a) si la persona que recibe la información tiene una obligación de secreto hacia el emisor, o si expresamente acuerda mantener en secreto la información revelada; o bien b) si la actividad principal de la entidad que recibe la información es la emisión de calificaciones de solvencia, a condición de que la información tenga únicamente por fin establecer una calificación de solvencia que estará a disposición pública...»

⁵⁹³ Las reuniones privadas entre los analistas financieros y las empresas cotizadas han sido objeto de crítica ya que en dichos encuentros puede circular información privilegiada. Se discute, entre muchas otras cosas, si son tan sólo reuniones para informar sobre el futuro de la empresa y su actividad, si solamente tienen el objetivo de aclarar o ampliar información relevante ya pública; o, si por el contrario, son una oportunidad de oro para operar con información privilegiada, pues, exámenes posteriores han revelado que suelen afectar la cotización de los valores de las empresas implicadas. Habrá que mirar cada caso en concreto, pero los reguladores nacionales suelen mirar con suspicacia estas reuniones. Este asunto es tratado con detalle por: EMMA GARCÍA-MECA, E. / MARTÍNEZ CONESA, I. (2005), pp. 56-67. En el año 2005, la CNMV hizo una serie de recomendaciones sobre las reuniones informativas con analistas, inversores institucionales y otros profesionales del mercado de valores que está disponible en su portal de Internet.

⁵⁹⁴ La atención debe centrarse en el acceso a la información privilegiada, independientemente que ese acceso sea regular u ocasional. Vid. CESR, Market Abuse Directive. Level 3 – third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Ref: CESR/09-219, 15 de mayo de 2009, p. 5.

⁵⁹⁵ Vid. el Art. 18 del RAM.

debían tener las listas de personas con acceso, regular u ocasional, a información privilegiada, por medio de las cuales se gestiona el acceso a la información privilegiada y se controla el riesgo de incumplimiento de los deberes de confidencialidad conexos. Estas listas debían conservarse por cinco años, por lo menos, desde su elaboración inicial o su actualización; pues, recordemos que las investigaciones por abuso de mercado suelen tomar mucho tiempo.

El contenido mínimo es muy simple: 1) la identidad de quienes tengan acceso a la información privilegiada; 2) el motivo para figurar en la lista; 3) la fecha de creación de la lista; y, finalmente, 4) la fecha de actualización de la lista. Estas listas deben actualizarse inmediatamente cuando: 1) alguien deje de tener acceso a la información privilegiada, dejando constancia del momento en que esto ocurre; 2) si varían los motivos para aparecer en la lista o, 3) si hay que adicionar a otra persona.⁵⁹⁶

Las personas que elaboran las listas deben procurar que quienes figuren en ellas entiendan y acepten las obligaciones que supone el hecho de figurar en las mismas; y la comprensión del tipo de sanciones que entraña la infracción de dichas obligaciones.⁵⁹⁷

Quinto, mandar a las personas que ejerzan responsabilidades de dirección en los emisores y a quienes tengan un vínculo estrecho con ellas (cónyuge o sus equivalentes legales, hijos, etc.)⁵⁹⁸, a comunicar a la autoridad competente⁵⁹⁹ todas las operaciones que se realicen por su cuenta y que tengan por objeto los instrumentos financieros de los emisores o los instrumentos financieros y derivados vinculados con aquellos.⁶⁰⁰

Según la propuesta de Reglamento, los directivos, o quienes actúen en nombre de ellos, deberán divulgar y notificar a las autoridades competentes, las operaciones de cesión de los títulos en garantía o en préstamo. Esta propuesta, además, exige que se notifiquen todas las transacciones realizadas por los directivos que asciendan a 20.000 euros, fijando

⁵⁹⁶ La propuesta de Reglamento homogenizó el contenido de las listas.

⁵⁹⁷ Vid. CESR, A follow-up paper to CESR's first paper on market abuse. Measures to promote market integrity, (Ref. FESCO/00-96I), Ref. CESR/01-052h, febrero de 2002, p. 8.

⁵⁹⁸ Vid. numeral 2) del Art. 1 de la Directiva 2004/72/CE: «... "Persona estrechamente relacionada con una persona que ejerza un cargo directivo en un emisor de instrumentos financieros": a) el cónyuge de la persona que ejerza un cargo directivo o cualquier persona relacionada con ella considerada como equivalente al cónyuge por la legislación nacional; b) con arreglo a la legislación nacional, los hijos a cargo de la persona que ejerza un cargo directivo; c) otros parientes de la persona que ejerza un cargo directivo que vivan en su hogar por un período mínimo de un año; d) cualquier persona jurídica, fideicomiso (trust) o asociación, en la que ocupe un cargo directivo una persona citada en el apartado 1 del presente artículo o en las letras (a), (b) y (c) del presente apartado, o que esté directa o indirectamente controlada por esta persona, o que se haya creado para beneficio de esa persona, o cuyos intereses económicos sean en gran medida equivalentes a los de esa persona.»

⁵⁹⁹ Las condiciones de esa comunicación o notificación son las vertidas en el Art. 6 de la Directiva 2004/72/CE.

⁶⁰⁰ Vid. el considerando número 26 de la DAM y los considerandos 58 y 59 del RAM.

así un umbral común a todos los Estados miembros⁶⁰¹ (el RAM establece un umbral de 5000 euros y permite a las autoridades elevarlo a 20.000 euros).⁶⁰²

Respecto a ese deber de notificación por parte de quienes estén estrechamente relacionados con los directivos, la Directiva 2004/72/CE (derogada por el RAM) prefirió ponerlo en cabeza de quienes realizan la operación y no sólo del directivo, pues, aunque se supone que éste último está mucho más enterado de la actividad del emisor y de sus instrumentos financieros, esto no implica que esté al tanto de las operaciones de las personas que la ley considera estrechamente vinculadas a él.

Sexto, regular la actividad de quienes realizan o difunden análisis sobre los instrumentos financieros, y de quienes elaboran o divulgan información para recomendar o proponer estrategias de inversión/desinversión, destinadas a los canales de distribución⁶⁰³, esto es, al público. La finalidad de esta regulación es la presentación y divulgación imparcial (para asegurar la objetividad y la credibilidad), correcta y exacta (para evitar errores y engaños) de la información relativa a los instrumentos financieros, y la necesidad de que afloren los eventuales conflictos de intereses.

Sobre este punto, la Directiva 2003/125/CE (normativa de desarrollo de la DAM, derogada por el RAM) estableció las condiciones y requisitos que debían cumplirse para elaborar, presentar y divulgar recomendaciones o sugerencias relacionadas con los instrumentos financieros, excluyendo de su ámbito de aplicación a los consejos de inversión que se realizan en forma privada o personal y a los dictámenes de los organismos de calificación de la solvencia, a quienes invita a diseñar e implementar políticas y procedimientos internos que garanticen la fiabilidad de sus análisis y la revelación de sus conflictos de intereses.⁶⁰⁴

Como tantas veces se ha explicado, el contenido y la forma – análisis, recomendación⁶⁰⁵, propuesta, etc. – mediante la cual una información sobre un instrumento financiero es presentada o divulgada, influye decisivamente en el proceso de toma de decisiones de un inversor.

⁶⁰¹ Vid. el Art. 14 de la propuesta de Reglamento.

⁶⁰² Vid. el Art. 19 del RAM, especialmente, los apartados 8 y 9.

⁶⁰³ Vid. el numeral 7 del Art. 1 de la Directiva 2003/125 que define qué es un canal de distribución.

⁶⁰⁴ Vid. los considerandos número tres y diez de la Directiva 2003/125/CE; y el Art. 20 del RAM.

⁶⁰⁵ Los numerales 3 y 4 del Art. 1 de la Directiva 2003/125/CE contienen la definición de «recomendación» y de «Investigación u otra información que recomiende o sugiera una estrategia de inversión».

Por consiguiente, la Directiva 2003/125/CE exigió que quien elabore o quien divulgue⁶⁰⁶ información sobre un instrumento financiero, en forma de recomendación⁶⁰⁷ (explícita o implícita) o sugerencia, revele, por un lado, su identidad, es decir, el nombre de la persona jurídica o de la persona natural – con indicación de su función/cargo – (deberá explicarse claramente si se está divulgando una recomendación elaborada por otro o una recomendación propia); sus normas de conducta empresarial; la identidad de la autoridad competente de regulación y supervisión cuando se trate de una empresa de inversión o una entidad de crédito, o de las normas o códigos de autorregulación aplicables.⁶⁰⁸

Por el otro, el grado de alteración de la recomendación original; los intereses financieros significativos en los instrumentos financieros en cuestión; los conflictos de interés existentes o potenciales; si hay control o no sobre el emisor. Y, por último, el lugar o el sitio Web en el cual la información pueda ser accesible al público.

La Directiva 2003/125/CE implantó un sistema de obligaciones para asegurar la imparcialidad en la presentación de las recomendaciones⁶⁰⁹ e informar sobre los intereses y conflictos de intereses, mediante la formulación de normas generales y de obligaciones adicionales que – dado su grado de detalle – pueden consultarse en el instrumento comunitario apuntado.⁶¹⁰

⁶⁰⁶ «Las recomendaciones de inversión podrán ser divulgadas de forma inalterada, modificada o resumida por una persona distinta de la que las haya elaborado. La forma en que los divulgadores traten estas recomendaciones puede tener un efecto importante en la evaluación de estas recomendaciones por los inversores. En especial, el conocimiento de la identidad del divulgador de las recomendaciones de inversión, sus normas de conducta empresarial o el grado de alteración de la recomendación original pueden ser informaciones valiosas para los inversores al considerar sus decisiones de inversión.» Vid. el considerando número ocho de la Directiva 2003/125/CE.

⁶⁰⁷ Vid. Art. 15 de la propuesta de Reglamento.

⁶⁰⁸ Vid. CESR, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, Ref: CESR/02-089d, diciembre de 2002, pp. 25-32.

⁶⁰⁹ El numeral 1 del Art. 3 de la Directiva 2003/125 consagró una norma general para la presentación imparcial de recomendaciones: «...a) de que los hechos se distingan claramente de las interpretaciones, estimaciones, opiniones y otros tipos de información no factual; b) de que todas las fuentes sean fiables o, si existiera alguna duda sobre la fiabilidad de la fuente, se indique claramente; c) de que se indiquen claramente como tales todas las proyecciones, pronósticos y objetivos de precios y de que se indiquen igualmente las hipótesis importantes hechas al elaborarlas o utilizarlas.» El Art. 4 de la misma Directiva estableció las siguientes obligaciones adicionales: a) indicar las fuentes importantes; b) señalar si la recomendación se ha revelado al emisor y si ha sido modificada o corregida luego de esa revelación; c) resumir las bases y metodologías de evaluación; d) explicar adecuadamente el significado de la recomendación (si se trata de vender, comprar o mantener), los riesgos, las distintas hipótesis, los análisis de sensibilidad, etc.; e) si una recomendación difiere de otra realizada en un período de 12 meses sobre el mismo instrumento financiero o emisor, deberá manifestarse que existe un cambio respecto de la recomendación inicial e identificarla plenamente.

⁶¹⁰ El Art. 5 de la Directiva 2003/125/CE creó una norma general para informar sobre los intereses y los conflictos de intereses. Consiste, básicamente, en revelar «todas las relaciones y circunstancias que puedan razonablemente poner en peligro la objetividad de la recomendación, en particular cuando las personas pertinentes tengan un importante interés financiero en uno o más de los instrumentos financieros objeto de la recomendación, o un importante conflicto de intereses con respecto a un emisor al que se refiera la recomendación.» Como obligaciones adicionales, una persona física o jurídica que presente o divulgue recomendaciones en el ejercicio de su profesión o la gestión de su actividad empresarial (a quien se denomina "persona pertinente"), deberá revelar lo siguiente: a) las participaciones importantes, incluso recíprocas, que tenga con el emisor (por ejemplo, una participación superior al 5% del capital social emitido); b) otros intereses financieros importantes; c) si se obra como creador de mercado o proveedor de liquidez de los instrumentos financieros del emisor; d) si se ha sido gestor en los 12 meses anteriores de una oferta pública de esos instrumentos; e) si hay un acuerdo con el emisor para la prestación de servicios bancarios de inversión o para elaborar la recomendación; f) los protocolos organizativos y administrativos efectivos establecidos para prevenir y evitar conflictos de intereses (incluidas las barreras a la información); g) si la remuneración de quien recomienda está vinculada a operaciones bancarias de inversión realizadas por la entidad o empresa para la que trabaja, etc.

Séptimo, en el marco de un deber general de colaboración a cargo de los agentes del mercado para prevenir⁶¹¹ el abuso de mercado, se les podrá exigir a quienes participan habitual y profesionalmente en los mercados financieros que comuniquen a la autoridad competente sus sospechas razonables de que una operación o actuación constituye una conducta de abuso de información privilegiada o una manipulación⁶¹² (Art. 16 del RAM).

Esa notificación o reporte (STRs – *Suspicious Transactions Reports*⁶¹³ –) debe tener un contenido mínimo⁶¹⁴ y apoyarse, cuando menos, en elementos probatorios fuertes sobre la presencia o el riesgo de que exista abuso de mercado.⁶¹⁵ Según el CESR, la propuesta de Reglamento debería hacer obligatorio el deber de realizar STRs respecto de instrumentos derivados negociados en mercados OTC.⁶¹⁶

Dicho esto, la propuesta de Reglamento, obliga a quienes profesionalmente gestionen o ejecuten transacciones en los mercados financieros – y que deban contar con sistemas de detección de transacciones sospechosas – a notificar, incluso, aquellas operaciones dudosas que son efectuadas por fuera del centro de negociación respectivo.

Octavo, de la obligación de divulgación general prevista por el Art. 6, no debe deducirse una carga para los emisores de reaccionar ante cualquier rumor o especulación que circule en el mercado; salvo que se refiera explícitamente a información privilegiada proveniente del emisor, y que por su grado de precisión haga evidente que hubo una fuga o filtración de la información.

El emisor debe, entonces, procurar restablecer la confianza y la transparencia en el mercado, divulgando la información, y colocando a los inversores en condición de igualdad para reaccionar ante los hechos publicados.⁶¹⁷

⁶¹¹ Vid. el considerando 24 de la DAM: «...Entre estas medidas pueden figurar, por ejemplo, la elaboración de "listas grises", la existencia de "franjas horarias para realizar transacciones" (window trading) aplicables a las categorías sensibles del personal, la aplicación de códigos de conducta internos y la creación de "murallas chinas". Las medidas preventivas de estas características sólo podrán contribuir a la lucha contra los abusos de mercado si se aplican con determinación y si se controlan adecuadamente. El control adecuado de la ejecución implicaría, por ejemplo, la designación de responsables de su cumplimiento en el seno de los organismos afectados, así como la realización de controles periódicos a cargo de auditores independientes.» El *window trading* es un mecanismo por virtud del cual los clientes dan órdenes de compra y/o venta a un intermediario, pero éste no ejecuta esas órdenes inmediatamente, sino que las casa con las órdenes de signo contrario de otros clientes luego de que haya pasado un determinado período de tiempo, es decir, al cerrar una ventana temporal. La idea es que el intermediario buscará ejecutar las órdenes a un mejor precio que el ofrecido por el mercado, y las órdenes que no pueda casar las tendrá que enviar al mercado para su ejecución.

⁶¹² Vid. el considerando número 27 de la DAM.

⁶¹³ Vid. CESR, Market Abuse Directive. Level 3 – third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Ref: CESR/09-219, 15 de mayo de 2009, pp. 7-10.

⁶¹⁴ Esta notificación deberá hacerse de conformidad con los Arts. 7 y ss. de la Directiva 2004/72/CE.

⁶¹⁵ El CESR elaboró una guía de cuándo podía surgir una sospecha de abuso de mercado. Vid. CESR, Market Abuse Directive. Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive. Ref: CESR/04-505b, pp. 14-17.

⁶¹⁶ Vid. CESR, CESR's response to the Commission call for evidence on the review of the Market Abuse Directive, Ref.: CESR/09-635, 9 de julio de 2009, p. 6.

⁶¹⁷ «...a policy of staying silent or of "no comment" by the issuer would not be acceptable. The issuer's reaction or response should be made publicly available in the same conditions and using the same mechanisms that those used for the communication of inside information, so that an ad hoc announcement has to be published without undue delay.» Vid.

2.1.3. Normas sobre la detección, investigación y sanción del abuso de mercado.

La innovación crucial de la DAM (Art. 11)⁶¹⁸ fue su exigencia a los Estados miembros de designar una única autoridad administrativa competente para regular y supervisar todo lo relativo al abuso de mercado⁶¹⁹. Dicha autoridad debía ser investida con unas potestades y competencias mínimas necesarias para el cumplimiento de sus funciones, entre otras, la posibilidad de requerir información, de citar o de interrogar a cualquier persona y la de ordenar la congelación y/o el secuestro de activos.⁶²⁰

Dentro de esas potestades está la de solicitar los registros telefónicos y sobre tráfico de datos, pero el CESR, en su informe de julio de 2009, manifestó su inquietud porque, no obstante que los registros sobre tráfico de datos (electrónicos) son supremamente importantes para investigar si hay una conducta constitutiva de abuso de mercado; en muchos Estados miembros el acceso a los mismos no es tan fácil ni tan claro.

En consecuencia, la propuesta de Reglamento despejó las dudas sobre el derecho que asiste a las autoridades competentes para solicitar y/o exigir estos registros, y las condiciones dentro de las cuales pueden hacerlo. De ahí que se pueda exigir los registros existentes sobre tráfico de datos y sobre datos telefónicos en poder de las empresas de telecomunicaciones o las empresas de inversión, siempre que se sospeche (razonablemente) que son relevantes para esclarecer un supuesto de abuso de mercado⁶²¹ – Art. 23.2.g) y Art.23.2.h) del RAM –.

La propuesta de Reglamento se ocupa explícitamente de la posibilidad de las autoridades competentes⁶²² para acceder a locales privados e incautar documentos para poner fin a las diferencias legislativas entre los Estados miembros. Esta facultad puede ejercerse cuando una solicitud de información ha sido desatendida (total o parcialmente), o cuando hay motivos razonables para pensar que si se hace la solicitud, su destinatario no la atendería, o procedería a destruir, alterar o retirar del lugar los documentos que hacen parte del requerimiento. Naturalmente, esta facultad debe estar avalada por las autoridades

CESR, Market Abuse Directive. Level 3 – third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Ref: CESR/09-219, 15 de mayo de 2009, p. 15.

⁶¹⁸ Vid. el Art. 22 del RAM.

⁶¹⁹ Vid. los considerandos 36 y 37 de la DAM y la página 9 de la exposición de motivos de la propuesta DAM.

⁶²⁰ Otras facultades que menciona la DAM son las siguientes: a) acceder y recibir copias de documentos, cualquiera que sea su formato; b) inspeccionar in situ; c) ordenar el cese de una práctica constitutiva de abuso de mercado; d) suspender la negociación de los instrumentos financieros afectados; e) solicitar la suspensión temporal en el ejercicio de una actividad profesional. Los Estados miembros fijarán las sanciones que merezcan quienes no colaboren con las investigaciones de la autoridad competente. El personal de dicha autoridad, o quien actúe por cuenta de ella, está sometido a las normas estatales correspondientes al secreto profesional (Art. 13). Vid. el Art. 23 del RAM.

⁶²¹ «...Los registros sobre tráfico de datos y sobre datos telefónicos no incluyen el contenido de dichos registros.» Vid. el considerando número 31 de la propuesta de Reglamento.

⁶²² Vid. los Arts. 16 a 23 de la propuesta de Reglamento.

judiciales respectivas y respetar los derechos fundamentales de los afectados con la medida.⁶²³

A más de lo anterior, la autoridad competente puede brindar orientación sobre los asuntos regulados por la DAM a través de recomendaciones o guías que permitan clarificar las definiciones contenidas en la misma directiva o el alcance de sus normas. Por ejemplo, la autoridad competente podrá determinar qué operaciones o actuaciones pueden constituir abuso de mercado, o cuáles son las prácticas de mercado aceptadas⁶²⁴.

A la par de la exigencia de una autoridad administrativa única – competente para regular, supervisar e inspeccionar los mercados financieros en materia de abuso de mercado –, la DAM apremió a los Estados miembros para que adoptaran medidas o sanciones de carácter administrativo frente a las infracciones de abuso de mercado⁶²⁵; sin perjuicio de la posibilidad de los Estados miembros de valerse de sus respectivos derechos penales⁶²⁶.

Pese a que el considerando número 39 de la DAM exhorta a los Estados miembros a mantener cierta uniformidad normativa al definir las medidas y sanciones administrativas, la DAM no armonizó el régimen sancionador del abuso de mercado, esfera de actuación que dejó al arbitrio de los Estados miembros.

En vista de que la regulación por abuso de mercado combina medidas de prevención con disposiciones para detectar, investigar y sancionar a los infractores, los distintos Estados miembros sancionan, esencialmente, tres tipos de conductas, a saber: a) las del abuso de mercado propiamente dichas; b) las del incumplimiento de las medidas de prevención y, c) las de no cooperación con la autoridad competente.⁶²⁷

⁶²³ Vid. el Art. 17 de la propuesta de Reglamento.

⁶²⁴ Vid. el considerando 21 de la DAM.

⁶²⁵ Vid. el Art. 14.4 de la DAM: «Los Estados miembros establecerán que la autoridad competente pueda revelar al público las medidas o sanciones que se impongan por el incumplimiento de las medidas adoptadas de conformidad con la presente Directiva, salvo que la revelación comprometiera seriamente a los mercados financieros o causara un daño desproporcionado a las partes implicadas.»

⁶²⁶ El CES criticó la iniciativa de acumulación de las sanciones criminales y administrativas, a su juicio, prever tal posibilidad era exagerado y grave (observación específica 4.8.1.2. del Dictamen del CES sobre la propuesta DAM). En algunos Estados miembros no es posible hablar de sanciones penales y sanciones administrativas, por lo tanto, se empleó la expresión “medidas o sanciones administrativas”. Vid. la enmienda 60 del Informe del 27 de febrero de 2002 sobre la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (Procedimiento Hughes) - Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (2001/0118(COD)), Final A5-0069/2002, p. 43.

⁶²⁷ Respecto de las multas, FESCO propuso en el numeral 87 que: «Any harmonised system for setting the level of fines should be based on the funds used and/or the realised and/or unrealised profits. In the event of either no profits being made or no funds being used, other criteria need to be agreed. In any event, the fine should be no less than the realised and/or unrealised profits of the action...» Vid. FESCO's response to the call for views from the Securities Regulators under the EU's Action Plan for Financial Services, COM(1999)232, Ref.: Fesco/00-096l, p. 16.

En cuanto a todas estas conductas, la potestad sancionadora fue ejercida por los Estados miembros de manera muy diversa, sirviéndose – simultáneamente y según el caso – de un régimen sancionador criminal y administrativo⁶²⁸, o de sólo uno de ellos.

No obstante lo anterior, la DAM sí fijó unos principios-guía comunes en materia de sanciones, a saber: 1) que las medidas o sanciones sean efectivas, proporcionadas y disuasorias⁶²⁹; 2) que las decisiones de la autoridad competente puedan ser recurridas ante los tribunales; y, 3) que se respeten los derechos fundamentales, en especial, la libertad de expresión e información contenidas en los artículos 11 y 10 de la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea y el Convenio Europeo de Derechos Humanos, respectivamente.

La DAM no entró en detalles sobre el contenido particular de las características de las sanciones, a saber, efectivas, proporcionadas y disuasorias. Así pues, el desarrollo de dicho contenido correspondía a las legislaciones nacionales, y por ende, cada Estado miembro podía adoptar criterios y métodos de cálculo propios, para fijar la naturaleza, el alcance y el monto de las sanciones.⁶³⁰

Se sigue de esto que para evaluar la cuantía de una sanción, y juzgar su proporcionalidad, puede considerarse en qué medida se influyó en la cotización de los instrumentos financieros, puesto que, por ejemplo, el nivel en que varió un precio luego de divulgarse una información privilegiada puede ser indicio de la relevancia de la información, de su poder para influir en el valor de un instrumento financiero concreto; y, claro está, será útil para calcular los beneficios obtenidos.

En el año 2007 un reporte⁶³¹ del CESR sobre las medidas y sanciones administrativas (y/o criminales) existentes en los distintos Estados miembros hizo evidente que no sólo el contenido y el alcance de los poderes o facultades para detectar, investigar y sancionar de las autoridades competentes divergían; también lo hacían – y de qué manera – los siguientes aspectos, entre muchos otros:

⁶²⁸ Para profundizar sobre la aplicación del principio *non bis in idem*, cuando al sancionar un delito y/o infracción chocan Jurisdicción y Administración, puede consultarse a: ROMA VALDÉS, A. (2002), pp. 623-645.

⁶²⁹ Vid. el considerando número 38 de la DAM: «Para garantizar la suficiencia de un marco comunitario contra el abuso del mercado, cualquier infracción de las prohibiciones o de los requisitos fijados con arreglo a la presente Directiva deberá ser detectada y sancionada rápidamente. Para ello, las sanciones deben ser suficientemente disuasorias y guardar relación con la gravedad de la infracción y con los beneficios obtenidos, y ejecutarse en forma coherente.»

⁶³⁰ «77. Por consiguiente, procede responder a la sexta cuestión que el artículo 14, apartado 1, de la Directiva 2003/6 debe interpretarse en el sentido de que, si un Estado miembro ha previsto, además de las sanciones administrativas contempladas en esta disposición, la posibilidad de imponer una sanción pecuniaria de carácter penal, no debe tenerse en cuenta, a efectos de la apreciación del carácter efectivo, proporcionado y disuasorio de la sanción administrativa, la posibilidad y/o la cuantía de una eventual sanción penal posterior.» Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto C-45/08.

⁶³¹ Vid. CESR, Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD), Ref.: CESR/ 07-693, 17 de octubre de 2007.

Primero, la naturaleza de las sanciones aplicables (penales o administrativas, Suecia sólo aplicaba las primeras). Segundo, su duración (prisión de días o años, en Luxemburgo el mínimo era de ocho días y en Italia hasta de 12 años). Tercero, el monto de las multas (en Irlanda una multa podía llegar hasta los diez millones de euros). Cuarto, la calidad de los sujetos (se podía distinguir o no entre iniciados primarios y secundarios, imponiéndoles un régimen sancionador similar o elevando el reproche para los primeros).⁶³²

Este estado de cosas no había variado mucho hasta una comunicación de finales de 2010⁶³³ y un documento de trabajo de octubre de 2011⁶³⁴ de la Comisión Europea, donde se reveló – entre muchas otras cosas – que la cuantía de las sanciones pecuniarias oscilaba considerablemente entre los Estados miembros, y que muchas autoridades competentes estaban privadas de facultades sancionadoras imprescindibles para desempeñar con eficiencia y con éxito su labor.

Por tanto, la propuesta de Reglamento fijó las condiciones mínimas que deben reunir las medidas y las sanciones en materia administrativa, sin perjuicio de que los Estados miembros acudan a regulaciones más rigurosas. Desde luego, al fijar el tipo de las medidas y sanciones administrativas, la propuesta de Reglamento exige a las autoridades competentes que evaluén todas las circunstancias relevantes (Art. 27) y que, por lo menos, presten atención a la gravedad y a la duración de la infracción, el grado de responsabilidad del infractor, sus transgresiones pasadas, su cooperación y solvencia financiera, y, por último, la trascendencia de los beneficios obtenidos o las pérdidas evitadas.

Entre las sanciones propuestas, sobresalen las siguientes: 1) la restitución de los beneficios más los intereses y, 2) la imposición de multas que superan hasta el doble a los beneficios obtenidos o a las pérdidas evitadas.⁶³⁵ En el caso de las personas físicas esas sanciones pueden llegar hasta cinco millones de euros, y para las personas jurídicas⁶³⁶ el máximo es el 10% de su volumen de negocios total anual en el ejercicio anterior.

⁶³² Vid. CESR, Executive summary to the report on administrative measures and sanctions as well as the criminal sanctions available in member states under the market abuse directive, Ref: CESR/08-099, (REF. CESR/07-693), febrero de 2008.

⁶³³ Vid. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al comité de las Regiones. Regímenes sancionadores más rigurosos en el sector de servicios financieros, COM(2010) 716 final, del 8 de diciembre de 2010.

⁶³⁴ Vid. Commission Staff Working Paper, Impact assessment - Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing market manipulation (market abuse) and the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation, {COM(2011) 651 final}, SEC(2011) 1217 final, {SEC(2011) 1218 final}, p. 26, del 10 de octubre de 2011.

⁶³⁵ «Las multas administrativas deben tener en cuenta factores tales como la restitución de los beneficios adquiridos indebidamente, la gravedad y duración de la infracción, las circunstancias agravantes o atenuantes y la necesidad de producir efectos disuasorios, y han de prever, cuando sea procedente, una reducción en los casos de cooperación con la autoridad competente.» Vid. el considerando número 35 de la propuesta de Reglamento.

⁶³⁶ «...cuando la persona jurídica sea filial de una empresa matriz [tal como se define en los artículos 1 y 2 de la Directiva 83/349/CEE], el volumen de negocios total anual pertinente será el volumen de negocios total anual resultante de las cuentas consolidadas de la empresa matriz última en el ejercicio anterior.» Vid. el Art. 26.1.m) de la propuesta de Reglamento.

Ahora, una gran novedad es que la propuesta de Directiva sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado, hace obligatorias este tipo de sanciones tratándose de las infracciones más graves, esto es, el abuso de información privilegiada y la manipulación del mercado, siempre y cuando se cometieran intencionadamente.⁶³⁷ De esta forma, a continuación, nos referiremos de manera más puntual a la propuesta de Directiva de sanciones penales y a la Directiva 2014/57/UE, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado.

La Comisión Europea ya había reparado sobre las sanciones penales en general⁶³⁸ dentro de la UE, concluyendo que la intervención comunitaria en la esfera criminal podría justificarse, en cuanto añadiera valor, sobre todo, cuando se trata de hacer frente a infracciones con carácter transfronterizo.

Según la Comisión, un conjunto de normas comunes sobre las sanciones penales reforzaría la confianza mutua entre los aparatos judiciales de los Estados miembros, favoreciendo su disposición para cooperar activamente en la investigación y sanción de las infracciones más relevantes, y limitando el arbitraje regulatorio.⁶³⁹

Sin duda, el Derecho penal desempeña un rol trascendente para reforzar la efectiva aplicación de las políticas de la UE, ya que es un complemento a la acción estatal por la vía de su derecho penal autóctono, que entraña un mayor reproche social, una respuesta más severa por parte del aparato represivo estatal y, por ende, un mayor poder disuasorio.

Desde luego, esa intervención comunitaria, a tenor de la Comisión, debe ser coherente, consistente y respetuosa de los derechos fundamentales de los implicados, permitiendo que los Estados miembros puedan valorar en qué medida una propuesta de legislación penal comunitaria puede contrariar aspectos fundamentales de su propio sistema penal, para proceder así a un examen más detallado por parte del Consejo Europeo (los casos de Dinamarca, Irlanda y Reino Unido⁶⁴⁰).

⁶³⁷ Vid. el considerando número diez de la propuesta de Directiva.

⁶³⁸ Vid. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, «Hacia una política de Derecho penal de la UE: garantizar la aplicación efectiva de las políticas de la UE mediante el Derecho penal», COM/2011/0573 final.

⁶³⁹ «Además, la definición de qué tipos de operaciones con información privilegiada o de manipulación del mercado constituyen infracciones penales diverge considerablemente entre los distintos Estados miembros. Por ejemplo, cinco Estados miembros no prevén sanciones penales para la divulgación de información privilegiada por poseedores primarios de este tipo de información y ocho Estados miembros no las prevén para los poseedores secundarios. Además, un Estado miembro no impone actualmente sanciones penales a las operaciones con información privilegiada llevadas a cabo por poseedores primarios de esa información y cuatro no las imponen por manipulación del mercado» Vid. la p. 3 de la propuesta de Directiva.

⁶⁴⁰ «Dinamarca no participa en las medidas recientemente adoptadas en materia de Derecho penal sustantivo, mientras que el Reino Unido e Irlanda solamente participan en la adopción y aplicación de instrumentos específicos a raíz de una decisión de participación (opt-in)» Vid. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, «Hacia una política de Derecho penal de la UE: garantizar la aplicación efectiva de las políticas de la UE mediante el Derecho penal», COM/2011/0573 final.

Dicho lo anterior, la propuesta de Directiva obliga a los Estados miembros a que las conductas descritas en los Arts. 3, 4 y 5 constituyan una infracción penal cuando son ejecutadas de manera intencional, pero las concretas medidas y sanciones son dejadas al arbitrio de cada Estado.

Conforme al Art. 6 de la propuesta, las sanciones penales deben reunir tres características, ser “efectivas, proporcionadas y disuasorias”.⁶⁴¹ Al efectivamente concretarse, este mandato puede plasmarse a nivel normativo de diversas formas, tantas según las políticas y criterios propios del ejercicio de la potestad soberana de cada Estado de regular en materia penal.

Así, las diferencias en cuanto al máximo y el mínimo que debe tener una sanción penal⁶⁴², seguirían existiendo, al igual que el arbitraje regulatorio. A partir del 2016, el mínimo de prisión para las personas físicas estará armonizado gracias a la Directiva de Sanciones Penales (dos años para la comunicación ilícita de información privilegiada y cuatro años para el resto de conductas contempladas como delito).

La propuesta de Directiva determinó que las siguientes infracciones por abuso de mercado debían constituir infracciones penales⁶⁴³ cuando se cometen con intención⁶⁴⁴:

De un lado, desde la perspectiva del abuso de información privilegiada, los Estados deberán disponer de un régimen penal para las siguientes conductas: Primero, la utilización de información privilegiada con dos propósitos: a) para adquirir o ceder instrumentos financieros, o b) para cancelar o modificar una orden atinente a instrumentos financieros a los que se refiera dicha información (siempre que la orden se haya dado antes de poseer la información privilegiada). En ambos casos, por cuenta propia o por cuenta de terceros.

⁶⁴¹ «Se considera que una sanción es eficaz si puede garantizar la observancia de la legislación de la UE; es proporcionada si refleja adecuadamente la gravedad de la infracción y no va más allá de lo que exigen los objetivos perseguidos; y es disuasoria si es lo suficientemente severa como para disuadir a los infractores de reincidir, y a otros posibles infractores de llegar a cometer la infracción. Se considerará que se cumplen estas condiciones en función de una serie de factores, tales como la naturaleza y el importe de las sanciones previstas por la ley, el contexto institucional y procedimental en el que se encuadra su aplicación, la eficaz detección de las infracciones y la imposición efectiva de las sanciones previstas por la ley.» Vid. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al comité de las Regiones. Regímenes sancionadores más rigurosos en el sector de servicios financieros, COM(2010) 716 final, del 8 de diciembre de 2010, p. 5.

⁶⁴² Por el contrario, el Art. 8 de la propuesta de Directiva sobre la lucha contra el fraude que afecta a los intereses financieros de la Unión a través del Derecho penal, sí contempla máximos y mínimos para las penas de prisión.

⁶⁴³ «El delito relacionado con la información privilegiada debe aplicarse a personas que posean información de la que sepan que es información privilegiada. El delito de manipulación del mercado es aplicable a todo el mundo.» Vid. punto 3.3.1. (p. 6) de la propuesta de Directiva.

⁶⁴⁴ «En el caso de sanciones penales, sería difícil pensar en enviar a alguien a la cárcel sin haber demostrado su intención de cometer el delito. Por otro lado, las pruebas que deben acumularse para determinar la intencionalidad son tan difíciles de reunir que las instrucciones se alargan a veces más de un decenio. Y, a menudo, el juez tiende a rechazar las acusaciones o a condenar a los acusados a penas ligeras. Por ello, puede plantearse la pregunta: ¿Cómo puede disuadirse a operadores dinámicos, que efectúan decenas o centenas de transacciones al día, por medio de sanciones improbables, mínimas y lejanas en el tiempo?» Vid. Informe del 27 de febrero de 2002 sobre la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (Procedimiento Hughes) - Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (2001/0118(COD)), Final A5-0069/2002, p. 57.

Segundo, la revelación de información privilegiada a cualquier otra persona, sin que tal revelación se efectúe en el desempeño legítimo de las tareas vinculadas a un trabajo o profesión.⁶⁴⁵

La recomendación con apoyo en información privilegiada es una conducta muy grave que recibe un tratamiento autónomo en la propuesta de Reglamento, al igual que lo hace la divulgación o revelación (denominada actualmente como “comunicación ilícita de información privilegiada”).

En sí misma, la recomendación implica revelar información privilegiada, pero en una forma distinta, es decir, como consejo que puede tener lugar en el ejercicio de una profesión o trabajo. Sin embargo, la propuesta de Directiva no hablaba de recomendación, contemplaba la figura de la revelación que se hace por fuera del ejercicio de un trabajo o profesión.⁶⁴⁶

Por otro lado, en el contexto de la manipulación del mercado, los Estados deben sancionar penalmente⁶⁴⁷, en primer lugar, a la transmisión de señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de un instrumento financiero o de un contrato al contado de materias primas relacionado con él.

Segundo, la fijación del precio de uno o varios instrumentos financieros o de un contrato al contado de materias primas relacionado con ellos en un nivel anormal o artificial.

Tercero, la realización de una transacción, orden de negociación o cualquier otra actividad en los mercados financieros que afecte al precio de uno o varios instrumentos financieros o de un contrato al contado de materias primas relacionado con ellos, que emplee dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o artificio.

Cuarto, la difusión de información que transmita señales falsas o engañosas acerca de instrumentos financieros o de contratos al contado de materias primas relacionados con ellos, cuando la persona que difunde esa información obtenga con ello una ventaja o un beneficio, para sí misma o para otras personas.

⁶⁴⁵ Vid. los Arts. 3 y 4 de la Directiva de Sanciones.

⁶⁴⁶ Hay que anotar que la propuesta de Directiva de Sanciones establecía cuáles eran las conductas que debían ser sancionadas penalmente, pero la descripción típica, los detalles de los hechos sancionables estaban contenidos en la propuesta de Reglamento, cuyas normas resultarían directamente aplicables. Como lo anterior hubiera conllevado algunos problemas de aplicación de la normativa propuesta, la Directiva de Sanciones penales optó por transcribir las conductas de abuso de mercado contenidas en el RAM.

⁶⁴⁷ Vid. el Art. 5 de la Directiva de sanciones penales.

Quinto, la transmisión de información falsa o engañosa, el suministro de datos falsos o engañosos, o la realización de cualquier otra actividad equivalente que suponga una manipulación intencionada del cálculo de un índice de referencia.⁶⁴⁸

En todos los supuestos mencionados la propuesta de Directiva (Art. 5)⁶⁴⁹ obliga a los Estados miembros a adoptar medidas y sanciones penales de comprobarse incitación y complicidad, pero no habrá lugar a punir la tentativa en los casos de abuso de información privilegiada, cuando se trate de conductas de recomendación e inducción.

Igualmente, la propuesta de Directiva contempla expresamente la posibilidad de perseguir penalmente a las personas jurídicas – extremo bastante discutido por los estudiosos del área – en dos circunstancias:

En primer lugar, por las infracciones de cualquier persona (individualmente, o como parte de un órgano social) que hayan sido cometidas, intencionalmente, para beneficiar a la persona jurídica, siempre que el infractor tenga una posición prominente en ésta última, lo que significa que tenga poder de representación de la persona jurídica, facultad de tomar decisiones en nombre de ella, o facultad de ejercer control en su interior (Art. 8.1. de la Directiva de Sanciones).

En segundo lugar, las personas jurídicas podrán ser responsables cuando pueda imputárseles una falta de supervisión o control de un infractor, que incurra en los delitos de abuso de mercado reseñados, estando bajo su autoridad y en beneficio de la persona jurídica. Esto significa que en el caso de las personas jurídicas se sanciona la culpa por negligencia *in vigilando*, y no sólo el dolo.

Con esta política legislativa de sancionar a las personas jurídicas cuando obtengan un beneficio, se busca, esencialmente, además de reconocer que las infracciones por abuso de mercado surgen como resultado de políticas y medidas empleadas en el ámbito societario, llegar hasta bolsillos más acaudalados que los que poseen, normalmente, las personas naturales que llevan a cabo dichas infracciones.⁶⁵⁰

Dejando a un lado el tema de las sanciones penales, es oportuno ocuparse de algunos aspectos complementarios de la regulación del abuso de mercado.

⁶⁴⁸ Vid. el punto 3 del texto de la propuesta de Directiva modificada.

⁶⁴⁹ Corresponde al Art. 6 de la Directiva de Sanciones penales.

⁶⁵⁰ La profundización sobre el tema de la intervención comunitaria en el derecho penal supera los objetivos de este trabajo, en consecuencia, se remite, entre otras, a la siguiente obra: AA.VV. (2006) en ARROYO ZAPATERO, L. A. / NIETO MARTÍN A. (Coords.).

Por una parte, siguiendo el ejemplo estadounidense⁶⁵¹, y la lógica que existe en los *whistleblower*⁶⁵² *programs* en materia de derecho de la competencia, la propuesta de Reglamento previó la posibilidad de que las autoridades competentes se sirvan de las denuncias y/o delaciones para detectar e investigar una conducta de abuso de mercado.⁶⁵³

La idea es que los denunciantes obtengan protección de sus datos personales – frente a eventuales represalias – y estímulos económicos, siempre que pongan a disposición de las autoridades información útil y relevante (no sujeta a un deber legal o contractual de divulgación o notificación), que llegue a materializarse en la imposición de una sanción pecuniaria o una medida administrativa o penal (Art. 32.4 del RAM).

De otra parte, dado el acentuado carácter transfronterizo que las actuaciones constitutivas de abuso de mercado pueden llegar a ostentar, la DAM ordenó a las autoridades competentes en cada Estado miembro a colaborar entre sí para cumplir con sus funciones; prestándose asistencia, intercambiando información y cooperando en la detección e investigación de las infracciones por abuso de mercado. Este deber de colaboración puede ser atemperado si la soberanía, la seguridad o el orden público de un Estado miembro se ven comprometidos; o si existe pleito pendiente o cosa juzgada.⁶⁵⁴

De esta suerte, la propuesta de Reglamento atribuye a la AEVM un papel vital en la coordinación de las autoridades competentes estatales, que tendrán la obligación recíproca de cooperar e intercambiar información. Es más, cuando se trate de mercados no contemplados por el régimen de abuso de mercado, pero que influyan en la cotización de los instrumentos financieros de los mercados que sí son objeto de regulación, la AEVM tendrá que poner todo su empeño para aproximar las distintas autoridades u organismos sectoriales, en orden a obtener su colaboración.

Finalmente, pese a la crítica expuesta en su dictamen por parte del Comité Económico y Social (CES)⁶⁵⁵, la DAM es reconocida como la primera exponente de la regulación comunitaria a través del método *Lamfalussy*, acudiendo al recurso de la comitología para el

⁶⁵¹ Vid. Office of Inspector General. Evaluation of the SEC's Whistleblower Program, Report. No. 511, del 28 de enero de 2013. Y las siguientes páginas Web: <http://www.cftc.gov/ConsumerProtection/WhistleblowerProgram/index.htm> (CFTC) y <http://www.sec.gov/whistleblower> (SEC).

⁶⁵² «The difficulty is establishing the link between the insider and the information. Investigators in both the US and the UK have stated that virtually the only way to do this in a criminal case is to have the testimony of someone who is involved in the scheme. 141» Vid. WATSON, B. J. (1995), p. 146.

⁶⁵³ Vid. el Art. 29 de la propuesta de Reglamento y el Art. 32 del RAM.

⁶⁵⁴ Vid. los Arts. 24 a 26 del RAM.

⁶⁵⁵ El CES criticó en su dictamen (punto 3.2.) el hecho de que la propia Directiva no cumpliera «uno de los elementos más importantes de las recomendaciones del citado Informe: que las consultas a los operadores del mercado y otras partes interesadas deberían ser abiertas y continuas a lo largo del proceso legislativo...Así pues, la propuesta no se ajusta, de hecho, a las recomendaciones Lamfalussy, y es esencial que en adelante se ciña a dichos principios.» Vid. Dictamen del Comité Económico y Social sobre la "Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)", (COM(2001) 281 final - 2001/0118 (COD)).

tratamiento posterior de los extremos técnicos, o de aplicación práctica de sus reglas y principios generales esenciales.⁶⁵⁶

Dentro de este proceso de regulación del abuso de mercado se asignó un papel importante al Comité Europeo de Valores – CEV⁶⁵⁷ – (considerando 42 y Art. 17 de la DAM y Art. 33 de la propuesta de Reglamento) y al Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores – CERV⁶⁵⁸ – (Art. 16 de la DAM).

A estos comités se les encomendó la tarea de servir como órganos consultivos para elaborar normas de desarrollo de los principios y de las medidas técnicas de aplicación de la DAM (por ejemplo, la precisión del concepto de prácticas de mercado aceptadas)⁶⁵⁹, y para encontrar soluciones⁶⁶⁰ cuando los mecanismos de colaboración entre las autoridades competentes no resultaran suficientes o surgieran conflictos (foros de deliberación, pero no de arbitraje).⁶⁶¹

2.1.4. Excepciones y exenciones.

Sin perjuicio de la posibilidad de eximirse de responsabilidad, desvirtuando en un caso concreto la existencia de los elementos o requisitos que la normatividad exige para que exista manipulación del mercado o abuso de información privilegiada; la DAM consagró una exención especial cuando se incurre en actuaciones que constituyan manipulación del mercado, esto es, la posibilidad de demostrar que los motivos para efectuar las transacciones u órdenes cuestionadas eran legítimos, y que se ajustaban a las prácticas aceptadas en el mercado regulado.⁶⁶²

⁶⁵⁶ «Esta Directiva es en cierto sentido "experimental" ya que se trata de la primera vez que la Comisión deberá presentar disposiciones de comitología de legislación secundaria, llamadas de nivel 2, que se incluyen en el marco del procedimiento Lamfalussy. Convendrá, por lo tanto, asegurarse de que los textos de nivel 2 aprobados por la Comisión sean rigurosamente conformes con la letra y el espíritu de la Directiva aprobada en el nivel 1.» Vid. Recomendación para la segunda lectura respecto de la Posición común del Consejo con vistas a la adopción de la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (9359/6/2002 - C5-0384/2002 - 2001/0118(COD)), p. 9.

⁶⁵⁷ Vid. la Decisión 2001/528/CE de la Comisión, de 6 de junio de 2001, por la que se establece el Comité europeo de valores (Texto pertinente a efectos del EEE) [notificada con el número C(2001) 1493]; y la Decisión 2004/8/CE de la Comisión, de 5 de noviembre de 2003, por la que se modifica la Decisión 2001/528/CE por la que se establece el Comité europeo de valores.

⁶⁵⁸ Reemplazado por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) según el Reglamento (UE) No. 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión.

⁶⁵⁹ Puede consultarse la opinión de la Comisión de Asuntos Jurídicos y Mercado Interior en el Informe del 27 de febrero de 2002 sobre la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (Procedimiento Hughes) - Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (2001/0118(COD)), Final A5-0069/2002, p. 60.

⁶⁶⁰ Vid. el considerando número cuatro de la Directiva 2004/72/CE: «En caso de discrepancias entre prácticas de mercado aceptadas en un Estado miembro y no aceptadas en otro, podrá debatirse en el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores con el fin de encontrar una solución.»

⁶⁶¹ Hecho que celebra el Banco Central Europeo (BCE) en su Dictamen del 22 de noviembre de 2001 solicitado por el Consejo de la Unión Europea, acerca de una propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (CON/2001/38).

⁶⁶² Vid. el considerando número 20 de la DAM.

Según la posición común del Consejo⁶⁶³, la demostración de la legitimidad de las razones para efectuar una operación constituye un elemento de flexibilidad añadido para reducir el impacto de la prohibición, es decir, para que ésta no se extienda sin sentido a las AMPs o PAMs.

Evidentemente, esta flexibilidad no es aplicable cuando se empleen dispositivos ficticios, engaño o maquinación en las órdenes o transacciones, pues, el engaño excluye – además de la buena fe y la lealtad – la posibilidad de hablar de una actuación o una práctica aceptada por el mercado y conforme al derecho.

Según la Directiva 2004/72/CE⁶⁶⁴ (derogada), las prácticas de mercado no deben obstaculizar la interacción adecuada entre la oferta y la demanda, obedeciendo a los principios de equidad, eficacia y transparencia de los mercados financieros. Como éstos últimos son esencialmente mutables, sobre todo, en cuanto a la aparición de nuevos instrumentos financieros, la Directiva referida regula el tema concerniente a las prácticas de mercado que también pueden evolucionar rápidamente y dar lugar a novedades.⁶⁶⁵

Según el CESR⁶⁶⁶, una práctica de mercado debe distinguirse de una actividad efectuada en el mercado financiero. Este comité parte de la idea de que una actividad es la operación o la estrategia llevada a cabo en el mercado, v. gr., el arbitraje o la venta en corto. En cambio, la práctica de mercado tiene que ver con la forma en que esa actividad es manejada y ejecutada en los mercados financieros.

De esta guisa, la práctica de mercado será abusiva o no, dependiendo de la forma en que una actividad es efectuada. Como se recordará, entre las prácticas de mercado no aceptadas están las siguientes: *wash sales*, *painting the tape*, *pump and dump*, *trash and cash*, etc.⁶⁶⁷

La Directiva 2004/72/CE dotó a las autoridades competentes de algunos criterios indicativos para determinar si una práctica de mercado⁶⁶⁸ en particular podría ser aceptada o

⁶⁶³ Vid. el literal b) del análisis de la posición común (CE) n° 50/2002, de 19 de julio de 2002, aprobada por el Consejo de conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 251 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, con vistas a la adopción de una Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado).

⁶⁶⁴ Vid. Directiva 2004/72/CE.

⁶⁶⁵ Vid. CESR, CESR's Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive, Ref: CESR/03-212c, agosto de 2003, p. 8 y ss.

⁶⁶⁶ Vid. CESR, Market Abuse Directive. Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive. Ref: CESR/04-505b, p. 5.

⁶⁶⁷ Debido a que estas AMP son explicadas de forma sencilla, vale la pena leer el siguiente documento: CESR, Market Abuse Directive. Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive. Ref: CESR/04-505b, pp. 11-13.

⁶⁶⁸ Mediante la Circular 3/2007, la CNMV reguló en qué condiciones la compraventa de acciones propias bajo un contrato de liquidez, por parte de un intermediario financiero, es una práctica de mercado aceptada. Vid. MINGOT, M. / CORRAL, J.

no; al margen de la posibilidad de consultar sobre este punto a los distintos participantes de los mercados, o a las autoridades de otros Estados miembros en caso de que tengan mercados similares.

Entre otros criterios, las autoridades competentes deben prestar atención cuidadosa a los siguientes: Primero, el grado de transparencia de la práctica de mercado (entre menos transparente, menos aceptable. Salvo el caso de mercados no regulados que por su propia estructura son más opacos).

Segundo, si se precisa o justifica su aceptación como práctica de mercado para que éste opere normalmente y para que la oferta y la demanda fluyan sin obstáculos (si la integridad del mercado corre peligro porque la práctica es arriesgada, menor será la posibilidad de que sea aceptada). Tercero, el grado de impacto de la práctica sobre la liquidez⁶⁶⁹ y eficiencia del mercado (si hay mejora de la liquidez, la práctica es de buen recibo); y, cuarto, si hay infracción de las normas de prevención del abuso de mercado o de los distintos códigos de conducta; etc.⁶⁷⁰

Igualmente, cabe recordar que en el caso de manipulaciones relacionadas con la información, en particular el caso de los periodistas, habrá lugar a que estos se exoneren, demostrando que actuaron legítimamente, dentro de su actividad profesional – con respeto de las normas y códigos de ética correspondientes – y no por razón de una motivación y actuación personales.

Como operaciones excluidas de las prohibiciones de abuso de mercado, se establecieron las siguientes: 1) las operaciones encaminadas a la ejecución de la política monetaria, de tipo de cambio o de gestión de la deuda pública por parte de un Estado miembro, del Sistema Europeo de Bancos Centrales, de un banco central nacional, o de cualquier organismo, entidad o persona designada al efecto o que actúe en su nombre (la propuesta de Reglamento contempla también a las políticas de lucha contra el cambio

J. (2008), pp. 329-340. Este autor explica qué es un contrato de liquidez, cómo funciona y qué requisitos debe reunir para que no sea considerado como una práctica de abuso de mercado.

⁶⁶⁹ «...Accepted market practices in very liquid markets may become manipulative in low liquidity ones. Generally changes in liquidity may imply changes in regulatory scrutiny of market behaviour» Vid. CESR, Consultation paper. CESR's Advice on possible Level 2 Implementing Measures, Ref: CESR/02.089b, julio de 2002, p. 19.

⁶⁷⁰ «d) la medida en que la práctica en cuestión se ajusta a los mecanismos de negociación del mercado del que se trate y permite a los participantes en ese mercado reaccionar de manera adecuada y rápida a la nueva situación de mercado que cree dicha práctica; e) el riesgo que representa la práctica correspondiente para la integridad de los mercados vinculados, directa o indirectamente, regulados o no, sobre el instrumento financiero en toda la Comunidad... g) las características estructurales del mercado en cuestión, en particular su carácter regulado o no, los tipos de instrumentos financieros negociados y los tipos de participantes en ese mercado, en particular la importancia relativa de la participación de los pequeños inversores.» Vid. el Art. 2 de la Directiva 2004/72/CE. Las autoridades correspondientes tienen el deber de hacer pública la aceptación de una práctica de mercado, según el procedimiento del Art. 3 de la Directiva aludida.

climático⁶⁷¹); 2) las operaciones con acciones propias en programas de recompra (*buy-back programmes*); y 3) las operaciones de estabilización de los instrumentos financieros.⁶⁷²

Lo anterior, dado que estas operaciones obedecen a razones económicas legítimas, siempre que se ejecuten en las circunstancias normalmente esperables o aceptadas y, sobre todo, respetando la normatividad vigente.

Las operaciones con acciones propias en programas de recompra y la estabilización de un instrumento financiero son objeto de desarrollo por parte del Reglamento (CE) 2273/2003 de la Comisión (*safe harbours*).⁶⁷³

Este Reglamento indicó qué requisitos deben reunir estas actuaciones para que no puedan calificarse como abuso de mercado (por ejemplo, el precio máximo de compra de los instrumentos o la limitación del volumen diario de operaciones⁶⁷⁴), y qué deberes son exigibles a quienes deseen beneficiarse de este tipo de situaciones – especialmente, en materia de notificación a la autoridad competente y de información al público – pues, los programas de recompra y de estabilización afectan, ciertamente, la transparencia del mercado.⁶⁷⁵

De manera general, los programas de recompra que están sometidos a la exención del Art. 8 de la DAM deben tener como finalidad la reducción del capital de un emisor; o cumplir con las obligaciones resultantes de instrumentos financieros de deuda convertibles en instrumentos de valores mobiliarios, o de los programas de opciones de acciones y otras asignaciones de acciones para los empleados del emisor o de una empresa asociada (considerando núm. 5 del Reglamento).

⁶⁷¹ Vid. el considerando número diez y el Art. 4 de la propuesta de Reglamento.

⁶⁷² vid. los considerandos 13 y 14 y los Arts. 7 y 8 de la propuesta DAM; y los considerandos 32 y 33, los Arts. 7 y 8 de la DAM.

⁶⁷³ Vid. Reglamento (CE) n° 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.

⁶⁷⁴ El Art. 5 del Reglamento (CE) 2273/2003 trata sobre las condiciones para operar en un programa de recompra de acciones. En tanto que el Art. 6 atiende a las restricciones y su alcance. Las restricciones son básicamente tres: «a) la venta de acciones propias durante la duración del programa; b) la negociación durante períodos que según la legislación del Estado miembro en que se realice la operación sean períodos cerrados; c) la negociación cuando el emisor haya decidido retrasar la divulgación pública de información privilegiada de conformidad con el apartado 2 del artículo 6 de la Directiva 2003/6/CE.»

⁶⁷⁵ Las operaciones de adquisición de acciones propias no están prohibidas dentro de unos volúmenes razonables, a precios reales, y respetando la tendencia del mercado. Las operaciones pueden obedecer al lícito interés del emisor por facilitar a los inversores unos volúmenes adecuados de liquidez y profundidad del valor, para minimizar los posibles desequilibrios temporales que puedan existir entre la oferta y la demanda o simplemente por el deseo de adquirir un paquete de acciones para posteriormente amortizarlo, canjearlo o venderlo a un determinado inversor en el mercado. Empero, estas operaciones sobre acciones propias también son medios eficaces para falsear la cotización de los valores y la presencia activa del emisor en la negociación puede plantear un conflicto de intereses con el resto de los participantes en el mercado, por el uso eventual de información privilegiada, o por artificios en la cotización de los valores, o por operaciones que directamente incidan en la formación de los precios por terceros negociadores, o por el efecto inducción que sobre tales precios pueda tener una compra masiva de las propias acciones (incorporación casi textual de la SAN, Sala de lo Contencioso-administrativo, Sección 6ª, del 24 de enero de 2006, Recurso núm.: 447/2004, Ponente: María A. Salvo Tambo.)

Por lo que corresponde a la estabilización⁶⁷⁶, este mecanismo se emplea, según el Reglamento, para apoyar el precio de una oferta de un valor durante un tiempo determinado para que no fluctúe demasiado, cuando los inversionistas a corto plazo están ejerciendo una fuerte presión sobre su venta, permitiendo, por ejemplo, que los *underwriters* emitan acciones adicionales (opciones *greenshoe*).⁶⁷⁷

Sin perjuicio de lo expresado, el CESR aclaró que la actividad de «*refreshing the greenshoe*» no estaba contemplada como *safe harbour*, pues, siendo la estabilización una actividad de venta y compra de un instrumento financiero para mantener su precio en situación de equilibrio; debían excluirse los procesos de venta de instrumentos financieros adquiridos previamente en el contexto de una estabilización que se hacían para favorecer a una empresa, evitando estabilizaciones posteriores. Este tema todavía está abierto a discusión, pero la actividad, per se, no constituye abuso de mercado.⁶⁷⁸

La estabilización⁶⁷⁹ salvaguarda, entonces, la confianza en los mercados financieros, puede darse en mercados regulados o no, y a través de instrumentos financieros distintos a aquel que vaya a ser admitido a cotización, pero con influencia en este.⁶⁸⁰

Ahora bien, dentro del contexto de las excepciones y exenciones relacionadas con el *insider trading*, la DAM insistió en que no podían calificarse a priori como abuso de información privilegiada las siguientes conductas: Primero, la mera negociación con instrumentos financieros, pues, toda adquisición o cesión exige una decisión previa de negociar y, en consecuencia, la ejecución de una operación o transacción en sí misma no devela la existencia de *insider trading*. Esto significa que la carga de la prueba para demostrar abuso de información privilegiada descansa – fundamentalmente – en quien quiera demostrar la existencia del abuso.

⁶⁷⁶ Sobre este punto en concreto, resulta interesante observar que algunos sectores de la industria manifestaron a la CESR su preocupación por el incremento del costo y el tiempo de las operaciones transfronterizas de estabilización, debido a las diferencias entre los requisitos para la estabilización exigidos por los diferentes Estados miembros implicados. Es más, no obstante lo que manda el Art. 10 de la DAM, sugirieron que la autoridad que debía encargarse de supervisar las transacciones de estabilización en estos casos debía ser la del Estado miembro donde el instrumento financiero fue primero admitido a negociación. Vid. CESR, Market Abuse Directive. Level 3 – third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Ref: CESR/09-219, 15 de mayo de 2009, p. 11; y CESR, CESR's response to the Commission call for evidence on the review of the Market Abuse Directive, Ref.: CESR/09-635, 9 de julio de 2009, p. 7.

⁶⁷⁷ Los instrumentos de sobreasignación (*overallotment facilities*) y las opciones *greenshoe* son herramientas para la estabilización. Vid. Art. 1 del Reglamento (CE) 2273/2003: «13) "Instrumento de sobreasignación", una cláusula en el acuerdo de suscripción o en el acuerdo de gestión principal que permita la aceptación de suscripciones u ofertas para comprar un número mayor de los valores mobiliarios de que se trate de los originalmente ofrecidos. 14) "Opción *greenshoe*", una opción concedida por el oferente a la(s) empresa(s) de inversión o a la(s) entidad(es) de crédito que participe(n) en la oferta con el fin de cubrir las sobreasignaciones, siempre que durante un cierto período de tiempo después de la oferta de los valores mobiliarios de que se trate esa(s) empresa(s) o entidad(es) pueda(n) comprar hasta cierta cantidad de los valores mobiliarios de que se trate al precio de la oferta.»

⁶⁷⁸ Vid. CESR, Market Abuse Directive. Level 3 – third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Ref: CESR/09-219, 15 de mayo de 2009, p. 12.

⁶⁷⁹ Vid. el Art. 3 de la propuesta de Reglamento.

⁶⁸⁰ Vid. los considerandos 11 y 12, numeral 7 del Art. 1, Arts. 7 y ss. del Reglamento (CE) 2273/2003.

Segundo, el acceso y uso de información privilegiada en el contexto de una oferta pública de adquisición⁶⁸¹ para obtener el control de una empresa o para fusionarse con ella.⁶⁸² Nuevamente, así la normatividad no lo diga expresamente, lo que quiere decir es que la carga de la prueba la tiene quien quiera demostrar el abuso de información privilegiada porque, en principio, este uso de información privilegiada sería lícito.

En esta excepción pueden encuadrarse los procedos de *due-diligence* al que les sigue la ejecución de la operación planeada. Estos procedimientos buscan confirmar una decisión de inversión, consiguiendo información sobre la entidad objeto de la operación, por lo tanto, es de su misma esencia, la pesquisa de información privilegiada.

Por supuesto, el *due diligence* expone a una compañía a los riesgos de que haya revelación de información confidencial o reservada, circunstancia que en la práctica se gestiona a través de acuerdos de confidencialidad.

Lo que sí sería ilícito, es decir, un abuso de información privilegiada, en toda regla, es que se haga otra operación en el mercado de valores, distinta a la OPA o fusión que se pretendía inicialmente, aprovechándose de tal información.⁶⁸³

Tercero, las operaciones realizadas con apoyo en análisis y estimaciones elaborados a partir de datos públicos tampoco sugieren la existencia de *insider trading*, ya que quien opera con base en ellos no se está aprovechando de una ventaja de la que carecen los demás partícipes del mercado; por el contrario, se beneficia de su trabajo y de su esfuerzo, pues, ha reunido esos datos públicos, tratándolos y analizándolos por sí mismo; o bien, se ha valido lícitamente del esfuerzo de otro que ha recopilado y gestionados esos datos.

Finalmente, el abuso de información privilegiada se excluye también cuando una negociación sobre instrumentos financieros se efectúa en cumplimiento de una obligación – actualmente exigible –, pero acordada antes de que una de las personas mencionadas por el Art. 2 de la DAM estuviera en posesión de información privilegiada. Esto es lógico porque se supone que si hay una obligación previa de realizar una transacción en determinado sentido,

⁶⁸¹ Sobre las diferencias entre la regulación de las ofertas públicas de valores y las colocaciones privadas (que ocurren entre inversores cualificados, se adaptan a sus preferencias, se ejecutan rápido por lo que no hay tanta volatilidad del valor, y representan un pequeño monto de emisión) y acerca de la existencia de asimetrías informativas en estas últimas, puede consultarse a: DE REMEDIOS, J. M / TAKAGI, Y., (2010), pp. 1-9

⁶⁸² Vid. el considerando 29 de la DAM.

⁶⁸³ «No obstante, la solución no es tan sencilla cuando como producto de la información privilegiada obtenida del examen con Due Diligence se cancela o no se ejecuta la orden de compra inicialmente prevista, ya que no es posible admitir que los directivos están obligados a efectuar una operación que a todas luces es perjudicial para la buena marcha del negocio. Estos casos deberían ser calificados de insider trading si entendemos —como sugieren los servicios alemanes de inspección de las finanzas— que cualquier modificación en la conducta del iniciado supone la «utilización» de la información privilegiada derivada del examen con diligencia debida.» Vid. VEGA GUTIÉRREZ, Z. (2011), pp. 44-70

se supone que el interés de negociar no surge de la posesión de información privilegiada que es un hecho posterior.

2.1.5. La importancia de los asuntos C-45/08 y C-445/09 para la regulación del abuso de mercado.

Para dar por terminado este acápite, se comentarán a continuación dos sentencias comunitarias: la C-45/08,⁶⁸⁴ relativa al abuso de información privilegiada, y la C-445/09,⁶⁸⁵ relacionada con la manipulación del mercado.

La primera decisión del Tribunal de Justicia gravita sobre los siguientes hechos: En 2002, la ley belga prohibía a toda persona que poseyera información privilegiada, utilizarla para adquirir o ceder (o intentar adquirir o ceder) los instrumentos financieros (o los instrumentos afines) a los que concierne tal información.

Esta norma fue modificada en 2003, prohibiendo la utilización de información privilegiada en los términos descritos, pero añadiendo una condición, a saber: la persona en posesión de la información privilegiada tenía que saber o debería saber que la información tenía tal carácter.

Spector, una sociedad belga que cotizaba en bolsa, ofreció un plan de opciones a su personal para adquirir acciones. La compañía había previsto utilizar las acciones que poseía, y comprar en el mercado las que necesitara, eventualmente, para cumplir con sus obligaciones frente al personal.

Consiguientemente, la sociedad mencionada efectuó varias operaciones de compra de sus propias acciones, en particular, dos órdenes de compra (una del 11 y otra del 13 de agosto de 2003) por las cuales adquirió acciones a un precio medio inferior al precio de ejercicio de las opciones. Curiosamente, poco después, *Spector* divulgó cierta información sobre sus resultados – ciertamente favorables – cuyo efecto fue el incremento del valor de sus acciones. Lo antecedente, hizo que la autoridad competente (la CBFA, *Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen*) sospechara que las compras resultantes de esas órdenes fueron realizadas con apoyo de información privilegiada.

En el curso del procedimiento sancionador, la CBFA aplicó la norma belga modificada, pero los acusados sostuvieron que los hechos ocurrieron antes de la entrada en vigor de la

⁶⁸⁴ Vid. la sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera), de 23 de diciembre de 2009, en el asunto C-45/08. Y las conclusiones del Abogado General Kokott, del 10 de septiembre de 2009, asunto: C-45/08.

⁶⁸⁵ Vid. la sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Segunda), de 7 de julio de 2011, asunto C-445/09.

modificación, exigiendo que se aplicara la norma anterior que, a su juicio, era más benigna. En realidad, según los encartados, la CBFA no probó que las órdenes cuestionadas se hubieran materializado debido a la inminente divulgación de los resultados favorables de *Spector*.

En esta sentencia, el Tribunal de Justicia aclara que la DAM adoptó una definición objetiva (sin elementos subjetivos) de las operaciones con información privilegiada, por lo que la DAM no exige que los poseedores primarios de información privilegiada utilicen dicha información, con conocimiento de causa, en una operación de mercado.⁶⁸⁶

La DAM se cuida de hablar de “explotación de información privilegiada”, ya que para algunos, el término “explotar” en el contexto del *insider trading* lleva implícito una intención de utilizar información privilegiada para obtener un provecho (conseguir un beneficio o evitar una pérdida). El legislador comunitario no quería complicarse con interpretaciones que dieran lugar a la necesidad de probar la intención de realizar un beneficio, por lo que prefirió hablar de “utilización”, concepto del que no se desprende fatalmente una intención o propósito, simplemente hay un aprovechamiento de información privilegiada disponible.⁶⁸⁷

Mejor dicho, en la delimitación de la prohibición de uso de información privilegiada, la DAM tiene en cuenta a los sujetos (poseedores primarios) y sus actuaciones materiales, sin requerir un elemento subjetivo,⁶⁸⁸ como la prueba efectiva del “conocimiento de causa” o de la intención, del cual dependan dichas actuaciones; pues, «por su naturaleza estos [poseedores primarios de información privilegiada] pueden tener acceso a la misma a diario, y son conscientes de la naturaleza confidencial de la información que reciben»⁶⁸⁹.

A la DAM no le interesa si el poseedor de información privilegiada ha actuado por un motivo fraudulento, por el interés de especular u obtener una ventaja, cualquiera que sea ésta. Simplemente, la DAM no tiene en cuenta esos elementos subjetivos, y va más allá, tampoco exige que se pruebe un nexo de causalidad entre la información privilegiada y la decisión de operar en el mercado, ni la consciencia o el conocimiento del carácter privilegiado de la información, pues, se eliminó la expresión “con conocimiento de causa”.

⁶⁸⁶ Vid. KIRCHNER BALIU, P. / ACUÑA QUIROGA, C. (2010), pp. 339-345.

⁶⁸⁷ Vid. puntos 57 a 60 de las conclusiones del Abogado General en el asunto C-45/08. Ese concepto de utilización, según el Abogado General, es autónomo y su delimitación corresponde al derecho comunitario y no a los Estados miembros (punto 92).

⁶⁸⁸ «...La puesta en práctica efectiva de la prohibición de las operaciones de mercado se basa, por lo tanto, en una estructura simple en la que los medios de defensa subjetivos son limitados, no sólo para sancionar sino también para prevenir eficazmente las infracciones de esta prohibición.» vid. punto 37 de la sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto C-45/08.

⁶⁸⁹ Vid. punto 34 de la sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto C-45/08.

El conocimiento o la consciencia de estar operando con información privilegiada, o la intención (elementos subjetivos distintos al interés de enriquecerse, por ejemplo), se pueden presumir o inferir a partir de muchos factores, especialmente, la relación de confianza o el vínculo estrecho entre el iniciado primario y el emisor. Más aún, esos elementos están integrados en el proceso de toma de decisiones de operar en el mercado de una determinada forma y respecto de ciertos instrumentos financieros y no de otros.

Lógicamente, esa presunción admite prueba en contrario, lo que reduce el rigor de una definición de información privilegiada, desprovista de elementos subjetivos, y de la consecuente prohibición de su utilización.⁶⁹⁰ Además, puede operarse en el mercado con conocimiento de información privilegiada y, aún así, sin valerse de ella, es decir, sin utilizarla.⁶⁹¹

Claro está que aunque la DAM no lo exija abiertamente, de todas formas una presunción que admite prueba en contrario – en un contexto de cargas probatorias dinámicas – da lugar a la necesidad de probar un nexo psicológico entre el conocimiento y la negociación. Puede sonar confuso, pero en puros términos procesales, si el demandante quiere afianzar su situación procesal, tendrá que esforzarse por demostrar que el otro actuó prevalido de información privilegiada.

Ahora, lo mismo pasa cuando se quiere reforzar una situación procesal como demandado para acogerse a la excepción de la DAM consistente en haber realizado transacciones en cumplimiento de una obligación, ya vencida, de adquirir o ceder instrumentos financieros, cuando dicha obligación fue convenida antes de estar en posesión de la información privilegiada.

Como se supondrá, estar en posesión de tal información implica conocerla, por lo cual, para que esta excepción sea admisible, habrá que probar que hubo un acuerdo previo al hecho del conocimiento o la posesión de la información privilegiada o, lo que es lo mismo, que el conocimiento o posesión de información fue posterior.⁶⁹²

⁶⁹⁰ Vid. puntos 43 y 62 de la sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto C-45/08.

⁶⁹¹ «66. Pueden también imaginarse otros supuestos, en los que esté claro desde el principio que, a pesar de conocerse una información privilegiada en el momento de la actuación, no puede inferirse una utilización de la información, ya que ésta no influye a priori en la actuación. El Gobierno del Reino Unido aludió, como ejemplo adicional, a la actuación de una persona en contra los pronósticos de evolución de los precios: Una persona vende por ejemplo acciones, a pesar de que dispone de información privilegiada que hace esperar una subida del precio de la acción, en particular, porque necesita inmediatamente los ingresos de la venta y no puede esperar la subida de las cotizaciones. 67. En tales circunstancias no puede considerarse que el interesado haya vendido las acciones «utilizando» la información privilegiada. Cuando una persona actúa en contra de la evolución futura de los precios que se desprende de la información privilegiada, no puede decirse que utilice dicha información. No obstante, si se tiene solamente en cuenta una «actuación con conocimiento de la información privilegiada», debería afirmarse la existencia de una operación con información privilegiada, puesto que existe un acto de disposición con conocimiento.» Vid. las conclusiones del Abogado General en el asunto C-45/08.

⁶⁹² «En este sentido, pese a que el legislador alemán sustituyó el requisito de la «explotación» de un hecho relevante (*unter Ausnutzung der Kenntnis von einer Insiderinformation*) por el de la «utilización» de una información privilegiada (*unter Verwendung einer Insiderinformation*), autores como *Bürgers, Hemeling, Schneider, Assmann o Pawlik* sostienen que antes

La sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto C-445/09 trata sobre una operación de manipulación de mercado. Los hechos fueron los siguientes: *IMC Securities BV*, en adelante IMC, era una empresa neerlandesa que negociaba valores mobiliarios por cuenta propia, y deseaba adquirir acciones del banco ABN AMRO.

A principios de octubre del año 2005, IMC se dio cuenta que ABN AMRO había impartido una orden de venta de 5.000 acciones, con un umbral de aplicación determinado para evitar pérdidas («*stop loss order*»). De este modo, las acciones del banco debían venderse automáticamente en las mejores condiciones posibles, atendiendo a dicho umbral.

IMC no conocía el valor del umbral antedicho, pero lo calculó tanteando el mercado con la comunicación de órdenes a distintos precios, para luego retirarlas. Con esta estrategia, IMC concluyó que la orden de ABN AMRO se ejecutaría al precio de 77,75€.

Unos días después, todavía en el mes de octubre de 2005, el precio de cada una de las acciones oscilaba entre 81,30€ y 80€. Inmediatamente, IMC dio una orden de compra oculta (cuya cantidad total no aparece en la cartera de órdenes) de 10.000 acciones por 73€ euros, un poco más del umbral a partir del cual se habría suspendido automáticamente la cotización de las acciones, esto es, 72,95€.

Dos minutos después de esa orden de compra oculta, las acciones valían 80,40€, por lo que IMC dio una orden de signo contrario, es decir, de venta, por igual número de acciones y con un límite de 76,50€, lo que hizo que las acciones cayeran a 76,50 euros.

Por supuesto, como el banco había dado una orden con un umbral de aplicación para evitar pérdidas, la orden de venta de las acciones se activó automáticamente, y el precio de la acción cayó a 73€, precio que curiosamente se correspondía con la orden de compra de IMC, que pudo adquirir 4.350 acciones a 73 euros. Más tarde, esas acciones valían 80,15€, por lo que IMC se hizo unas buenas ganancias.

Con posterioridad, al investigar estas operaciones, la autoridad correspondiente multó a IMC por manipulación del mercado. Decisión que fue cuestionada por IMC, sociedad que alegó que la ley neerlandesa sobre la prohibición de la manipulación del mercado, solamente contemplaba aquellos comportamientos por los que se hubiera mantenido los precios de un instrumento financiero en un nivel anormal o artificial, durante un tiempo determinado.

como ahora sigue siendo imprescindible la concurrencia de una relación de causalidad entre el conocimiento privilegiado y la operación.» Vid. VEGA GUTIÉRREZ, Z. (2011), pp. 44-70.

Sin embargo, la decisión del Tribunal reiteró que para interpretar si una ley nacional se correspondía o no con lo mandado por una directiva, en este supuesto, la DAM, no había que circunscribirse a la versión nacional respectiva – la neerlandesa –, pues, en aras de una aplicación e interpretación uniformes de una normativa comunitaria, se precisaba analizar la voluntad real del legislador comunitario, en concreto, sus objetivos, y cómo estos eran plasmados en las distintas versiones adoptadas.

A tenor de lo anterior, y luego de considerar otras versiones lingüísticas, el Tribunal concluyó que para que exista manipulación del mercado es suficiente que los comportamientos hayan establecido el precio de los instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, sin exigir que ese precio se sostenga durante un período determinado en dicho nivel. En otras palabras, una única operación y, por ende, una única cotización en un nivel anormal o artificial bastan para que exista manipulación del mercado.

2.2. La DAM y su transposición al derecho español

La regulación del abuso de mercado en España, en concreto, y en primera instancia, del abuso de información privilegiada, ocurrió en 1980⁶⁹³, a través del RD 1848, de 5 de septiembre, sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios (hoy derogado); y, posteriormente, de manera general, mediante la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV⁶⁹⁴).⁶⁹⁵

Ese RD 1848/1980 (capítulo III) exigía a los miembros de los consejos de administración y a los directores de la sociedad promotora o afectada, o cualquier persona en situación de conocer la información confidencial correspondiente a la fase preparatoria de una oferta, guardar secreto sobre las negociaciones y abstenerse de hacer alguna operación distinta a la propia OPA. El problema con esta normativa consistió en que al establecer un supuesto de hecho, en unas condiciones más o menos claras, el legislador olvidó señalar una sanción correlativa.

Si bien antes de estas normas existían algunas herramientas jurídicas⁶⁹⁶ (nutridas o influidas, en su mayor parte, por el derecho societario), que sancionaban las infracciones a

⁶⁹³ El Art. 12 del RD 279/1984, de 25 de enero, fue la primera normativa española relativa al abuso de información privilegiada. Vid. ARROYO ZAPATERO, L. A. (1995), p. 48.

⁶⁹⁴ Vid. CREMADES, B. M. (1988), s.p.

⁶⁹⁵ Hay antecedentes más remotos, por ejemplo, en las Siete Partidas de Alfonso X se prohibían los cotos y las posturas que son, básicamente, convenciones entre mercaderes o entre fabricantes/artesanos para vender algo a un determinado precio (Partida V, Título VII, Ley II). La Novísima Recopilación condenaba también muchas conductas que afectaban el normal funcionamiento de los mercados, v. gr., la regatería, esto es, comprar especies del comercio para revenderlas a precios altos en perjuicio del público (Libro IX, Título V, Ley IX)

⁶⁹⁶ Podrían citarse las siguientes: El Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio (derogado); el Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de

ciertas obligaciones de información de las sociedades anónimas, la regulación del abuso de mercado no era prioritaria para el legislador nacional, pues, la dimensión de los mercados de valores españoles no era importante, y el interés de los ahorradores/inversores era muy limitado.⁶⁹⁷

2.2.1. La Ley del Mercado de Valores (LMV) y el abuso de mercado.

La versión original de la LMV, mediante la cual se transpuso el texto de la propuesta modificada de la Directiva de iniciados, dedicó su título VII a las normas de conducta que debían observar las sociedades y agencias de valores y, en general, todos aquellos que ejercieran actividades relacionadas con los mercados de valores.

En dicha sección – Art. 80 – se prohibió a los anteriores sujetos: «a) Provocar, en beneficio propio o ajeno, una evolución artificial de las cotizaciones. b) Multiplicar las transacciones de forma innecesaria y sin beneficio para el cliente. c) Atribuirse a sí mismo uno o varios valores cuando tengan clientes que los hayan solicitado en idénticas o mejores condiciones. d) Anteponer la venta de valores propios a los de sus clientes, cuando éstos hayan ordenado vender la misma clase de valor en idénticas o mejores condiciones.»

Obsérvese que la LMV no empleaba el término “manipulación”, pero describía – seguido de supuestos de conflictos de interés – un caso concreto de manipulación del mercado, a saber, la provocación de una evolución artificial de las cotizaciones. No obstante lo anterior, la regulación de la manipulación del mercado en la LMV era precaria y poco clara.⁶⁹⁸

En conjunción con lo anterior, el Art. 81 reguló el abuso de información privilegiada en los siguientes términos. Por una parte, al definir el concepto de información privilegiada, el artículo recurrió a cuatro elementos fundamentales – suficientemente reiterados en este capítulo –, esto es, la concreción de la información, la ausencia de publicidad, el estar referida a uno o más valores y, de conocerse, influir de manera relevante en la cotización de dichos valores.

Comercio; la Ley de Sociedades Anónimas, de 17 de julio de 1951; el Art. 1902 del Código Civil, y los delitos de estafa, hurto, la manipulación para alterar el precio de las cosas o el quebrantamiento del deber de secreto.

⁶⁹⁷ De esta manera, el estado incipiente de los mercados desmerecía un esfuerzo regulatorio a nivel estatal, no obstante que, en los años 70s, las bolsas españolas experimentaron mayor dinamismo. Incluso, algunos pedían, como en Alemania, atenerse a la autorregulación.

⁶⁹⁸ El RD 629/1993, de 3 de mayo, hoy derogado, estableció un código general de conducta de los mercados de valores que contenía algunos mandatos relacionados con el abuso de mercado, por ejemplo, el Art. 1.1. exigía abstenerse de provocar una evolución artificial de las cotizaciones, en beneficio propio o ajeno.

Por la otra, las conductas prohibidas son, esencialmente, la negociación con valores – directa o indirectamente –, la comunicación a terceros y la recomendación de adquisición o cesión de valores.

Entre las medidas de prevención de conflictos de intereses⁶⁹⁹ y de facilitación de la transparencia en los mercados, sobresale el Art. 82⁷⁰⁰, por medio del cual, la LMV plasmó la obligación de los emisores de valores de informar al público, a la mayor brevedad posible, de todo hecho o decisión que pueda influir sensiblemente en su cotización. Obligación de la que podrían excusarse⁷⁰¹ si la divulgación pudiera afectar sus intereses legítimos⁷⁰², naturalmente, luego de comunicarlo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV).

Conforme al Art. 99 de la LMV – literales ñ) y o) –, la infracción de las obligaciones contenidas en el Art. 82 y 81, respectivamente, constituyen una infracción muy grave⁷⁰³. Igualmente, «s) La realización de actos fraudulentos o la utilización de personas físicas o jurídicas interpuestas con la finalidad de conseguir un resultado cuya obtención directa implicaría, al menos, la comisión de una infracción grave, así como la intervención o realización de operaciones sobre valores que implique simulación de las transferencias de la titularidad de los mismos.»⁷⁰⁴

⁶⁹⁹ El Art. 83 se encargaba de las denominadas murallas chinas.

⁷⁰⁰ Vid. Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio, por la que se desarrolla el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de información relevante. La Circular 4/2009, de 4 de noviembre, de la CNMV sobre comunicación de información relevante, hoy derogada, contenía una lista de supuestos que podrían considerarse información relevante, sin perjuicio de verificación en cada caso concreto.

⁷⁰¹ El Art. 91 señala que: «La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá eximir del cumplimiento de las obligaciones previstas en los artículos 53, 82 y 89 cuando considere que la divulgación de tales informaciones sería contraria al interés público o 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.»

⁷⁰² En el tercer fundamento de derecho, la SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 17 de marzo de 2006, Recurso núm.: 599/04, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena, que se ocupa de la manipulación de valores con operaciones de autocartera, recuerda que la legitimidad en las razones debe ser objetiva (cobertura normativa que justifique el comportamiento y haga jurídico un actuar antijurídico), no subjetiva (culpabilidad y exigibilidad). En el fundamento de derecho número cuatro, la Audiencia Nacional desarrolla sus argumentos sobre la posición de garantes de los administradores de una sociedad.

⁷⁰³ El inventario de sanciones para las infracciones muy graves era el siguiente: a) Multa por importe no inferior al tanto, ni superior al quíntuplo del beneficio bruto obtenido con la infracción o, si este criterio no fuera del caso, una multa de hasta el 5% de los recursos propios tratándose de una entidad, o hasta cinco millones de pesetas en los demás casos; b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades hasta por cinco años; c) Suspensión de la condición de miembro del mercado hasta por cinco años; d) Revocación de la autorización para operar como sociedad o agencia de valores o sociedad gestora de carteras. El Art. 105 trae una lista de las sanciones a las que se enfrentan los infractores que ejercen cargos de administración o dirección: a) Multa de hasta 5.000.000 de pesetas; b) Suspensión en el ejercicio del cargo hasta por 3 años; c) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad hasta por cinco años; y d) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra entidad financiera de la misma naturaleza hasta por diez años.

⁷⁰⁴ Originalmente, en relación con la manipulación, el Art. 99.i) expresaba que eran infracciones muy graves: «El desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores.» En la sentencia de casación del caso Ibercorp se interpretó que la expresión “dirigidas” «a) no impide, desde luego, apreciar aquella infracción en presencia de cualesquiera de las clases de «dolo» conocidas en la dogmática penal, ni, por tanto, en presencia de un dolo eventual, en el que, siendo otra la finalidad última perseguida, el autor se representa como cierta la producción del resultado prohibido en la norma y lo acepta; y b) ni tampoco debe impedirlo en presencia de una culpa consciente, en la que el autor, por la idoneidad objetiva de las prácticas para producir aquel resultado, es consciente de la probabilidad de su producción y no renuncia, pese a ello, a su realización, en la esperanza de que el resultado no llegue a producirse.» Vid. STS, Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sección 3ª, del 3 de marzo de 2003, Recurso de casación núm.: 6481/1997, Ponente: Segundo Menéndez Pérez.

Según el Art. 100 de la LMV – literal n) – son infracciones graves⁷⁰⁵, «la infracción del principio de prioridad de los intereses del cliente consagrado en los artículos 79 y 80 de esta Ley cuando no constituya infracción muy grave conforme al artículo anterior, así como la inobservancia de lo dispuesto en su artículo 83.»

Actualmente, la versión consolidada de la LMV⁷⁰⁶ regula el abuso de mercado en el capítulo II del Título VII, relativo a las normas de conducta, cuyos sujetos obligados a observarlas son: las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, las instituciones de inversión colectiva, los emisores, los analistas y todas aquellas personas, físicas o jurídicas, que realicen – directa o indirectamente – actividades relacionadas con los mercados de valores.⁷⁰⁷

Según el artículo 81 de la LMV, con carácter general, una información privilegiada es toda aquella información: a) concreta, b) referida directa o indirectamente⁷⁰⁸ a valores negociables o instrumentos financieros – del mercado secundario o primario –, o a sus emisores, c) no hecha pública, d) que de hacerse pública, o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido apreciablemente en su cotización.

La versión original aludía a relevancia, en lugar de influencia apreciable en la cotización. Algo relevante, es algo importante, significativo, sobresaliente o destacado. Ciertamente, el grado de impacto de una información sobre la cotización de un valor es

⁷⁰⁵ Las sanciones para las infracciones graves eran: a) Amonestación pública, con publicación en el BOE; b) Multa por importe de hasta el tanto del beneficio bruto obtenido por la infracción o, si este criterio no es del caso, hasta el 2% de sus recursos propios tratándose de una entidad, o hasta 2.000.000 de pesetas en los demás casos; c) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades hasta por un año; y d) Suspensión de la condición de miembro del mercado hasta por un año. El Art. 106 trae una lista de las sanciones a las que se enfrentan los infractores que ejercen cargos de administración o dirección: a) Amonestación pública, con publicación en el BOE; b) Multa hasta por 2.000.000 de pesetas; y c) Suspensión en el ejercicio de todo cargo directivo en la entidad hasta por un año.

⁷⁰⁶ Es decir, con las modificaciones en materia de abuso de mercado efectuadas, principalmente, por la L. 9/1991 (de 22 de marzo) – Art. 6 – , la L. 37/1998 (de 16 de noviembre) – Art. 6 párrafos 4 al 6 y Art. 7 párrafo 13 –, la L. 44/2002 (de 22 de noviembre) – Arts. 38 y 39 –, el RD 1333/2005 (de 11 de noviembre), la L. 12/2006 (de 16 de mayo) – Art. 2 párrafo 4 –, la L. 6/2007 (de 12 de abril) – Art. 9 –, la L. 47/2007 (de 19 de diciembre) – Artículo único párrafo 51 – y la L. 2/2011 (de 4 de marzo) – disposición final quinta párrafo 4 –.

⁷⁰⁷ Las entidades tienen la obligación de elaborar un reglamento interno de conducta para incorporar los artículos 82 y 83 bis y siguientes de la LMV, a la par de la obligación de remitir dicho documento a la CNMV, quien podrá requerirlas para implementar modificaciones o adiciones. De igual forma, las entidades tienen el deber de actualizar dicho reglamento y darlo a conocer al personal de su organización.

⁷⁰⁸ En la STS, Sala Tercera de lo Contencioso-administrativo, Sección 3ª, del 31 de diciembre de 2002, Recurso núm.: 2848/1997, Ponente: Manuel Campos Sánchez-Bordona, se sancionó - valiéndose de indicios - a una persona distinta del ordenante, esto es, a un miembro del consejo de administración de AFISA. El ordenante (tía del infractor) era una persona de avanzada edad, con disminución de sus facultades mentales, sin conocimientos técnicos financieros y sin la posibilidad de desplegar una estrategia de seguimiento permanente de las operaciones bursátiles cuestionadas, por consiguiente, se concluyó que el consejero era quien en realidad ostentaba el poder de decisión sobre los medios económicos utilizados en las operaciones objeto de sanción, y quien se benefició económicamente. «En el expediente se pudo corroborar la sospecha inicial para concluir que, dada la mecánica de la inversión y los resultados de ésta, no podía obedecer a la actuación de un «inversor externo, con una pauta de inversión intuitiva», sino a la de alguien que utilizaba sus conocimientos privilegiados desde dentro de las empresas intervinientes. En efecto, la «precisión sorprendente a la hora de elegir los momentos de compra y de venta» que determinaron los beneficios bursátiles correspondientes solo podía partir de alguien que conociera previamente cuáles iban a ser las próximas vicisitudes de la cotización, determinadas a su vez por «las particulares circunstancias que concurrieron en el proceso de formación del precio», a las que se refiere la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Conocimientos que concurrían en el sancionado y no precisamente en su anciana tía.» Para estudiar en detalle los argumentos de la condena puede consultarse el fundamento décimo tercero de la sentencia citada.

relativo, hay información que de conocerse no provoca movimientos considerables o importantes en la oferta y la demanda de un instrumento financiero, por ende, el precio puede mantenerse dentro de un rango estable, sin mayor alteración, y existe información que, por el contrario, podría provocar un alza o una bajada de la cotización muy violentas.

La LMV tampoco emplea, al delimitar el concepto de información privilegiada, los términos sensible o sensiblemente que, en esencia, hacen referencia a lo perceptible, lo manifiesto o patente al entendimiento o a los sentidos.

En cambio, la LMV utiliza la expresión apreciable, que según el diccionario de la RAE, es aquello capaz de reducir algo a un cálculo o medida, permitiendo percibir la magnitud, la intensidad o el grado de las cosas y sus cualidades. El uso de esta expresión puede ser el más acertado, porque la información que podría influir en la cotización debería tener la aptitud de producir una variación, una alteración del estado de cosas, cuya magnitud, medida o resultado podría constatarse una vez que la información es divulgada.

Continuando con la definición de información privilegiada, específicamente, respecto a los derivados sobre materias primas, la información privilegiada es aquella información: a) concreta, b) referida directa o indirectamente a instrumentos financieros derivados, c) no hecha pública, d) que los usuarios de estos mercados, esperarían recibir, de conformidad con las prácticas de mercado aceptadas en los mismos.

Las obligaciones de quien disponga de información privilegiada se dividen en dos clases: las de tipo positivo, que exigen actividad, y las de tipo negativo o prohibitivo⁷⁰⁹, que demandan abstención.

Las primeras pueden condensarse en la obligación de salvaguardar la información privilegiada que se posea, sin incumplir los deberes de comunicación y de colaboración impuestos por la ley; y, la obligación de adoptar medidas adecuadas, tanto de prevención como de corrección, para evitar que la información privilegiada sea empleada en forma abusiva o desleal. Por último, la obligación de divulgar la información privilegiada de forma adecuada, transparente, correcta y oportuna, cumpliendo con todas las exigencias legales al respecto.

⁷⁰⁹ La STS, Sala de lo Contencioso-Administrativo, del 28 de enero de 2013, Recurso de casación núm.: 2513/2009, Ponente: Manuel Campos Sánchez-Bordona (caso Jazztel), se pronuncia sobre la independencia de cada transacción realizada con información privilegiada como infracciones aisladas unas de las otras, y por qué no es pertinente su consideración global como una infracción continuada. Mejor dicho, «pese a que el mismo sujeto hubiera utilizado la misma información privilegiada, la circunstancia de que hiciera sus adquisiciones de títulos "en fechas distintas y por medios distintos" impide apreciar la existencia de una única infracción.». En este pronunciamiento se expone, además, que existen criterios materiales (distancia temporal y diversidad de medios empleados para cometer las infracciones) y formales (que sea posible sustanciar las responsabilidades por las diversas conductas en un mismo procedimiento, cosa que no ocurrió porque el actor obstruyó dicha posibilidad por medio de testaferros, entidades bancarias situadas en el extranjero, entre otras maniobras), para determinar la unidad-continuidad de las infracciones.

Ahora bien, tratándose de las obligaciones de tipo negativo, quien tenga información privilegiada, sabiendo o debiendo saber que la información tiene tal carácter, debe abstenerse de ejecutar, por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, las siguientes conductas:

Primero, preparar o realizar cualquier tipo de operación⁷¹⁰ sobre los valores o instrumentos a los que la información se refiera, o sobre cualquier otro valor, instrumento o contrato que tenga como subyacente a los primeros. Segundo, comunicar la información a terceros, salvo que lo haga en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo. Tercero, recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores o instrumentos con apoyo en dicha información, o que haga que otro los adquiera o ceda.

Las excepciones a estas prohibiciones son las mismas de la DAM, lo que significa que no se aplicarán a las siguientes operaciones: Primero, las destinadas a ejecutar las políticas monetaria, de tipo de cambio o de gestión de la deuda pública. Segundo, las relativas a la compra de acciones propias en el marco de programas de recompra.

Tercero, las tendientes a estabilizar un valor negociable o un instrumento financiero, si se ejecutan atendiendo las condiciones legales y reglamentarias vigentes. Cuarto, las relacionadas con la preparación y realización de las operaciones cuya existencia constituye, en sí misma, la información privilegiada; y, quinto, las realizadas para cumplir una obligación, ya vencida (pero acordada antes de la posesión de información privilegiada) de adquirir o ceder valores negociables o instrumentos financieros.

Los términos “relevante” y “sensible” sí son utilizados por la LMV a la hora de definir el tipo de información que se debe comunicar a la CNMV (para su incorporación en el registro correspondiente), o que se debe divulgar al mercado de valores, incluso vía Internet. Por consiguiente, según el Art. 82 de la LMV, una información relevante es «toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o

⁷¹⁰ En la SAN, Sala de lo Contencioso-administrativo, Sección 6ª, del 17 de julio de 2008, Recurso núm.: 176/2005, Ponente: Lucía Acín Aguado, el infractor, quien era consejero delegado del Grupo inversor Hesperia, realizó dos compras de acciones de NH Hoteles en mayo de 2003 por un total de 500 acciones, cada una por de 7,40 euros. El 22 de mayo de 2003 se registró en la CNMV una comunicación de hecho relevante de una OPA de Hesperia sobre NH Hoteles, a un precio por acción de 8,30 euros. El consejero vendió 250 acciones el mismo 22 de mayo, y otras 250 acciones el 6 de agosto de 2003, obteniendo un beneficio total de 680 euros. El infractor alegó que aunque disponía de información privilegiada porque participó en los estudios y en las decisiones de la OPA, no podía abstenerse de operar debido a que su asesor de inversiones le había recomendado la compra de las acciones de NH Hoteles y que si se hubiera opuesto al consejo, hubiera alertado al asesor de que algo ocurría y, en consecuencia, su manera de proteger la información privilegiada fue negociar. Al respecto el Tribunal expresó que: «Debe tenerse en cuenta que la conducta que se tipifica no es hacer uso de información privilegiada sino incumplir la obligación de realizar cualquier tipo de operación sobre valores negociables sobre los que se disponga información privilegiada y por tanto es suficiente para cometer la infracción que se realice una compra cuando se es poseedor de información privilegiada y el legislador lo ha querido así precisamente con la finalidad de la objetivar la tipificación de las conductas sancionadas. Tampoco convence a esta Sala que la única manera de evitar que se difundiera rumores o especulaciones sobre la OPA era ordenar la compra de acciones de la sociedad sobre la que se iba a presentar una OPA ya que hubiera bastado que el recurrente aun aceptando la recomendación de su asesor hubiera pospuesto realizar la compra a unos días posteriores, alegando cualquier excusa como era la imposibilidad de desplazarse a la Agencia de Valores a firmar el boletín de compra que según afirma en su escrito de demanda firmó antes de que se realizara la operación.»

instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario.»

La norma alude al concepto de inversor razonable desde la posibilidad de que el conocimiento de una información afecte razonablemente a un inversor. El concepto de inversor razonable se posiciona desde el sujeto, pero generalizando lo que una clase de personas considera conforme a la razón, desde su experiencia y actividad en los mercados financieros, lo que esperan y a lo que aplican normalmente su inteligencia.

Si la información relevante puede perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los valores del emisor, o poner en peligro la protección de los inversores, el emisor deberá comunicarlo inmediatamente a la CNMV para que esta evalúe la situación y difunda dicha información.

Los emisores podrán, bajo su responsabilidad, retrasar la publicación y difusión de la información relevante si sus intereses legítimos se vieran perjudicados, a condición de que esta omisión no lleve al público a confusión y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de tal información.

Seguidamente, los artículos 83 y 83 bis⁷¹¹ desarrollan el régimen de prevención de abuso del mercado, encaminados a evitar las fugas y los accesos indebidos a la información privilegiada.

El primer artículo se encarga de las medidas de control del flujo de información privilegiada, dentro de las distintas áreas de actividad de una empresa o grupo de empresas que presten servicios de inversión o asesoramiento en inversión⁷¹². Lo antecedente, para asegurar autonomía en sus decisiones y evitar conflictos de interés.

Estas medidas son, entre otras, las que se enunciarán a continuación: el establecimiento de murallas chinas y otras barreras de información; la definición de un sistema de toma de decisiones que fomente la autonomía; la elaboración detallada y la actualización de listas de iniciados; las constancias en los informes, publicaciones y recomendaciones dejadas por el autor sobre sus vinculaciones relevantes (relaciones

⁷¹¹ Vid. CNMV, Guía de actuación para la transmisión de información privilegiada a terceros, de 9 de marzo de 2009. Se consideran posibles sujetos receptores de información privilegiada a las agencias de publicidad, a las agencias de comunicación y a las imprentas (en la fase final de comunicación y documentación de un proyecto u operación), a los traductores, las autoridades administrativas, los auditores, los tasadores y valoradores, a las agencias de rating, las entidades financieras, los consultores, los abogados, las notarías, los registros, entre otros.

⁷¹² Vid. CNMV, Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión, de 23 de diciembre de 2010.

comerciales y participación estable) con la empresa objeto del análisis; la redacción de reglamentos internos de conducta⁷¹³ para el servicio de asesoramiento de inversiones, etc.

Adicionalmente, conforme al segundo artículo (83 bis), durante las fases de estudio o negociación de operaciones (jurídicas o financieras) que puedan influir apreciablemente en la cotización de los instrumentos financieros, los emisores deberán esmerarse por limitar el conocimiento de la información a quienes resulte imprescindible, ya sean personas internas o externas a la organización.

También deberán llevar registros documentales sobre quienes conocen la información y la fecha en que lo hacen, advirtiéndoles sobre el carácter de la información, su deber de confidencialidad y la prohibición de su uso. Al mismo tiempo, los emisores deberán implementar medidas de seguridad para la custodia, archivo, acceso, reproducción y distribución de la información.

En adición, los emisores deberán vigilar la evolución en el mercado de los instrumentos que emiten y las noticias que los pudieran afectar, divulgadas por los medios o por los profesionales de la difusión de información económica.

Esto, junto a la obligación de difundir inmediatamente, de forma clara y precisa, la información relevante sobre el estado de una operación en curso, o un avance de dicha información, para contrarrestar las evoluciones anormales de los volúmenes contratados o de los precios negociados con ocasión de la difusión de información prematura, parcial o distorsionada de dicha operación.⁷¹⁴

En cuanto a la manipulación del mercado, el Art. 39.1 de la L. 44/2002, de 22 de noviembre, añadió el Art. 83 ter a la LMV. Aquella Ley fue muy importante porque efectuó una adaptación inicial de la LMV a la DAM – que estaba por aprobarse –.

Así, entonces, desde la perspectiva de la manipulación, la LMV prohíbe a quien actúe, o se relacione en el mercado de valores, preparar o realizar prácticas que falseen la libre

⁷¹³ Vid. MADRAZO, R. (2008), pp. 471-481

⁷¹⁴ « Durante los últimos años la CNMV ha insistido en el empleo de mecanismos para evitar el uso de información privilegiada, ante la evidencia de algunos casos de fuertes subidas de la cotización de compañías en bolsa que fueron seguidas de anuncios de operaciones con importancia estratégica. a) Red Eléctrica de España disparó su cotización antes de conocerse que iba a poner a disposición de todo el mercado parte de su infraestructura de fibra óptica. b) Banco Popular obtuvo una fuerte revalorización antes de anunciar el lanzamiento de un banco por Internet. c) La cotización de Hidrocantábrico subió cerca del 20% entre el 25 de febrero y el 12 de marzo de 2000; al día siguiente, el grupo Txu presentó una OPA sobre Hidrocantábrico, con una prima del 13% sobre la última cotización. d) También FCC, ACS y Acesa llegaron a subir hasta un 40% las semanas anteriores a la adjudicación de una licencia de telefonía móvil a Xfera, empresa integrante de su grupo. Los casos en que se ha puesto de manifiesto la filtración de información privilegiada son numerosos. Las OPAS o anuncios de fusiones de Amper, Tabacalera, Sotogrande, Zabalburu, Befesa, Bodegas y Bebidas, Aceralia o Banesto son sólo algunas de las que han presenciado evidentes fugas de información privilegiada.» Vid. EMMA GARCÍA-MECA, E. / MARTÍNEZ CONESA, I. (2005), pp. 56-67.

formación de los precios. Aunque la DAM expresó en uno de sus considerandos (el 17) que evitar ese falseamiento de la formación de los precios es un interés económico a proteger jurídicamente, la LMV se refiere explícitamente a ese bien jurídico⁷¹⁵ cuando trata la manipulación del mercado, para luego enunciar algunas prácticas prohibidas.

Entre las prohibiciones se encuentran las siguientes: Primero, preparar o realizar operaciones u órdenes que a) proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros,⁷¹⁶ o que b) aseguren – actuando individualmente o en concierto con otras personas – el precio de un instrumento financiero en un nivel anormal o artificial⁷¹⁷, salvo que se demuestre que se actuó por razones legítimas, ajustadas a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado en cuestión.

Segundo, operaciones u órdenes que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación. Y, finalmente, la difusión de información⁷¹⁸ a través de los medios de comunicación, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros. En este punto, la LMV realiza las mismas consideraciones de la DAM respecto de la actividad periodística, por lo que puede remitirse al lector a lo ya expuesto en su oportunidad.

Evidentemente, luego se precisó de un esfuerzo mayor de adaptación porque quedaron muchos asuntos pendientes de transposición a la ley nacional, tarea que continuaron otras normas, por ejemplo, la L. 12/2006 que adicionó el Art. 83 quáter relacionado con la comunicación de operaciones sospechosas (COS), y – muy especialmente – el RD 1333/2005, de 11 de noviembre, que terminó por incorporar lo que restaba de la DAM y transpuso – casi literalmente – otras directivas a las que ya se ha hecho mención, a saber, la Directiva 2003/124/CE, la 2003/125/CE y la 2004/72/CE.

⁷¹⁵ «Existe cierto acuerdo en cuanto al bien jurídico protegido, si bien se expresa de maneras diversas. Entendemos que se trata de tutelar el correcto funcionamiento del mercado, así como la confianza pública en ese funcionamiento, como presupuesto para aquello. No obstante, también se habla del sistema de libre competencia, del propio mercado (MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ), de su correcto funcionamiento en aquellos sectores en los que ésta funciona con relativa fluidez (MUÑOZ CONDE), o de corrección en el sistema de formación de precios de muebles e inmuebles (QUINTERO OLIVARES). El TS, en las escasas resoluciones en las que se ha pronunciado, anteriores a 2010, se ha limitado a reproducir la rúbrica de la sección haciendo referencia, sin más al mercado y a los consumidores (SSTS 549/1997, de 26 de abril [RJ 3374]; 867/2002, de 29 de julio [RJ 635])» Vid. AA. VV. (2010) en GÓMEZ TOMILLO, M. (Dir.), p. 1095.

⁷¹⁶ Un caso interesante de manipulación con autocartera puede consultarse en: SAN, Sala de lo Contencioso-administrativo, Sección 6ª, del 17 marzo de 2006, Recurso núm.: 601/2004, Ponente: María A. Salvo Tambo. En especial su quinto fundamento jurídico que explica con detalle cómo se sobrepasó el límite de las operaciones de autocartera permitidas, es decir, facilita algunos criterios para determinar que no fueron realizadas conforme a derecho, por ejemplo, los límites de volumen vulnerados, las compras realizadas y su efecto sobre el precio de las acciones en un período determinado, el análisis de la ventana temporal en que sucedieron las subastas, entre otros. Otra sentencia en materia de manipulación mediante autocartera es SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 11 de junio de 2012, Recurso núm.: 408/2011, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, que contiene algunas reflexiones sobre la improcedencia de una pericial jurídica que niega la existencia de manipulación en el caso concreto.

⁷¹⁷ En la SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 5 de abril de 2006, Recurso núm.: 567/2004, Ponente: María Asunción Salvo Tambo, se explica de una manera gráfica cómo se construyen los indicios de la manipulación de los valores en el caso bajo discusión.

⁷¹⁸ Vid. CNMV, Guía de criterios para la gestión de noticias y rumores difundidos sobre valores cotizados, de 23 de febrero de 2009.

De la comunicación de operaciones sospechosas, la LMV dice, a grandes rasgos, que si hay indicios razonables para sospechar que una operación conlleva abuso de mercado, ciertos sujetos tienen la obligación de avisar sobre ello a la CNMV, con la mayor celeridad posible. Y a continuación la norma brinda detalles sobre los medios para realizar la notificación, su forma y contenido mínimo, que, naturalmente, son pormenores que pueden consultarse en la ley objeto de estudio, y que son fruto de las exigencias de la DAM y sus normativas de desarrollo.

Si bien el abuso de mercado se enfrenta, prioritariamente, a través de la prevención, es decir, mediante muchas obligaciones *a priori* – especialmente relacionadas con la divulgación de información –, las normas sobre comunicación de operaciones sospechosas se centran, a efectos de detectar el abuso, en la denuncia de operaciones ejecutadas, esto es, en la actuación *a posteriori*, pues, es muy difícil saber, por ejemplo, en el supuesto de un intermediario, si la sola emisión de una orden es constitutiva de manipulación del mercado.

Respecto a la clasificación de las infracciones en materia de abuso de mercado, la LMV establece dos tipos: las infracciones graves y las muy graves.⁷¹⁹ Ambas prescriben en cinco años contados a partir del día en que se cometieron⁷²⁰ y deben publicarse en el BOE cuando queden en firmes en la vía administrativa.

Por una parte, por regla general, y según el Art. 99, los casos de abuso de información privilegiada (Art. 81), la no divulgación de información relevante en las condiciones que la ley exige (Art. 82), el no cumplir con las obligaciones de prevención contenidas en los Arts. 83 y 83 bis (barreras de información y evitar accesos indebidos) y la manipulación de las cotizaciones (Art. 83 ter.), constituyen infracciones muy graves.

⁷¹⁹ Consecuentemente, según el Art. 99, son **infracciones muy graves**, las siguientes: «...i) El incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 83 ter de la presente Ley, cuando produzca una alteración significativa de la cotización. ñ) El incumplimiento, por parte de los emisores de valores, de la obligación establecida en el artículo 82, cuando de ello se haya puesto en grave riesgo la transparencia e integridad del mercado, el incumplimiento de los requerimientos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores formulados en virtud del artículo 89, así como el suministro a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de datos inexactos o no veraces, o la aportación a la misma de información engañosa o que omite aspectos o datos relevantes. o) El incumplimiento de las obligaciones establecidas en el artículo 81.2 de la presente Ley, cuando el volumen de los recursos o de los valores o de los instrumentos financieros utilizados en la comisión de la infracción sea relevante o el infractor haya tenido conocimiento de la información por su condición de miembro de los órganos de administración, dirección o control del emisor, por el ejercicio de su profesión, trabajo o funciones o figure o debiera haber figurado en los registros a los que se refieren los artículos 83 y 83 bis de esta Ley. o bis) El incumplimiento de la obligación de adoptar las medidas preventivas establecidas en los artículos 81.4, 83 y 83 bis de esta Ley, cuando dicho incumplimiento haya tenido lugar con ocasión de una concreta operación constitutiva de información privilegiada de acuerdo con lo previsto en el artículo 81 de la misma. p) La inobservancia del deber de información previsto en los artículos 35 bis, 53, 53 bis y 83 bis.4 de esta Ley cuando exista un interés de ocultación o negligencia grave, atendiendo a la relevancia de la comunicación no realizada y a la demora en que se hubiese incurrido.» Y conforme al Art. 100, son **infracciones graves**: «...w) El incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 83 ter de la presente Ley, cuando no constituya infracción muy grave conforme a lo dispuesto en el artículo anterior. x) El incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 81 y 82 de esta Ley, cuando no constituya infracción muy grave con arreglo a lo previsto en el artículo anterior. x bis) El incumplimiento de la obligación de comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de operaciones sospechosas de constituir abuso de mercado, establecida en el artículo 83 quáter de esta Ley. x ter) La adopción de las medidas previstas en los artículos 81.4, 83 y 83 bis de esta Ley de forma insuficiente.»

⁷²⁰ Vid. Art. 101 bis de la LMV.

Por la otra, de manera general, el incumplimiento de la obligación de comunicar operaciones sospechosas (Art. 83 quáter) es siempre una infracción grave, y todos aquellos supuestos de infracción del régimen de abuso de mercado que escapan de la calificación de muy graves, es decir, que no están previstos por el Art. 99, serían infracciones graves (lo que significa que el Art. 100 es una cláusula residual).

En el ámbito de las sanciones, de un lado, los artículos 102 y 103 de la LMV⁷²¹ especifican en cada caso, las consecuencias jurídicas que deben enfrentar quienes cometen las infracciones, dependiendo de si son muy graves o graves, y muy especialmente si el infractor es alguien que ocupa un cargo de dirección o de administración en una entidad financiera. Del otro, los artículos 105 y 106 de la LMV⁷²² se ocupan de las sanciones por infracciones muy graves y graves, cuando el infractor es una persona jurídica⁷²³ y quien ejerce un cargo de administración o dirección en ella, resulta responsable por la infracción.

⁷²¹ El Art. 102 trae un listado de las **sanciones por infracciones muy graves**, ellas son: a) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cantidades: el quíntuplo del beneficio bruto obtenido con la infracción, el 5% de los recursos propios (del año en que se comete la infracción) tratándose de una entidad, el 5% de los fondos totales (propios o ajenos) utilizados en la infracción o 600.000 euros; b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades hasta por cinco años; c) Suspensión de la condición de miembro del mercado hasta por cinco años; d) Exclusión de la negociación del instrumento financiero; e) Revocación de la autorización para operar como sociedad o agencia de valores o sociedad gestora de carteras o si se trata de una empresa de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro, se le puede prohibir el inicio de nuevas operaciones en el territorio español. El mismo Art. 102 integra una serie de sanciones a las que se enfrentan los infractores que ejercen cargos de administración o dirección: f) Suspensión en el ejercicio del cargo en una entidad financiera hasta por 5 años; g) Separación del cargo que tenía en la entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad hasta por cinco años; h) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra entidad – las previstas en el artículo 84.1 y 84.2.b), c bis) y d) – hasta por diez años. Cuando se incumplan las obligaciones del Art. 81.2 – letra o) del Art. 99 – (abuso de información privilegiada) se impondrá siempre la multa sin que pueda ser inferior a 30.000 euros y, además una de las sanciones previstas en los literales b), c) o e). El Art. 103 se encarga de las **sanciones por infracciones graves**, a saber: a) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cifras: el doble del beneficio bruto obtenido por la infracción, el 2% de sus recursos propios tratándose de una entidad, el 2% de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción o 300.000 euros; b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades hasta por un año; c) Suspensión de la condición de miembro del mercado hasta por un año; d) Suspensión en el ejercicio de todo cargo directivo o de administración en la entidad hasta por un año. Cuando se trate de la infracción de las obligaciones establecidas en el Art. 81 (abuso de información privilegiada) se debe imponer en todo caso la sanción de la letra a) y, además, una de las sanciones previstas en los apartados b) o c), sin que la multa pueda ser inferior a 12.000 euros.

⁷²² Las **sanciones por infracciones muy graves** para quienes ejercen cargos de administración o dirección son (Art. 105): a) Multa de hasta 300.500 euros; b) Suspensión en el ejercicio del cargo en la entidad hasta por 3 años; c) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de la misma naturaleza en la entidad hasta por 5 años; d) Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de este tipo en cualquier entidad – de las previstas por el Art. 84.1 o una entidad de crédito – hasta por diez años. Cuando se trate de la infracción prevista en la letra o) del artículo 99 (abuso de información privilegiada), se impondrá en todo caso la sanción recogida en la letra a) y la multa no puede ser inferior a 30.000 euros. Las **sanciones por infracciones graves** para quienes ejercen cargos de administración o dirección son (Art. 106): a) Multa de hasta 150.250 euros; b) Suspensión en el ejercicio del cargo en la entidad hasta por 1 año. Cuando se trate de la infracción prevista en la letra x) del artículo 100 (abuso de información privilegiada), se impondrá en todo caso la sanción recogida en la letra a) y la multa no puede ser inferior a 12.000 euros.

⁷²³ Sobre el principio de personalidad de las sanciones administrativas puede consultarse la SAN, Sala de lo Contencioso-administrativo, Sección 6ª, del 25 de mayo de 2010, Recurso núm.: 398/2009, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, decisión por la cual se expresa que una persona jurídica actual, resultante de una fusión entre sociedades preexistentes, no puede ser sancionada si los hechos que constituyen la infracción se cometen antes de la fusión. Adicionalmente, para sancionar administrativamente a las personas jurídicas se exige una «mínima relación entre la actividad de quienes actúan en su nombre y la actividad formalmente atribuida o atribuible a la propia persona jurídica, incluso si aquélla se ha desarrollado sin órdenes expresas al respecto. De modo que la sociedad habrá de responder administrativamente por la conducta ilícita realizada por sus administradores o agentes, de cuya actuación se constituye en garante frente a terceros, también en el plano sancionador y bastará para ello la tolerancia o la pasividad frente a la ejecución de las conductas infractoras que se lleven a cabo en el ámbito societario.» Lo anterior sin que importe «el desconocimiento de dichas conductas incluso por un órgano colectivo de administración (las resoluciones objeto de este litigio destacaban que en ninguna de las reuniones del Consejo de Administración de «Ibercorp Bolsa» se acordó la intervención bursátil por la que ésta resulta sancionada) no exime de responsabilidad a la persona jurídica cuando, como aquí ocurre, los hechos ilícitos se ejecutan por los propios administradores, fácilmente pueden ser conocidos y constituyen una parte importante de la propia actividad de la empresa, hasta el punto de que incluso se traducen en participaciones del capital social de otra entidad.» Vid. STS, Sala Tercera, de

Finalmente, el Art. 106 ter. de la LMV exige que al imponer una sanción, las autoridades competentes tengan en cuenta los criterios de proporcionalidad del Art. 131.3 de la L. 30/1992, de 26 de noviembre, y – entre muchos otros –, los siguientes factores: a) La naturaleza y entidad de la infracción. b) La gravedad y naturaleza del peligro ocasionado o del perjuicio causado. c) Las ganancias obtenidas. d) Si hubo riesgo sistémico. e) Si hubo reparación o no. f) El grado de colaboración con la CNMV. g) El grado de responsabilidad en los hechos. h) La conducta anterior desplegada por el infractor (si hay reincidencia). i) La existencia de intencionalidad, etc.

Grosso modo, en el tema de sanciones,⁷²⁴ puede decirse que la LMV es mucho más rigurosa – aunque todavía conservadora respecto de otras legislaciones – a la hora de imponer sanciones pecuniarias. Sin embargo, es innegable que, dadas las exigencias de armonización comunitarias, el legislador español se ha empleado más a fondo, sobre todo, con el abuso de información privilegiada, mucho más si una infracción tiene el sello «*made in*» en el mercado financiero, es decir, si proviene de las entidades y de los agentes que intervienen en el mercado de valores.⁷²⁵

Hasta aquí lo que tiene que ver con el régimen administrativo⁷²⁶-mercantil del abuso de mercado en España, aclarando que según el Art. 96 de la LMV, el ejercicio de la potestad sancionadora de la Administración está subordinado a la autoridad judicial. Esto se traduce en la obligación de suspender todos los procedimientos administrativos correspondientes hasta que exista un pronunciamiento en firme por parte de la autoridad judicial. De todas maneras, si luego se reanuda un expediente sancionador, deberá estarse a los efectos de la cosa juzgada que puedan emanar de la decisión judicial.⁷²⁷

2.2.2. El abuso de mercado y el derecho penal.

lo Contencioso-administrativo, Sección 3ª, del 10 de marzo de 2003, Recurso núm.: 9711/1997, Ponente: Manuel Campos Sánchez-Bordona.

⁷²⁴ Aunque formalmente se han endurecido las sanciones administrativas, en la práctica pocas subsisten, es decir, pocas quedan en firme ante la jurisdicción de lo contencioso administrativo, o son notablemente reducidas. Vid. HERNÁNDEZ SAÍNZ, E. (2007), p. 79

⁷²⁵ Para apreciar la independencia de las infracciones y, por lo tanto, de las sanciones respectivas, debe evaluarse la relación de instrumentalidad entre las prácticas constitutivas de la infracción – aunque exista unidad de realización –. Lo antecedente en orden a impedir la vulneración del principio *non bis in idem*. Vid. STS, Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sección 3ª, del 10 de marzo de 2003, Recurso núm.: 9711/1997, Ponente: Manuel Campos Sánchez-Bordona. Como asunto al margen de la anterior reflexión, deviene interesante citar la STS, Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sección 4ª, del 19 de abril de 2011, Recurso de casación núm.: 5756/2006, Ponente: Segundo Menéndez Pérez, que desestimó el recurso interpuesto por el presidente de Puleva Biotech, S.A., quien alegaba responsabilidad administrativa de la CNMV, por haber publicado una nota de prensa en su página Web, de la que se derivó una caída de la acción de la compañía. El Tribunal determinó que no se acreditó relación de causalidad alguna porque el actuar de la CNMV no fue antijurídico y el precio de la acción de Puleva ya había iniciado una línea de descenso tres meses antes de la publicación de nota referida.

⁷²⁶ Vid. ENTRENA RUIZ, D. (2006); GUITARD MARÍN, J. (2007), en URÍA FERNÁNDEZ, F. (Coord.), pp. 301-356; entre otros.

⁷²⁷ En la STS, Sala de lo Contencioso-administrativo, Sección 3ª, del 29 de mayo de 2003, Recurso núm.:6376/1998, Ponente: Manuel Campos Sánchez-Bordona (caso Afisa) y en la STS, Sala Segunda, de lo Penal, del 30 de abril de 2003, Recurso núm.: 4145/2000, Ponente: Carlos Granados Pérez, entre otras, se hacen algunos razonamientos sobre el Art. 96 de la LMV merecedoras de lectura en cuanto examinan, a partir de un caso concreto, si hubo o no violación de dicha norma y del principio *non bis in idem*.

Por lo que toca a la esfera criminal, se efectuará un tratamiento poco profundo del régimen de sanciones que prevé, ya que un examen pormenorizado de las figuras que incorporan el denominado abuso de mercado en sede penal, no constituye el objeto de este escrito. Por consiguiente, el análisis subsiguiente se circunscribirá a conocer cómo se configuran los fenómenos de abuso de información privilegiada y de manipulación del mercado, de forma general, desde la óptica criminal, sin entrar en reflexiones y consideraciones muy profundas o técnicas propias de la perspectiva de los expertos en materia penal.⁷²⁸

Un tipo específico para el abuso de información privilegiada fue proveído por la Ley Orgánica 9/1991, de 22 de marzo (derogada)⁷²⁹, que modificó los artículos 367, 368 y 390 del Código Penal vigente de la época. Ese estatuto penal contemplaba, antes de la modificación de 1991, la violación de secretos por parte de los funcionarios en los términos que se explicarán a continuación.

De conformidad con el Art. 367, un funcionario no podía revelar los secretos de los que tuviera conocimiento por razón de su oficio, ni entregar indebidamente papeles que estuvieran a su cargo (o copia de los mismos), que no debieran ser publicados. Si lo hacía, el infractor incurriría en penas de suspensión y multa, sanciones que – eventualmente – podrían convertirse en prisión e inhabilitación especial, si de la revelación o de la entrega de esos papeles resultare grave daño para la causa pública o para un tercero.

Adicionalmente, según el Art. 368, también se sancionaba al funcionario público que sabiendo, por razón de su cargo, los secretos de un particular, los revelara, incurriendo así en penas de arresto, suspensión y multa.

Con la modificación de 1991, se sancionó con penas de suspensión y multa al funcionario público o a la autoridad que revele secretos o cualquier información que conozca por razón de su oficio o cargo y que no deban ser divulgados; agravando la pena en el mismo sentido que el anterior Art. 367, cuando hubiere daño grave para la causa pública o para un tercero, y cuando se tratase de los secretos de un particular.

Como podrá advertirse, la especialidad de los mercados financieros bien merecía un esfuerzo regulador mayor que, sin embargo, comenzó con algunas limitaciones, pues, aún estaba relacionado estrechamente con la actuación por parte de funcionarios públicos o autoridades.

⁷²⁸ Vid. QUINTERO OLIVARES, G. (2004), pp. 285-310

⁷²⁹ Esta ley modifica el texto refundido del Código Penal aprobado por el Decreto 3096/1973, de 14 de septiembre.

Así pues, el Art. 368 de la Ley Orgánica 9 de 1991 introdujo un tipo especial que consistía en la utilización de secretos por parte de un funcionario público o una autoridad – recordemos que de la revelación se ocupaba el Art. 367 –, que hubieran llegado a su conocimiento por razón de su oficio o cargo, o de una información privilegiada, obteniendo un beneficio económico⁷³⁰ para sí o para un tercero. La pena era la inhabilitación especial y multa por el importe del valor del beneficio obtenido o facilitado (agravándose si resultare grave daño para la causa pública o para un tercero).⁷³¹

Como podrá intuirse, el interés fundamental a proteger era la rectitud de los funcionarios públicos en ejercicio de sus cargos y no podría aseverarse, sin forzar demasiado las normas penales, que se estaba protegiendo al mercado de valores, pues, ni siquiera se exigía al funcionario que utilizara esa información en los mercados financieros.

Es más, una interpretación que pretendiera cubrir una evidente laguna, y que se valiera solamente del Art. 368 para evitar el uso indebido de información privilegiada en los mercados de valores, socavaría de manera patente los principios de legalidad y de seguridad jurídica, pero en gracia de discusión, representó un pequeño avance.

Inclusive, estas normas – dedicadas a castigar la revelación y el uso de secretos e información privilegiada por parte de los funcionarios públicos – son, hoy por hoy, los artículos 417, 418⁷³² y 442⁷³³, y complementan el régimen del abuso de mercado.

Sin perjuicio de lo dicho, la verdadera innovación la trajo la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, que se consolidó como el Código Penal actualmente vigente. En la sección

⁷³⁰ «La tutela del funcionamiento regular del mercado de valores y la confianza del inversor no tiene que ver tanto con el lucro del que actúa en él irregularmente cuanto la desconfianza que produce que determinadas personas puedan operar con una posición de privilegio. El monto del lucro puede ser criterio para graduar la responsabilidad en cuanto denota un mayor desvalor de acción (por ello el beneficio de notoria importancia es un tipo agravado), pero no es criterio que debe fundamentar en exclusiva el injusto penal.» Vid. CHOCLAN MONTALVO, J. A. (2003), s.p.

⁷³¹ Vid. MUÑOZ CONDE, F. (2010), p. 523.

⁷³² Art. 417: «1. La autoridad o funcionario público que revelare secretos o informaciones de los que tenga conocimiento por razón de su oficio o cargo y que no deban ser divulgados, incurrirá en la pena de multa de doce a dieciocho meses e inhabilitación especial para empleo o cargo público por tiempo de uno a tres años. Si de la revelación a que se refiere el párrafo anterior resultara grave daño para la causa pública o para tercero, la pena será de prisión de uno a tres años, e inhabilitación especial para empleo o cargo público por tiempo de tres a cinco años. 2. Si se tratara de secretos de un particular, las penas serán las de prisión de dos a cuatro años, multa de doce a dieciocho meses, y suspensión de empleo o cargo público por tiempo de uno a tres años.» Y el Art. 418: «El particular que aprovechar para sí o para un tercero el secreto o la información privilegiada que obtuviere de un funcionario público o autoridad, será castigado con multa del tanto al triple del beneficio obtenido o facilitado. Si resultara grave daño para la causa pública o para tercero, la pena será de prisión de uno a seis años.»

⁷³³ Art. 442: «La autoridad o funcionario público que haga uso de un secreto del que tenga conocimiento por razón de su oficio o cargo, o de una información privilegiada, con ánimo de obtener un beneficio económico para sí o para un tercero, incurrirá en las penas de multa del tanto al triple del beneficio perseguido, obtenido o facilitado e inhabilitación especial para empleo o cargo público por tiempo de dos a cuatro años. Si obtuviere el beneficio perseguido se impondrán las penas en su mitad superior. Si resultara grave daño para la causa pública o para tercero, la pena será de prisión de uno a seis años, e inhabilitación especial para empleo o cargo público por tiempo de siete a diez años. A los efectos de este artículo, se entiende por información privilegiada toda información de carácter concreto que se tenga exclusivamente por razón del oficio o cargo público y que no haya sido notificada, publicada o divulgada.»

tercera, denominada “De los delitos relativos al mercado y a los consumidores”, correspondiente al Capítulo XI, se insertaron los artículos 285 y 286.⁷³⁴

2.2.2.1. La ley penal y el abuso de información privilegiada.

El Art. 285 del Código Penal español castigaba con prisión de hasta cuatro años y multa de hasta el triple del beneficio⁷³⁵ obtenido o favorecido, a quien – directa o indirectamente – hubiera usado información relevante para la cotización de cualquier clase de valor o instrumento negociable en un mercado organizado oficial, o la hubiera suministrado a otro; siempre que hubiere tenido acceso reservado a dicha información con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial y, obteniendo un beneficio económico (para sí o para un tercero) superior a setenta y cinco millones de pesetas, o causando un perjuicio de idéntica cantidad.

A tenor del Art. 286, las penas se agravaban si los infractores se dedicaban habitualmente (circunstancia personal, no comunicable a los partícipes) a estas prácticas abusivas, si el beneficio obtenido era de notoria importancia (circunstancia impersonal), o si se causaba grave daño⁷³⁶ a los intereses generales (circunstancia impersonal).⁷³⁷

Lo de “notoria importancia” o lo “del interés general” son conceptos jurídicos indeterminados a los que la ley penal no da una respuesta concreta, razón por la cual, la prueba del tipo agravado exigirá que en cada caso particular se proceda a demostrar una afectación o incidencia específica, por ejemplo, de los intereses generales, más allá de la que experimentan los bienes jurídicos protegidos mediante el tipo penal agravado.⁷³⁸

⁷³⁴ Vid. ARROYO ZAPATERO, L. A. (1995), pp. 45-61. Este autor reflexiona sobre los temas de prejudicialidad relacionados con el abuso de información privilegiada y los proyectos de Código Penal que contemplaban la figura, abogando por una intervención no penal en materia de *insider trading*.

⁷³⁵ Según HOPT, la jurisprudencia alemana proponía que la sanción (duplo o triple de las ganancias) fuera distribuida entre los reclamantes por un administrador mediante un procedimiento similar a los de insolvencia. Vid. HOPT, K. J. (1986), p. 389.

⁷³⁶ «Ello no obstante, parece oportuno añadir que la palabra «daño» no ha de ser entendida aquí en el sentido de efectiva lesión del bien jurídico, puesto que -según indiqué en su momento- éste nunca se puede ver lesionado por la práctica abusiva del insider por muy grave que ésta sea, sino en todo caso en el sentido de su puesta en peligro. Asimismo, entiendo que no tiene por qué tratarse de un daño económico, concebido como perjuicio cuantitativo determinado, sino que podrá ser valorado así en atención a las repercusiones negativas inmateriales que origine en el correcto funcionamiento del mercado de capitales. En otras palabras, el grave «daño» para los intereses generales debería ser interpretado en un sentido parecido al que se explicita en la letra e) del Art. 14.1 de la LMV, antes citada, o sea, atendiendo a su incidencia negativa en el funcionamiento del sistema financiero o de la economía nacional (de acuerdo también VALLE).» MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C. (2002), s.p.

⁷³⁷ Estas circunstancias fueron adheridas al Art. 285 en el año 2003 y constituyen un tipo cualificado cuya aplicación se da con tan sólo la ocurrencia de alguna de ellas. Vid. AA. VV. (2010) en GÓMEZ TOMILLO, M. (Dir.), p. 1105.

⁷³⁸ Un análisis interesante sobre este punto, que finalmente descarta la existencia de agravación, puede consultarse en la decisión del caso Tabacalera. «Y prueba de que las cosas son como se está poniendo de manifiesto es que por aplicación del principio de tipicidad a que antes se ha hecho mención, por el que se proscribe la analogía en la interpretación de la ley penal, la interpretación de un concepto jurídico indeterminado nunca podrá ser analógica y siempre habrá de ser restrictiva...9. Para interpretar correctamente el Tribunal los conceptos jurídicos indeterminados ha de efectuar una interpretación restrictiva que no pueda ir en perjuicio de reo y que ha de seguir dos pautas esenciales: procesar información y ponderar valores...Consecuencia de todo lo expuesto es que en este proceso de interpretación seguido por el Tribunal se ha llegado a la conclusión de que las acciones que desarrollaron los acusados tal y como se expusieron en el relato de hechos probados, no han podido constituir un grave daño a los intereses generales- que hubiera podido afectar bien a la

Una reforma posterior, del año 2003⁷³⁹, modificó los artículos 285 y 286, integrándolos en una sola norma, un nuevo Art. 285. Esta disposición normativa es, esencialmente, una copia de los artículos reseñados, con la salvedad de que ya no se habla de 75 millones de pesetas, sino de 600.000 euros, y por el hecho de introducir la pena de inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de hasta cinco años.

Consiguientemente, el Art. 285 sanciona un uso de información relevante que viola un deber de lealtad o fidelidad, porque a dicha información se tuvo acceso por una actividad profesional o empresarial, de ahí que se haya introducido una pena de inhabilitación para el ejercicio de dicha actividad. Como se intuirá, una redacción así reduce mucho el alcance de la prohibición del abuso de información privilegiada.

Resulta curioso que la norma que trata el abuso de información privilegiada en los mercados, esto es, el Art. 285 del actual Código Penal, no se pronuncia – en estricto sentido – sobre la información privilegiada sino acerca de la información relevante a la que se tuvo acceso reservado. En cambio, el Art. 442, relativo a los funcionarios públicos, sí menciona expresamente el término “información privilegiada” y lo define como «toda información de carácter concreto que se tenga exclusivamente por razón del oficio o cargo público y que no haya sido notificada, publicada o divulgada».

De todas maneras hay que entender que esa información relevante a la que se tuvo acceso reservado es información privilegiada. Así el legislador no lo haya dicho expresamente, se estaba refiriendo a este tipo de información, lo que pasa es que lo hizo a través de otras palabras. Claro, esta interpretación se aconseja para lograr un mayor efecto útil de la prohibición, pues una información privilegiada, en esencia, es la que todavía no es pública; en cambio, la información relevante puede haberse publicado porque, según la LMV, existe la obligación de hacerlo.

Surgen muchas preguntas en relación con el régimen penal del abuso de información privilegiada, por ejemplo: ¿Qué entiende el Código Penal por usar⁷⁴⁰ información? ¿Implica solamente negociar y comunicar? ¿El suministro de información conlleva su comunicación y/o recomendación⁷⁴¹? La doctrina penal se ha pronunciado afirmativamente, es decir, dentro del

sociedad bien al mercado- que hubiera podido ir más allá del bien jurídico protegido.» Vid. SAP de Madrid, Sección 17ª, del 17 de julio de 2009, Proc. núm.: 25/2008, Ponente: José L. Sánchez Trujillano.

⁷³⁹ Vid. Ley Orgánica 15/2003, de 25 de noviembre, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.

⁷⁴⁰ Sobre qué puede entenderse como uso de información privilegiada; sus diferencias con el abuso y la explotación; qué conductas son típicamente relevantes a la luz de la Ley penal y la LMV, sobre todo, cuando ésta última excluye, según el Art. 36.2 a las operaciones onerosas no contempladas en el primer apartado (Art. 36.1) y a las lucrativas; entre otras cuestiones, puede consultarse a: VEGA GUTIÉRREZ, Z. (2011), s.p.

⁷⁴¹ «Por el contrario, la doctrina mayoritaria niega la tipicidad de las simples recomendaciones, siempre que no se dé a conocer el contenido de la información privilegiada al receptor del consejo (98)... En España, por su parte, se ha defendido de lege lata el castigo de algunos supuestos de recomendación a través de la modalidad típica del uso. En este sentido,

uso hay que tener en cuenta las tres conductas básicas de utilización de la información privilegiada previstas por la LMV: la negociación, la comunicación y la recomendación.

Si se ha dado una orden previa de operar en cierto sentido, y al conocer la información privilegiada se confirma que esa orden es adecuada, actuándose de conformidad con ella, esto es, confirmándola, ¿habrá *insider trading*? Supongamos que lo conveniente es no negociar, ¿el concepto de uso de información privilegiada incluye la no negociación?

¿Podrá exigirse a un iniciado que no modifique o cancele una operación que lo perjudicará? Al modificar o cancelar la operación, el iniciado estará incurriendo en cierta actividad, en una operación, un uso activo, ¿será esto un uso punible?

El objetivo de la prohibición es sancionar el uso activo de la información privilegiada, descartando la no negociación. Por ello, al iniciado se le imponen deberes de abstención y de divulgación, pero no deberes de negociar, aunque sepa que resultará perjudicado. Así las cosas, sería muy exagerado exigir que ejecute o mantenga la orden emitida de realizar una transacción; sin embargo, el tema es aún discutible.

¿Y si el iniciado confirma la orden en los términos iniciales o adiciona otros términos? En el primer caso será difícil castigar al iniciado, la dificultad probatoria es mayúscula porque no hay conexión entre la información privilegiada y la orden inicial, pero probar conexión entre la información privilegiada y la confirmación, será casi imposible. En el segundo evento, la adición de otros términos sí sería considerada un uso activo porque tales términos estarían conectados con el conocimiento de la información privilegiada.

¿Qué es información relevante para la cotización? ¿Se deberá recurrir para precisar este concepto, y otros tantos, a las normas mercantiles y administrativas que regulan el mercado de valores? ¿Qué pasa con los códigos de conducta, podrían complementar a las normas penales sobre abuso de mercado?

Efectivamente, sin abandonar el examen riguroso de la tipicidad penal, habrá que tener muy presente a la LMV, normativa que incorporó la DAM, y que es, a nivel estatal, la regulación guía o de referencia sobre el abuso de mercado. Sin embargo, en el caso de los códigos de conducta, estos no son fuente del derecho aunque desarrollen la ley o la misma

Prietodel Pino sugiere apreciar un delito consumado de uso de información privilegiada, cuando el iniciado primario actúa como autor mediato al procurar que el receptor no iniciado efectúe operaciones a partir de su consejo, v. gr., el padre iniciado que recomienda a su hijo que adquiera valores de una compañía, haciéndole creer que su consejo se basa en informaciones públicas relativas a la buenamarcha del negocio (103).» Vid. VEGA GUTIÉRREZ, Z. (2011), s.p.

DAM; consecuentemente, no son derecho positivo sobre el cual pueda apoyarse la normativa penal anti-abuso de mercado.⁷⁴²

¿Si la LMV excluye de su ámbito, según el Art. 36.2, a las operaciones lucrativas, podría perseguirse al donatario de instrumentos financieros cuando la donación, prevalida de información privilegiada, lo ha beneficiado económicamente? ¿Se incluirá el *front running* dentro de la prohibición aunque la norma penal no diga nada al respecto?

Desde una interpretación circunscrita a lo teleológico, no pareciera lógico excluir las situaciones descritas, teniendo en cuenta que ponen en igual peligro a los bienes jurídicos protegidos penalmente, y que el fin de la normativa anti-abuso de información privilegiada es evitar que alguien – a través de cualquier práctica no aceptada por el mercado –, se beneficie o beneficie a otros, utilizando este tipo de información. Sin embargo, esta interpretación podrá ser objeto de críticas y reparos por parte de los expertos en materia criminal, en cuanto a un eventual quebrantamiento del principio de legalidad.

¿Qué pasa con otros valores o instrumentos negociables en sistemas de negociación que no reciben estrictamente la denominación de mercados organizados u oficiales? ¿Podría alcanzarse a los mercados no regulados? En un futuro no muy lejano, debido a la derogación de la DAM, se abrirán muchos frentes en cuanto a los mercados o sistemas de negociación que antes estaban vedados para el régimen de abuso de mercado, pero, por ahora, la cuestión es muy discutible.

¿Qué ocurre con el *insider non trading*, es decir, cuando el iniciado no realiza la operación que tenía prevista? ¿El Art. 285 cubre las tentativas? ¿Se exige tanto en el uso como en el suministro,⁷⁴³ de un resultado concreto, ya sea de un beneficio o de un perjuicio?

Si no se alcanzan los umbrales, por ejemplo, el de 600.000 euros,⁷⁴⁴ ¿habrá impunidad por muy grave que sean las infracciones? No sería lo deseable, el texto de la ley, o por lo menos algunas interpretaciones sobre el mismo, parecieran apartarse del sentido de la prohibición del *insider trading*, pues un resultado así (de impunidad si no se alcanza el umbral) restaría eficacia a la regulación del abuso de mercado por la vía penal.

⁷⁴² Vid. RUÍZ RODRÍGUEZ, L. R. (2002), s.p.

⁷⁴³ «En definitiva, hay que tener en cuenta que de lege lata la conducta del suministro solo será punible si el adquirente o receptor de la información la utiliza en operaciones bursátiles propias, procurándose un beneficio superior a 600.000 euros o causando un perjuicio de idéntica suma, pues en caso contrario, el suministro de información — gratuito u oneroso— sería atípico (92) . A esta exigencia derivada del principio de taxatividad, hay quienes añaden —como requisito para la tipicidad del suministro— el conocimiento del origen privilegiado de la información por parte del sujeto al que se le transmite (93).» Vid. VEGA GUTIÉRREZ, Z. (2011), s.p.

⁷⁴⁴ «Tampoco existe obstáculo para superar la cifra típica mediante la suma del beneficio propio obtenido y el conseguido para un tercero, cuestión ésta pacífica en la doctrina. Resulta igualmente claro que el precepto no castiga la venta de información ni considera, por tanto, incluido en el beneficio la compensación económica que un tercero eventualmente pueda entregar al insider a cambio de la información facilitada.» Vid. LUZÓN CÁNOVAS, A. (2005), s.p.

Podríamos preguntarnos si el derecho penal intervendría o no en los casos en que pese a no darse un resultado la conducta es grave, ya sea, entre otras cosas, por la calidad del sujeto infractor o por el riesgo asumido. Del texto no pareciera derivarse la idea de la intervención penal, pero si se tiene en cuenta que el *insider trading* ocasiona un daño a un bien jurídico colectivo,⁷⁴⁵ la intervención penal debería imponerse también en estos casos.

¿Qué pasa con los iniciados secundarios, es decir, a los que se les suministra la información, serán sancionados o no? ¿Por qué no son mencionados? Desafortunadamente, la norma penal sólo sanciona a los iniciados primarios, aquellos que tienen un vínculo estrecho con la información y la conocen con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial. De este modo, la conducta de los demás iniciados, aunque obtengan un beneficio, será atípica, siempre que no conozcan el carácter privilegiado de la información.

La ley penal actual tal como está estructurada deja muchas dudas, por ejemplo, sobre la ubicación del *scalping*,⁷⁴⁶ es decir, si podemos encuadrarlo en el delito de abuso de información privilegiada o en la manipulación informativa. Tampoco queda muy claro cómo respondería el derecho penal cuando alguien simula que debido a su posición tiene información privilegiada, y aparenta que opera con apoyo en ella, ¿sería culpable por *insider trading* o por manipulación? Es posible que exista un vacío legal respecto de la simulación de operar con información privilegiada, puesto que, en realidad, no se está utilizando esta clase de información y, por tanto, no hay abuso de la misma. Además, si en esta simulación tampoco se difunden noticias falsas, es discutible hablar de manipulación.

Si por pretender flexibilidad, la redacción de la norma penal fuera muy general, de manera que todo lo contuviera y sin que se vinculara adecuadamente con la protección de los bienes jurídicos en juego, es claro que se desnaturalizaría el sentido de la intervención estatal mediante un instrumento de *ultima ratio*, como lo es el derecho penal. Tampoco hace ningún bien una exagerada precisión o detalle, que impida que la norma penal resista, técnicamente, al paso del tiempo y se adapte a la evolución de un determinado ámbito como el financiero.

⁷⁴⁵ «... se puede establecer con cierto grado de generalización que el bien jurídico protegido general se encuentra definido en el Art. 38 Constitución (LA LEY 2500/1978) Española (CE), cuando establece, dentro de los derechos y deberes, la libertad de empresa en el marco de la economía de mercado, y, asimismo, obliga a los poderes públicos a que garanticen y protejan su ejercicio... Así, en los delitos de descubrimiento y relevación de secretos de empresa (Arts. 278 a 280 CP), se trata de proteger la competencia leal entre las empresas; en los delitos de desabastecimiento (Art. 281 CP), publicidad engañosa (Art. 282CP) y facturación fraudulenta (Art. 283), se protegen los intereses económicos de los trabajadores; en el tipo de las maquinaciones para alterar los precios (desabastecimiento con este fin del Art. 281 y el Art. 284), se protege la transparencia en el mercado en cuanto a la fijación de los mismos; y, por último, el funcionamiento y esencia de los mercados de valores en el delito de abuso de información privilegiada del Art. 285.» Vid. LÓPEZ Y LÓPEZ, E. (2010), s.p.

⁷⁴⁶ Analizando la regulación penal española, el *scalping* sería manipulación y no *insider trading*. Empero, en Alemania, el caso en contra de *Sascha Alfred Opel* (un jefe de redacción de una revista de inversión) fue decidido por el Tribunal de *Stuttgart* como *insider trading*. «Por otro lado, la posible consideración del *Scalping* como manipulación de precios del Art. 284 CP (LA LEY 3996/1995) también podría encontrar una limitación importante si admitimos que, desde una perspectiva victimodogmática, la aplicación del principio de autorresponsabilidad de la víctima restringe la punibilidad del Scalper, ya que éste se limita simplemente a emitir una recomendación que puede o no ser adoptada libremente por el inversor. Podría admitirse que el Scalper «engaña» sobre el interés declarativo de su intención pero, al no tener la recomendación un carácter vinculante, opera la plena libertad de disposición de la propia víctima.» Vid. VEGA GUTIÉRREZ, Z. (2011), www.laleydigital.es.

Lamentablemente, la norma penal todavía es muy imprecisa, parece que en materia de abuso de información privilegiada no tiene claridad sobre cuál es el interés a proteger y muy tangencialmente, como también lo hacen las normas mercantiles y administrativas, vela por el inversor. No obstante que la norma no concede muchas satisfacciones en cuanto a la técnica legislativa, es verdad que rinde de una forma más o menos aceptable porque, en gran parte, recibe el auxilio de la doctrina y de los tribunales.

2.2.2.2. La ley penal y la manipulación del mercado de valores.

En otro orden de ideas, en lo relativo a la manipulación de los mercados, desde 1848,⁷⁴⁷ el Código Penal (Libro II, Título XIV, Capítulo V) contaba con un artículo (el 451) que castigaba con penas de arresto mayor y multa de hasta mil duros, a quien consiguieran alterar los precios naturales que resultarían de la libre concurrencia en las mercancías, acciones, rentas públicas o privadas, o cualesquiera otras cosas que fueren objeto de contratación, esparciendo falsos rumores, o usando cualquier otro artificio.⁷⁴⁸

Luego de continuas modificaciones legislativas (que no se reseñarán por ser más lejanas en el tiempo y por no alterar significativamente el asunto en examen), la norma se convierte, según el texto refundido de 1973, en el Art. 540⁷⁴⁹ comprendido dentro del capítulo V del Código Penal (“De las maquinaciones para alterar el precio de las cosas”) que castigaba con penas de presidio y multa a quienes difundieran noticias falsas o tendenciosas, emplearan violencia, amenaza o engaño, o usaran cualquier otra maquinación para intentar alterar los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia de productos, mercancías, monedas, títulos o valores, o cualesquiera otras cosas, muebles o inmuebles, que fueran objeto de contratación.⁷⁵⁰

Asimismo, el Art. 574 sancionaba con penas de arresto y multa a quienes esparcieran falsos rumores, o usaren cualquier otro artificio ilícito para alterar el precio natural de las cosas; o a quienes infringieran las reglas de policía dirigidas a asegurar el abastecimiento de las poblaciones.

Repárese en que las normas anteriores a este texto refundido, castigaban a quien consiguiera efectivamente alterar el precio de las cosas, mientras que, con ocasión de las

⁷⁴⁷ El Art. 557 del Código Penal español de 1870 reproduce el Art. 451 del Código de 1848, agravando las sanciones.

⁷⁴⁸ Art. 452: «Cuando el fraude expresado en el artículo anterior recayere sobre mantenimientos u otros objetos de primera necesidad, además de las penas señaladas en el mismo, se impondrá la del comiso de los géneros que fueren objeto del fraude. Para la imposición de estas penas bastará que la coligación haya comenzado a ejecutarse.»

⁷⁴⁹ Vid. el Decreto 3096/1973, de 14 de septiembre.

⁷⁵⁰ El Art. 541 agravaba las sanciones, así: «Se impondrán las penas señaladas en el artículo anterior, en su grado máximo: 1.º Cuando, cualquiera que fuera la forma de determinación del precio, las conductas previstas en él recayeren sobre sustancias alimenticias, medicamentos, viviendas u otros objetos de primera necesidad. 2.º Cuando se haya perpetrado el delito con abuso de la condición de beneficiario de alguna concesión, subvención o protección pública.»

reformas legislativas, adquirió mayor relevancia y autonomía sancionar a quien intentare alterar esos precios.

Posteriormente, la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, mediante el Art. 284 se ocupó del asunto, castigando con pena de prisión de hasta dos años y multa, a quienes difundieran noticias falsas (ya no se habla de tendenciosas), emplearen violencia, amenaza o engaño (se omite la referencia a “cualquier otra maquinación”) o utilizaren información privilegiada (esto es una novedad), para intentar alterar los precios que habrían de resultar de la libre concurrencia de productos, mercancías, títulos valores, servicios (otra novedad) o cualesquiera otras cosas muebles o inmuebles que sean objeto de contratación.

Hasta el texto refundido de 1973, el delito contenido en el Art. 540 se ubicaba bajo el título de los delitos contra la propiedad, pero a partir de 1995, su equivalente, el Art. 284, se ubicó bajo el título XIII, dedicado a los delitos contra el patrimonio y contra el orden socioeconómico.

Lo antecedente tiene gran trascendencia porque implicó el reconocimiento del carácter colectivo⁷⁵¹ del bien jurídico protegido que podría afectarse a través de las conductas descritas, sin desconocer que el patrimonio individual también podría resultar comprometido⁷⁵².

Como puede advertirse, antes, el Art. 284 era mucho más general, recuérdese que las normas penales no estaban diseñadas para emplearse, de manera específica, a los mercados financieros, que no estaban tan desarrollados en España como en otros Estados miembros. Esta relativa insuficiencia no significó, en términos de aplicación, inconvenientes infranqueables, aunque sí innumerables divergencias interpretativas.

Ulteriormente, la Ley Orgánica 5/2010⁷⁵³, de 22 de junio, por la que se modificó el Código Penal, y se incorporó la DAM al derecho nacional, trajo consigo cambios en la

⁷⁵¹ Algunos opinan que el bien jurídico no es colectivo, lo que en realidad se afectan son las personas o las empresas, es decir, las conductas prohibidas van en contra de patrimonios individuales y, consiguientemente, constituyen un delito PLURIOFENSIVO que no debería ubicarse en el título dedicado a los delitos contra el mercado. Vid. QUERALT JIMÉNEZ, J. J. (2010), p. 785.

⁷⁵² «Los delitos contra el **libre mercado** o contra la libertad de competencia se destinan predominantemente a garantizar la propia existencia del libre mercado y de la competencia, concebidos como condición esencial para el funcionamiento de la economía de mercado: aquí se incluirían indudablemente los delitos de los Arts. 284 y 285. Los genuinos delitos socioeconómicos **contra los consumidores** se dirigen a preservar auténticos intereses difusos de los consumidores y, en concreto, vulneran predominantemente el interés de este grupo colectivo en el orden del mercado, configurado como un bien jurídico «espiritualizado» o «institucionalizado» de índole colectiva, de la misma naturaleza *dogmática* que la seguridad del tráfico, la seguridad colectiva o la salud pública (Vid. MARTÍNEZ-BUJÁN, PUENTE ABA). De conformidad con esta caracterización, habría que situar aquí los delitos de los Arts. 282, 283 y, con matices, el delito del Art. 281.» Vid. AA. VV. (2010) en VIVES ANTÓN, s.p.

⁷⁵³ Puede consultarse sobre esta reforma a: MUÑOZ CONDE, F. (2010); AA. VV. (2010) en GÓMEZ TOMILLO, M. (Dir.); AA. VV. (2010) en QUINTERO OLIVARES, G. (Dir.); AA. VV. (2010) en GÓMEZ RIVERO, M^a (Coord.); AA. VV. (2010) en VIVES ANTÓN; SILVA SÁNCHEZ, J. M. (2010); AA. VV. (2010) en ÁLVAREZ GARCÍA, F. J. / GONZÁLEZ CUSSAC J. L. (Dirs.); y, SERRANO GÓMEZ A. / SERRANO MAÍLLO, A. (2010).

redacción del Art. 284, castigando con penas de prisión de hasta dos años, multa de hasta veinticuatro meses y, en todo caso, inhabilitación de hasta dos años para intervenir en el mercado financiero, a quienes actuaran de la siguiente forma (se reproduce casi textualmente):

Primero, a quienes emplearan violencia⁷⁵⁴, amenaza o engaño, para intentar alterar los precios que hubieren de resultar de la libre concurrencia de productos, mercancías, títulos valores o instrumentos financieros, servicios o cualesquiera otras cosas muebles o inmuebles que sean objeto de contratación.

Segundo, a quienes difundieran noticias o rumores, por sí o a través de un medio de comunicación, sobre personas o empresas en que, a sabiendas, se ofrecieran datos económicos total o parcialmente falsos para alterar o preservar el precio de cotización de un valor o instrumento financiero, obteniendo para sí o para tercero un beneficio económico superior a los 300.000 euros, o causando un perjuicio de idéntica cantidad.

Tercero, a quienes utilizaran información privilegiada, realizaran transacciones o dieran órdenes de operación susceptibles de proporcionar indicios engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio de los valores o instrumentos financieros, o se aseguraren utilizando la misma información, por sí o en concierto con otros, una posición dominante en el mercado de dichos valores o instrumentos con la finalidad de fijar sus precios en niveles anormales o artificiales.

Como se verá posteriormente, la definición del legislador penal aporta más confusión que claridad al concepto de la manipulación, pues además de mezclar la figura del *insider trading*, no delimita con precisión y claridad las conductas típicas de abuso de mercado, como si le bastara hablar de artificialidad, posición dominante, etc. sin ningún sentido o hilo conductor.

Adicionalmente, esta reforma de 2010, añadió el Art. 282 bis que tipifica la denominada «estafa de inversiones» o fraude de inversores⁷⁵⁵ para castigar hasta con prisión de 4 años a los administradores (de hecho o de derecho) de las sociedades emisoras de valores, que falseen⁷⁵⁶ la información económico-financiera de sus folletos de emisión⁷⁵⁷, o

⁷⁵⁴ Como los casos que de vez en cuando se ven en los telediarios, en los que se impide una descarga de mejillón o de otro producto para evitar que su precio baje.

⁷⁵⁵ MORALES GARCÍA M. examina en detalle la introducción en el Código Penal de este delito que, a primera vista es considerado por algunos como un delito específico con cierto rendimiento simbólico, fruto de la hiperespecificación del tipo penal. Vid. AA. VV. (2010) en QUINTERO OLIVARES, G. (Dir.), p. 231 y ss. También puede consultarse a: MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C. (2012).

⁷⁵⁶ Según MUÑOZ CONDE, son falsedades ideológicas que no entran en el ámbito de las falsedades documentales. Se requiere la consciencia de la falsedad de la información y el propósito (elemento subjetivo) de captar inversores o

las informaciones que deben publicar y divulgar, según la ley, sobre sus recursos, actividades y negocios presentes o futuros, para captar inversores/depositantes, colocar activos financieros u obtener financiación.

El Art. 282 bis es un híbrido muy confuso, al parecer se quería sancionar la no comunicación de hechos relevantes, las falsedades en los folletos de emisiones y las estafas de crédito. La mezcla es en realidad muy penosa, sobre todo, porque cuando se tienen directivas, como la DAM, que en general tiene una redacción sencilla y clara, una transposición como la del derecho penal español es una “chapuza” injustificada.

Con este Art. 282 bis se protegen intereses colectivos compuestos por la suma de intereses individuales, independientemente de que estos últimos resulten afectados. Se trata de un delito de peligro abstracto, no se necesita que se materialice un peligro concreto, con lo cual se adelanta la barrera de protección de los inversores/ahorradores. Mejor dicho, el derecho penal interviene antes de que éstos últimos puedan resultar perjudicados, pero de producirse un perjuicio, dicho elemento es una agravante⁷⁵⁸.

Este tipo penal, se diferencia de la estafa genérica en que no se exige que la falsedad sea idónea para generar un error, ni que ese error se materialice en un acto de disposición patrimonial.⁷⁵⁹

Llama la atención que el delito de estafa de inversores se limite a castigar a los administradores “de hecho o de derecho” (elemento extrapenal)⁷⁶⁰ de los emisores, pues, otros partícipes del mercado financiero –especialmente intermediado⁷⁶¹ – también pueden

depositantes, colocar activos u obtener financiación aunque, finalmente, no se tenga éxito. Vid. MUÑOZ CONDE, F. (2010), p. 515.

⁷⁵⁷ Por supuesto, información que sea relevante para asegurar la antijuridicidad material de la conducta.

⁷⁵⁸ El Art. 282 bis.2. expresa que: «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.» Lo de la notoria gravedad puede interpretarse en conjunción con el Art. 250.5. «1. El delito de estafa será castigado con las penas de prisión de un año a seis años y multa de seis a doce meses, cuando...5.º Cuando el valor de la defraudación supere los 50.000 euros.». PRAT WESTERLINDH piensa que la expresión “notoria gravedad” tiene en cuenta factores como la cuantía de la inversión, el número de inversores engañados, la trascendencia económica y social del daño producido, etc.; lo que no es exactamente lo mismo del Art. 250.4. que utiliza la expresión “especial gravedad”, refiriéndose a los criterios de la entidad del perjuicio y a la situación económica en que queda la víctima o su familia. Vid. PRAT WESTERLINDH, C. (2010), s.p.

⁷⁵⁹ En sentido contrario puede consultarse a: AA. VV. (2010) en GÓMEZ RIVERO, M^º (Coord.), p. 493. «Ello es así porque la tutela penal del mercado a través del sistema financiero requiere tipos penales que protejan adecuadamente la libertad de disposición de los sujetos económicos, y ello antes de que se produzca el perjuicio patrimonial, cuanto más se proteja la libertad de disposición frente al fraude más se confiará en el mercado financiero. La estafa tradicional basada en las relaciones bilaterales, y que solo podía castigarse como tentativa ante la inminente puesta en peligro del patrimonio de la víctima, no sirve para acometer este tipo de acciones.» Vid. LÓPEZ Y LÓPEZ, E. (2010), s.p.

⁷⁶⁰ Aunque el Código Penal no determina quiénes son administradores de hecho o de derecho, se entienden por tales a quienes «toman las 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 nombran a determinadas personas físicas para actuar en nombre de todos ellos, los consejeros delegados.». Vid. PRAT WESTERLINDH, C. (2010), s.p. Este autor hace un estudio interesante sobre la estafa de inversores como tipo penal en blanco, a la luz de la LMV y de la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

⁷⁶¹ Vid. SILVA SÁNCHEZ, J. M. (2010), p. 6.

captar o intentar captar dineros del público, mediante gran diversidad de conductas en las que el falseamiento de la información es apenas una, entre muchas tantas.

Si con el novedoso tipo penal se pretendía llegar hasta todos aquellos supuestos escandalosos⁷⁶² en los cuales los inversores resultaban defraudados, con la exigencia de un folleto de emisión se redujo su repercusión, ya que existen muchas emisiones que no precisan de un folleto en las condiciones de la LMV y sí que pueden tener la capacidad de originar fraudes masivos a los inversores.

De cualquier forma, habrá que mirar si puede aplicarse la cláusula general del Art. 282 bis relativa a las «informaciones que la sociedad debe publicar y difundir conforme a la legislación del mercado de valores», y aunque no haya folleto, buscar esa información (en la cual se suministren datos falsos) que la ley exija publicar y difundir. ¿Será la omisión de datos una conducta de falseamiento? Sí, siempre que la ley obligue a publicar o difundir esa información que precisamente fue omitida⁷⁶³.

2.2.2.3. Reflexión final sobre la ley penal y el abuso de mercado.

En términos generales, las características básicas de los delitos constitutivos de abuso de mercado son las siguientes: Por un lado, el Art. 285 tipifica el delito de abuso de información privilegiada y aunque, en principio, no exige un sujeto calificado, la redacción limita el sujeto activo a quienes hayan accedido a información privilegiada por razón de su actividad profesional o empresarial, en consecuencia, es un delito especial que limita mucho su alcance frente a un sujeto que no haya conseguido esa información mediante el ejercicio de dichas actividades.

Esa información debe referirse a valores o instrumentos negociados en mercados organizados u oficiales. Esto convierte el tipo penal en un tipo específico en el campo de los mercados financieros, cuya operatividad se restringe a todos aquellos mercados reconocidos

⁷⁶² Antes de este tipo penal específico se acudía a otros tipos penales como el de la estafa, la falsedad en documento mercantil o la apropiación indebida. En el caso Gescartera se aplicó el tipo de la falsedad mencionado y el de la apropiación indebida. Se descartó la estafa porque el dolo no fue previo a la celebración de los negocios civiles. Vid. la SAN, Sala de lo Penal, Sección 4ª, del 25 de marzo de 2008, Proc. 12/2006, Ponente: Juan F. Martel Rivero. Del caso Gescartera también se ocupa la STS, Sala Segunda de lo Penal, del 13 de octubre de 2009, Recurso núm.: 10773/2008, Ponente: Perfecto A. Andrés Ibáñez: «..En el caso de autos no procede la incriminación de los acusados por la comisión de un delito de estafa, por cuanto de lo actuado se infiere que el designio de sus acciones no era el engaño típico esencial en la estafa, sino la distracción de dinero y de títulos-valores suplantando la confianza de las personas que los aportaron para producir rendimientos económicos, que es la característica que distingue a la apropiación indebida.» Otro escándalo importante fue el de Banesto, puede consultarse la SAN, Sala de lo Penal, Sección 1ª, del 31 de marzo de 2000, Recurso núm.: 8/1997, Ponente: José A. Choclán Montalvo.

⁷⁶³ «...no comunicar un hecho cuando se tiene obligación de hacerlo es en realidad una comunicación: la de que ese hecho no ha ocurrido. De este modo y a través de la teoría de las acciones concluyentes, que se estudian en el delito de estafa, puede afirmarse que el silencio en este caso constituye una afirmación activa falsa.» Vid. AA. VV. (2010) en GÓMEZ RIVERO, Mª (Coord.), p. 491.

por las autoridades competentes, hecho que le resta flexibilidad para adaptarse a mercados o sistemas de negociación que no hayan sido oficialmente aprobados.

Las acciones que se prohíben son las de usar personalmente la información (comisión por acción) y la de suministrarla⁷⁶⁴ a otro (tanto por activa como por pasiva – dejar que otro tenga acceso a la información –). El delito no es punible si no se obtienen unas ganancias de 600.000 euros, lo que algunos autores han interpretado como una condición objetiva de punibilidad⁷⁶⁵ que, ciertamente, mina la potestad estatal de perseguir estas conductas por muy graves que sean, mientras no se obtengan tales ganancias y se prueben, lo que es bastante difícil.

Es más, si el resultado típico contempla la obtención de los beneficios por dicho monto, ¿cómo se procedería ante los casos de tentativa? Si el monto hace parte del injusto, ¿de no alcanzarse se excluiría a la tentativa? La verdad, no tendría sentido que el beneficio hiciera parte del injusto, sino, por el contrario, que fuera visto como una condición objetiva de punibilidad, pero aún en este supuesto, ¿cómo demuestro que hubo tentativa y que hubiera sido posible llegar hasta ese monto, cuando luego no se alcanza? ¿Cómo se llega a determinar la tentativa en este evento?

Entonces, ¿lo que no alcance ese límite de 600.000 euros⁷⁶⁶ podría ser considerado como tentativa? ¿No habrá delito penal de no alcanzarse esa cantidad a título de beneficio o perjuicio?⁷⁶⁷ ¿Cómo se prueba la evitación de un perjuicio? De un análisis de la letra de la ley, y de la política legislativa, pareciera concluirse que sencillamente no hay punibilidad si no se

⁷⁶⁴ Cuando el iniciado primario suministra a un tercero la información privilegiada, es el tercero quien queda con la facultad de decidir si actúa o no, es decir, a partir de ese momento tiene el dominio del hecho independientemente de la voluntad inicial del *insider*. Vid. BENÍTEZ ORTÚZAR, I. F. (2005), en CARBONELL MATEU, J. C. (Coord.), pp. 96-97.

⁷⁶⁵ LUZÓN explica que las condiciones objetivas de punibilidad son hechos o circunstancias que la ley tiene en cuenta para imponer o agravar una pena. No tienen que ser conocidas, queridas ni previstas por el autor, por lo cual no hacen parte del dolo. «Las condiciones objetivas de punibilidad «deben ser ajenas al reo, no sólo en el orden de la causalidad moral, sino también en el de la causalidad material». Conforme a esta tesis no serían condiciones objetivas de punibilidad aquellos resultados no queridos por el agente pero sí consecuencia de su actividad.». Asimismo, LUZÓN argumenta que las ganancias de 600.000 euros son parte del resultado y estarían abarcados por dolo eventual. Vid. LUZÓN CÁNOVAS, A. (2005), s.p. En contra BAJO FERNÁNDEZ: «Son auténticos resultados que deben ser abarcados por el dolo³², producidos causalmente e imputables a la conducta del autor.» Vid. BAJO FERNÁNDEZ, M. (1998), p. 136.

⁷⁶⁶ «Ello exige determinar con una prueba válida para destruir la presunción de inocencia cuánto exactamente influye en el título valor la información privilegiada, lo que es prácticamente imposible. Se trata de realizar el siguiente juicio hipotético: Cuánto hubiera ganado el autor sin información privilegiada y cuánto ha ganado merced a la misma, debiendo ser la diferencia superior a 600.000 euros. En operaciones muy voluminosas bastaría, no obstante, con tener la certeza de que el beneficio económico ha sido superior a esa cantidad, sin determinad cuánto exactamente. La posibilidad de aplicar el tipo porque se ha ocasionado un perjuicio tampoco es factible, porque en realidad el uso de información privilegiada no causa un perjuicio patrimonial a una persona en concreto. Quien decide vender las acciones que tiene, ignorando que en pocos días tendrán un valor superior, no sufre ningún perjuicio en su patrimonio, por mucho que quien se las comprara fuera sabedor de esta circunstancia.» AA. VV. (2010) en GÓMEZ RIVERO, Ma (Coord.), p. 487.

⁷⁶⁷ «Quizás en el plano político-criminal hubiera sido preferible la configuración de este delito como un delito de peligro con idoneidad para producir un resultado de beneficio-perjuicio, pero no es ésta la vía utilizada (cfr., sin embargo, Art. 442); MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, 1999, pp. 144 ss., considera, en cambio, que se trata de un resultado material y que cabe la tentativa, aunque obviamente siempre que se demuestre que el resultado que hipotéticamente podría haberse producido habría sido superior a la cantidad a partir de la cual el hecho es delictivo; en contra GÓMEZ INIESTA, 1997, p. 432, quien, aunque admite que se trata de un delito de lesión, no admite la tentativa, por estimar que se consuma en el momento en que se realiza la conducta punible y que la cuantía del beneficio-perjuicio es una condición objetiva de penalidad...» Vid. MUÑOZ CONDE, F. (2010), pp. 525-526.

alcanza ese umbral y que, ciertamente, en la práctica, las tentativas serían muy difíciles de demostrar.

Ahora bien, ¿qué pasará si se negoció en X fecha con apoyo en información privilegiada, pero sólo se materializa el beneficio⁷⁶⁸ por ese límite de 600.000 euros cuando se venden los instrumentos financieros mucho después, tanto que se supera el umbral de la prescripción penal? Y si al momento de efectuar la operación y otros años después las acciones no se revalorizan alcanzado ese límite, ¿se podrá perseguir la conducta?

¿Habrá que tener como criterio de prescripción el del beneficio, o el del momento a partir del cual se negoció con información privilegiada? ¿Cuándo se estima que se obtiene el beneficio?

Estas son cuestiones muy difíciles de determinar, se supone que el tipo previsto por el Art. 285 describe una acción compleja, se necesita tanto del uso de la información como de la obtención del beneficio. Y respecto de este último, el criterio más utilizado para establecerlo es la diferencia entre el valor de adquisición de las acciones y el valor de venta de las mismas (acogiendo, a efectos de la prescripción, la fecha de la última venta, lo que efectivamente sucedió en el caso Tabacalera⁷⁶⁹).

Sin embargo, también se puede entender que el beneficio se consolida – en estado ilíquido –, con la simple revalorización del valor de las acciones mientras se tienen en el patrimonio.⁷⁷⁰ Esta perspectiva de análisis ha sido muy rebatida, pues, antes de la liquidación no puede saberse con certeza si hay beneficio o no – el valor podría hasta bajar –, por lo que el concepto de beneficio se aproxima al de ganancia y mientras ésta no ocurra, no habrá lugar a delito alguno.

El delito descrito en el Art. 285 se solapa en gran medida con el del Art. 284.3 debido a que no hubo una consciencia sistematizada a la hora de implementar la DAM y sus normativas de desarrollo en la legislación penal. Hubiera sido deseable mayor claridad para

⁷⁶⁸ «Para la mayoría de la doctrina, el beneficio comprende tanto lograr una ganancia como evitar una pérdida, que pueden sumarse para computar la cifra resultante superior a 600.000 euros. MARTÍNEZ-BUJÁN argumenta que ese significado amplio de beneficio, equivalente a «utilidad» o «provecho», aparece tolerado por el tenor literal posible según el Diccionario de la Lengua Española, confirmado por una interpretación teleológica atenta al bien jurídico protegido y acorde con las necesidades político-criminales de castigo en esta materia. En mi opinión, no está tan claro que el término beneficio haya sido utilizado en el sentido amplio de utilidad o provecho y no como equivalente a «ganancia económica que se obtiene de un negocio»... Si se acepta la inclusión de la evitación de pérdidas en el concepto de beneficio, será posible sumar estas cantidades a las ganancias obtenidas en otras operaciones... TERRADILLOS BASOCO asegura que, normalmente, cuando se beneficia a alguien se perjudica a otros⁶ y CALDERÓN SUSÍN incluso admite que la cifra superior a 600.000 euros puede obtenerse mediante la suma al beneficio obtenido de lo cuantificado como perjuicio causado.⁷ Vid. LUZÓN CÁNOVAS, A. (2005), s.p.

⁷⁶⁹ Vid. SAP de Madrid, Sección 17ª, del 17 de julio de 2009, Proc. núm.: 25/2008, Ponente: José L. Sánchez Trujillano.

⁷⁷⁰ «Una tercera interpretación entiende que el delito se consuma en el momento en que la noticia relevante llega al mercado, por cesar entonces la afectación del bien jurídico, ya que a partir de ese instante se restablece el principio de igualdad en la concurrencia en el mercado de valores, fin de protección de la norma penal prevista en el artículo 285.» Vid. SAP de Madrid, Sección 17ª, del 17 de julio de 2009, Proc. núm.: 25/2008, Ponente: José L. Sánchez Trujillano.

no menoscabar el principio de legalidad mediante interpretaciones discutibles, o más allá de la política criminal estatal.

Además de otras diferencias,⁷⁷¹ el Art. 285 exige los 600.000 euros de perjuicio/beneficio⁷⁷², mientras que el Art. 284.3, no lo hace. Algo por resaltar es que el Art. 285 no cubre a los iniciados secundarios, a los que habría que tratar de “pesca” por la vía del Art. 284.3, norma que no establece un delito con sujeto calificado por su vinculación con una actividad empresarial o profesional, como sí lo hace el Art. 285.

La no cobertura de los iniciados secundarios por parte del Art. 285, más que un descuido o un olvido, ¿exterioriza una política legislativa de no aplicarles sanciones penales, sino administrativas, a través de la LMV? Así podría interpretarse, sería lógico ante la omisión del Art. 285.⁷⁷³

Frente a las deficiencias de la norma penal, para sancionar el abuso de información privilegiada habrá que ir del Art. 285 al Art. 284.3⁷⁷⁴ con el fin de intentar encuadrar los hechos o actuaciones que se estén investigando o enjuiciando. No es lo más técnico, pero es una opción viable para impedir la impunidad y tratar de llenar las lagunas dejadas por el legislador español.

Por otro lado, en cuanto a la manipulación del mercado, el Art. 284 se divide en tres numerales que conforman tres tipos penales independientes. Estos tipos penales no cubren todos los supuestos de manipulación de la DAM, que como se ha expresado, no impuso ni tampoco recomendó la sanción penal de todas las conductas constitutivas de abuso de mercado, sólo sugirió el tratamiento por la vía criminal de las infracciones más graves.

De forma abreviada, las conductas prohibidas, relacionadas con el precio y su formación, son: Primero, el empleo de violencia⁷⁷⁵, amenaza⁷⁷⁶ o engaño para intentar alterar

⁷⁷¹ El Art. 285 alude a información relevante a la que se accedió de manera reservada, y de valores o instrumentos negociados. El Art. 284.3 se refiere explícitamente al término “información privilegiada”, y a valores o instrumentos financieros. Incluso, la LMV contiene las expresiones “información relevante” e “información privilegiada”, pero en realidad no tienen una naturaleza diferente, lo que varía es su tratamiento. Una información privilegiada es sólo relevante si surge la obligación de divulgarla. MADRAZO agrega otra categoría denominada “información reservada o confidencial genérica” que no está al alcance del público, como la privilegiada o la relevante, pero que no es ninguna de las anteriores y hay que salvaguardarla. Vid. MADRAZO, R. (2008), s.p.

⁷⁷² Es curioso que aunque el bien jurídico penal es de carácter colectivo, el Art. 285 exija la obtención de un beneficio concreto o la causación de un perjuicio en cierta cuantía. Para que la norma sea coherente con el tipo de delito en cuestión, un delito económico, debería entenderse que la cuantía sirve como límite entre la infracción administrativa y la penal.

⁷⁷³ Vid. AA. VV. (2010) en GÓMEZ RIVERO, Ma (Coord.), p. 486.

⁷⁷⁴ El círculo de sujetos activos es más general en el Art. 284.3 que en el Art. 285. «La diferencia radica en que el tipo del Art. 285, la información por sí misma cuando es relevante afecta a la fijación del valor cotizado, mientras que en el del Art. 284 se requiere que la información privilegiada se utiliza con el fin de proporcionar indicios engañosos sobre la oferta o demanda, o el precio, o que mediante esta información se adquiriera una posición dominante en el mercado, de tal suerte que habrá determinados outsiders que, y sin concierto con el insider, puedan ser considerados sujetos activos en este precepto» Vid. LÓPEZ Y LÓPEZ, E. (2010), p. 39.

⁷⁷⁵ Emplear energía sobre el sujeto pasivo o sobre alguien que le importe o esté dentro de su círculo.

⁷⁷⁶ Exteriorizar el propósito de causar un mal si no se accede a ciertas condiciones o solicitudes del sujeto activo.

los precios de las cosas objeto de contratación⁷⁷⁷ – Art. 284.1 –. Segundo, difundir noticias o rumores para alterar o preservar el precio de cotización de un valor o instrumento financiero – Art. 284.2 –.

Y, tercero, utilizar información privilegiada en transacciones u órdenes que puedan: 1) dar indicios engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio de valores o instrumentos financieros, o 2) asegurar una posición dominante en el mercado de dichos valores o instrumentos para fijar sus precios en niveles anormales o artificiales – Art. 284.3 –.

El el Art. 284.1 trata de un delito que se consuma con la realización de una acción encaminada a alterar los precios (delito de simple actividad),⁷⁷⁸ sin que sea imprescindible que se alteren efectivamente. ¿Los precios de qué? De títulos valores, mercancías, productos, servicios, instrumentos financieros, etc.⁷⁷⁹ que sean objeto de contratación (precios de mercado que no son fruto de contrataciones aisladas), lo que significa que el tipo penal en estudio, no es exclusivo para la protección de la libre formación de los precios en el mercado financiero⁷⁸⁰ (los tipos penales contenidos en los Arts. 284.2 y 284.3 sí se circunscriben a este ámbito).

El Art. 284.1 habla de intentar “alterar los precios que hubieren de resultar de la libre concurrencia” de, entre otros, “títulos valores o instrumentos financieros”. Ese intento se produce por el empleo de amenaza, violencia o engaño.

Esa libertad es relativa, el que algo sea libre en los sistemas económicos de ahora y de siempre, puede ser bastante discutido, pues, la iniciativa de los mercaderes y de los distintos agentes económicos o financieros no está libre de interferencias o presiones, según los intereses en conflicto. Pero, en gracia de discusión, se supone que, en condiciones normales, los precios se forman de una forma natural por la confluencia de la oferta y la demanda.

El encuentro entre oferta y demanda da origen a un precio justo o razonable que se califica como tal porque surge de la suma de todos los factores y circunstancias que afectan a

⁷⁷⁷ No cabe la tentativa porque sería una especie de tentativa de segundo grado o tentativa de un delito intentado. Vid. AA. VV. (2010) en GÓMEZ TOMILLO, M. (Dir.), p. 1097.

⁷⁷⁸ «Es suficiente con realizar ciertos actos objetivamente dirigidos a la obtención de tal finalidad; se eleva a la condición de delito consumado lo que normalmente sería una tentativa. Resulta indiferente que se pretenda obtener un incremento o una baja de precios...por ejemplo, para expulsar del mercado a determinados competidores,...» Vid. AA. VV. (2010) en GÓMEZ TOMILLO, M. (Dir.), p. 1095.

⁷⁷⁹ La jurisprudencia ha incluido a los contratos de obras públicas dentro de los servicios públicos, considerándolos como cosas muebles «ex Art. 33 CC; Vid. STS 575/2004, de 11 de mayo [RJ 5212], FJ 4º». La reventa por sí misma, sin cumplir con los demás elementos del tipo, no estaría contemplada actualmente, porque no altera el precio de mercado, sino que se aprovecha del mercado para lograr el máximo provecho. Vid. AA. VV. (2010) en GÓMEZ TOMILLO, M. (Dir.), p. 1096.

⁷⁸⁰ «Se refiere a cualquier tipo de producto, mercancía, títulos valores, etc., convirtiéndose en una enumeración enunciativa, a excepción de que sean materias primas y productos de primera necesidad, puesto que, por aplicación del principio de especialidad, se aplicaría el Art. 281 CP.» Vid. LÓPEZ Y LÓPEZ, E. (2010), s.p.

los productos o servicios en cuestión. Si los precios que se protegen son los que se generan por la libre competencia, ¿qué pasaría con los precios de aquellos mercados que no se forman libremente debido a la intervención del Estado? ¿Quedarían desprotegidos? Siguiendo la literalidad de la norma, no quedarían incluidos, lo que podría ser lamentable.

En el Art. 284.2 se menciona el objetivo de alterar o preservar el “precio de cotización de un valor o instrumento financiero”⁷⁸¹, prohibiendo difundir noticias o rumores sobre personas o empresas. La prueba de la difusión de un rumor es casi que diabólica, en un sector en el que fluye gran cantidad de información a gran velocidad, y en su mayoría, bajo el disfraz del rumor.

Esos rumores, según la norma, deben ofrecer datos económicos total o parcialmente falsos⁷⁸² sobre esas personas o empresas. ¿Qué pasará si se difunde un rumor que no esté relacionado con personas o empresas, pero que se refiera, por ejemplo, a un hecho que encarezca la obtención de una materia prima, como un fenómeno adverso de la Naturaleza?

De conformidad con la redacción de la norma, no estaría comprendido, lo que es una pena porque a los precios los afectan, no sólo la información económica o financiera de una persona o una empresa en particular, sino también todos aquellos elementos o circunstancias políticas, económicas, sociales, etc. que condicionan a las actividades productivas o económicas en general.

En este caso, además de la acción encaminada a alterar los precios, se exige la obtención de un resultado concreto como condición de punibilidad: un beneficio económico para sí o para un tercero superior a los 300.000 euros o un perjuicio de idéntica cantidad. Como podrá observarse, el abuso de información privilegiada del Art. 285 exige un monto mayor, 600.000 euros, por lo que puede concluirse que se trata con mayor rigor a la manipulación informativa que al uso indebido de información privilegiada.

¿Cuál será el resultado⁷⁸³ del delito del Art. 284.2? ¿Será un delito de simple actividad donde basta la intención de alterar la cotización? ¿O será un delito de resultado que exige, además del resultado en sí mismo de la alteración de la cotización, el de la obtención de un beneficio/perjuicio por cierto monto? La cuestión no es fácil de dilucidar, la doctrina penal sigue dividida, algunos estiman que se exige un resultado concreto adicional a la alteración que son los beneficios o perjuicios por 300.000 euros que, en consecuencia, harían parte del injusto y respecto de los cuales bastaría un dolo eventual.

⁷⁸¹ Quedan por fuera otras cosas objetos de contratación o negociación cuyas incidencias afecten los precios de los valores o instrumentos financieros. Esto porque la redacción de la norma penal se queda corta.

⁷⁸² ¿Algo parcialmente falso es algo inexacto? Los límites no son muy claros.

⁷⁸³ Vid. AA. VV. (2010) en QUINTERO OLIVARES, G. (Dir.), pp. 242-243.

No obstante lo anterior, parecería más acertado considerar, en aras de extender la acción penal hacia un mayor número de casos, que esos beneficios/perjuicios no hacen parte del injusto, es decir, la exigencia de los 300.000 euros es una condición objetiva de punibilidad que, por ende, no tiene por qué estar contemplada en el dolo del sujeto.⁷⁸⁴

Si como se dice la intención del sujeto es la de alterar o preservar los precios, ¿cómo puede llegarse a obtener esos 300.000 euros si el precio se preserva? Si el precio se mantiene, no sube ni baja, esos 300.000 euros de beneficio o perjuicio no surgirían de la cotización, tendrían que surgir de factores exteriores que no estarían cobijados por la norma penal.

Parecería contraria a la política criminal, la decisión de sancionar la difusión no sólo a través de medios de comunicación sino “por sí”, pues, esta expresión no da la idea de una difusión pública sino individual Y en tal caso, se exigiría un esfuerzo sobrehumano a quien difundiera noticias o rumores por sí, para considerar la difusión realmente pública (no limitada a un número pequeño de personas). Lo antecedente, por supuesto, si se observa la dimensión de los mercados financieros actuales, ya que a lo sumo habría una estafa – de cumplirse las demás condiciones legales –.⁷⁸⁵

El tercer numeral (Art. 284.3) prevé el uso de información privilegiada para “fijar los precios en niveles anormales o artificiales”. La redacción coincide parcialmente con la del delito de abuso de información privilegiada, pero trae un elemento adicional que es esa finalidad de alterar los precios en esos niveles anormales o artificiales. Ahora, también se exige ese uso de información privilegiada en la realización de las transacciones u órdenes que son susceptibles de proporcionar indicios engañosos⁷⁸⁶ o en la adquisición de la posición dominante⁷⁸⁷.

El requisito de usar información privilegiada más la omisión de una cláusula general (modalidad abierta en relación con los medios empleados⁷⁸⁸) – como existía antes al hablar

⁷⁸⁴ AA. VV. (2010) en GÓMEZ TOMILLO, M. (Dir.), p. 1098; y, RODRÍGUEZ PUERTA M. J. / MORÓN LERMA, E. (2010) en ÁLVAREZ GARCÍA, F. J. / GONZÁLEZ CUSSAC J. L. (Dir.), p. 315.

⁷⁸⁵ «2. La estafa, como delito de medio legalmente determinado, requiere no sólo la prueba del perjuicio patrimonial, sino adicionalmente la de que éste ha sido consecuencia -en debida relación de riesgo- de un comportamiento engañoso. Toda vez que las acusaciones han calificado el hecho como estafa, resulta necesario determinar si es apreciable en los acusados un comportamiento engañoso, una vez acreditada la producción dolosa de un perjuicio patrimonial.» Vid. SAN, Sala de lo Penal, Sección 1ª, del 31 de marzo de 2000, Recurso núm.: 8/1997, Ponente: José A. Choclán Montalvo. En esta decisión judicial se hacen unas reflexiones de gran interés sobre el papel de la omisión en la estafa y cómo puede suceder en órganos colegiados.

⁷⁸⁶ Como no existe operación engañosa, el *front running* no estará cubierto por la norma penal.

⁷⁸⁷ Una posición dominante es aquella situación en virtud de la cual un sujeto puede tener una influencia sobre los precios o las condiciones de las transacciones porque controla la oferta o la demanda de manera significativa. «**Lo decisivo** no es si el sujeto obtiene un posición dominante y con ello influye en el mercado como cree mejor para sus intereses o designios, sino si esta posición dominante, por sí o conjuntamente a través de terceros – nuevo ejemplo de coautoría –, **es fruto de la ilegítima información privilegiada.**» Vid. QUERALT JIMÉNEZ, J. J. (2010), p. 787.

⁷⁸⁸ «El CP de 1995 contempla este tipo en el Art. 285 con una redacción que sólo difiere del texto anterior en que, al enumerar los medios de alterar precios que se tipifican, ya no se refiere al uso de cualquier otra maquinación, y sí a la

de “cualquier otra maquinación” –, son hechos muy desafortunados en la redacción del Art. 284.3. Parece que el legislador quería regular un caso concreto de manipulación de las cotizaciones, a través de señales o indicios falsos; pero, acabó por producir un *Frankenstein* jurídico con la información privilegiada que, en todo caso, goza de un rendimiento político-criminal muy dudoso.

En materia punitiva, se impondrá la pena de inhabilitación de uno a dos años para intervenir en el mercado financiero como actor, agente o mediador o informador. ¿Cuando se habla de informadores se estará aludiendo, de manera exclusiva, a los periodistas? La norma penal no define qué debe entenderse por informador, por lo que algunos podrán circunscribir el concepto a los periodistas. Empero, en realidad, hay personas que no lo son y suelen brindar información económico-financiera.

El delito de manipulación, en cualquiera de sus tres modalidades, es doloso, por lo que la negligencia no tendrá cabida. Por ejemplo, si alguien difunde de manera negligente información sobre personas o empresas, en particular, sobre los datos económicos que les incumben, no habría punibilidad.

Finalmente, recordemos que muchas conductas de abuso de mercado benefician a las personas jurídicas⁷⁸⁹ y tienen lugar en su seno, debido a la falta de intervención oportuna, control o vigilancia de las personas físicas que actúan por ellas o las representan (delitos

utilización de información privilegiada, con lo que se convierte en un delito de medios determinados...La realización de estas ventas intermedias para ocultar el precio de la transmisión a SMURFIT, aunque se realice para evitar una posible caída en el valor de las acciones, al no haberse empleado violencia, amenaza, ni engaño (al menos entre los contratantes) ni información privilegiada, no puede entenderse como constitutiva de este tipo penal. Podría plantearse si supone en cierto modo una maquinación, pero habiendo desaparecido este medio en la redacción del CP actual, que frente a la enumeración de *numerus apertus* de la redacción anterior, adoptó una fórmula de medios determinados, tampoco puede ello constituir la base de la apreciación de este delito.» Vid. el cuarto fundamento jurídico de la SAN, Sala lo Penal, Sección 1ª, del 16 de marzo de 2004, Proc. 5/2002, Recurso núm.: 5/2002, Ponente: Manuela F. Fernández Prado. En el mismo sentido la SAN, Sala de lo Penal, Sección 1ª, del 23 de junio de 2006, Recurso núm.: 11/2004, Ponente: Manuela F. Fernández Prado. que absuelve a los implicados porque: «El interés de GRUPO TORRAS en recuperar la posición dominante tampoco su supone una alteración de los precios de mercado, porque, aunque la existencia constante de ofertas de compras se traduzca en un mantenimiento de los precios, ese mantenimiento no tiene su base en una maquinación, sino en las reglas de mercado. En definitiva, sobre todo tras la desaparición de la referencia a "cualquier otra maquinación" estos hechos no pueden considerarse constitutivos del delito de maquinaciones para alterar el precio de las cosas.»

⁷⁸⁹ «Al respecto debemos señalar que tanto en el ámbito penal como en el del Derecho administrativo sancionador, existe cobertura legal para sancionar a las personas jurídicas, cuando en la misma se aprecie la voluntad de cometer la infracción, aun cuando haya utilizado otra persona jurídica con carácter instrumental. No se trata tanto de incidir en la teoría del autor mediato, plenamente acogida, por lo demás, en el Código Penal y, por tanto, aplicable con sus propios matices al Derecho Administrativo sancionador, sino de la propia imputabilidad de la conducta tipificada en la Ley penal como delito o en la administrativa, como infracción de esta naturaleza...No hay duda, pues, que nos encontramos ante dos sociedades caracterizadas por pertenecer al mismo grupo, lo que supone, como bien se dice en la resolución impugnada, una unidad de decisión en su actuación que, en este caso, se traduce en un dominio de todo el proceso por parte de la sociedad matriz, que se sirve de la sociedad filial para la comisión de la infracción perseguida exclusivamente en beneficio de la sociedad matriz, la ahora recurrente, siendo precisamente el valor de las acciones de esta última lo que fue objeto de manipulación a tenor de los cargos imputados, actuando la filial como mera tenedora de la autocartera...en el marco jurídico regulador de la adquisición de acciones propias (Ley de Sociedades Anónimas, Ley del Mercado Valores y Directiva 2003/124/CE sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado) considera como sujeto obligado a las sociedades cotizadas en Bolsa, sobre las que pesa la obligación de comunicar tanto las adquisiciones que ellas mismas realicen de sus propias acciones, como aquellas otras adquisiciones de dichas acciones que efectúen sociedades por ella dominadas, siendo responsabilidad de la sociedad cotizada matriz el control de cualquier actuación que, sobre sus propias acciones, se realice tanto directamente como a través de las sociedades participadas.» Vid. SAN, Sala de lo Contencioso-administrativo, Sección 6ª, del 24 de enero de 2006, Recurso núm.: 447/2004, Ponente: María A. Salvo Tambo.

imprudentes de comisión por omisión⁷⁹⁰). Este asunto, el de la responsabilidad penal de las personas jurídicas, fue dejado por la DAM a consideración de cada Estado miembro.

El legislador español hizo uso reciente de dicha facultad a través del Art. 31 bis.1. del Código Penal, norma por la cual las personas jurídicas sólo podrán ser castigadas penalmente en los supuestos previstos expresamente por dicho estatuto; siempre que los delitos se cometan en nombre o por cuenta de las mismas, en su provecho, y por parte de sus representantes legales y administradores de hecho o de derecho (o por quienes actúen sometidos a su autoridad en el ejercicio de actividades sociales).⁷⁹¹

Aunque se echa de menos un tratamiento de la responsabilidad penal de las personas jurídicas⁷⁹² expresamente asociado al abuso de mercado, esto es, en las normas en las que se tipifican las prohibiciones penales de tal abuso; el Art. 288 establece, por un lado, que en el “caso de los delitos previstos en los artículos 270, 271, 273, 274, 275, 276, 283, **285** y 286”, a las personas jurídicas se les impondrán las penas de “a) Multa del doble al cuádruple del beneficio obtenido o favorecido, 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 o favorecido, en el resto de los casos”.

Y, por el otro, en “el caso de los delitos previstos en los artículos 277, 278, 279, 280, 281, 282, 282 bis, **284** y 286 bis”, se les impondrán las penas de “a) Multa de uno a tres años, si el delito cometido por la persona física tiene prevista una pena de más de dos años de privación de libertad. b) Multa de seis meses a dos años, en el resto de los casos.”⁷⁹³

⁷⁹⁰ «...sólo existirá si se acredita el incumplimiento de una obligación de actuar nacida de la ley, de un contrato o de una intervención previa que ha generado un riesgo, y si además tal acción no realizada hubiera evitado el resultado delictivo acaecido. Si la primera fase de esta tercera criba consistía en verificar la posible imputación a la persona jurídica de un determinado delito cometido por otro, en atención al incumplimiento de un deber de intervención que lo hubiera evitado (la llamada «imputación objetiva» que ha venido a sustituir a la antigua «relación de causalidad»), la segunda fase tiene un carácter subjetivo pues se centra en constatar si tal participación por omisión en el delito de otro es, además, dolosa o imprudente, pues no hay delito sin «dolo o imprudencia» (Art. 4 CP). Se entiende por dolo la conducta consciente y voluntaria (se sabe y se quiere realizar la conducta prohibida por la ley penal) y por imprudencia la ausencia de esa voluntad pero acompañada de la presencia del incumplimiento de un deber de cuidado, posible y exigible en esas circunstancias concretas del incumplidor.» Vid. RODRÍGUEZ RAMOS, L. (2011), “La responsabilidad penal...”, p. 63.

⁷⁹¹ Se recomienda la lectura del artículo de ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ que examina el efecto que tienen los “*indictment*”, o la filtración de la posibilidad de obtener uno, sobre la existencia misma de las empresas cotizadas, dentro del sistema procesal penal estadounidense. El autor afirma que ir a juicio siendo una compañía de este tipo equivale a una estrategia empresarial suicida y, en consecuencia, los acuerdos extrajudiciales con la Fiscalía y las agencias administrativas supervisoras son la regla general, sobre todo, a partir del caso *ENRON*. De esta manera, a la empresa le da igual si es culpable o no, o si en un juicio hubiera podido demostrar su ausencia de responsabilidad, lo importante es mantener incólume su imagen, pues antes del *indictment* no tiene defensa alguna, y un *indictment* la puede aniquilar. Vid. ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, C. (2008), s.p.

⁷⁹² Algunos artículos de interés para estudiar los principales puntos problemáticos de la responsabilidad penal de las personas jurídicas son: RODRÍGUEZ RAMOS, L. (2011), “¿Cómo puede delinquir una persona jurídica...”, s.p.; RODRÍGUEZ RAMOS, L. (2011), “La culpabilidad en los delitos...”, s.p.; BURGOS LADRÓN DE GUEVARA, J. (2011), s.p.; RODRÍGUEZ GARCÍA, N. (2012), en PÉREZ-CRUZ MARTÍN, A. J. / FERREIRO BAAMONDE, X. (Dir.), pp. 197-232; y, DE LA CUESTA, J. L. (2012). Los textos de RODRÍGUEZ RAMOS son especialmente recomendables por su lenguaje sencillo y su concreción.

⁷⁹³ Art. 288.2.: «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.». A su vez, el Art. 33.7 expresa que: «...Las penas aplicables a las personas jurídicas, que tienen todas la consideración de graves, son las siguientes:...b) Disolución de la persona jurídica. La disolución producirá la pérdida definitiva de su personalidad jurídica, así como la de su capacidad de actuar de cualquier modo en el tráfico jurídico, o llevar a cabo cualquier clase de actividad, aunque sea lícita. c) Suspensión

PARTE II. PROPUESTA DE UN RÉGIMEN ESPECÍFICO DE RESPONSABILIDAD CIVIL POR «ABUSO DE MERCADO»

«Investors should face market risks armed with the same defenses: public information, intelligence and luck.»⁷⁹⁴

Consideraciones generales

El objetivo de esta parte de la investigación es la construcción de un modelo de responsabilidad civil que, en el contexto de las relaciones jurídicas intracomunitarias, y a partir del daño que ocasionan quienes incurren en conductas como el *insider trading*⁷⁹⁵ y la manipulación del mercado, pueda ser utilizado para enfrentar – desde el punto de vista de sus consecuencias jurídicas, principalmente de la obligación de indemnizar – aquellas situaciones en las que existan elementos de extranjería.

De conformidad con lo anterior, en el texto se incluirá el análisis sustantivo en un terreno parcialmente armonizado, junto con el estudio de algunos aspectos conflictuales correspondientes, pues, aunque pronto entrará en vigor el Reglamento sobre Abuso de Mercado – RAM – (y la Directiva sobre sanciones criminales en materia de abuso de mercado), la responsabilidad civil en general no está armonizada, ni tampoco existe un régimen particular de responsabilidad civil por abuso de mercado. De ahí el carácter multidisciplinario y novedoso de esta investigación.

Por lo tanto, la primera cuestión que centrará nuestra atención será el análisis del fundamento económico de la regulación del abuso de mercado y las razones jurídicas para exigir responsabilidad civil frente a una conducta de abuso de información privilegiada (*insider trading*) o de manipulación del mercado.

Posteriormente se entrará a examinar el ámbito objetivo de aplicación de esta modalidad de responsabilidad jurídica, específicamente, el mercado objetivo y el objeto de negociación (los denominados “instrumentos financieros”); para luego precisar, con mayor

de sus actividades por un plazo que no podrá exceder de cinco años. d) Clausura de sus locales y establecimientos por un plazo que no podrá exceder de cinco años. e) Prohibición de realizar en el futuro las actividades en cuyo ejercicio se haya cometido, favorecido o encubierto el delito. Esta prohibición podrá ser temporal o definitiva. Si fuere temporal, el plazo no podrá exceder de quince años. f) Inhabilitación para obtener subvenciones y ayudas públicas, para contratar con el sector público y para gozar de beneficios e incentivos fiscales o de la Seguridad Social, por un plazo que no podrá exceder de quince años. g) Intervención judicial para salvaguardar los derechos de los trabajadores o de los acreedores por el tiempo que se estime necesario, que no podrá exceder de cinco años...».

⁷⁹⁴ Vid. UMHOEFER, C. / PIETRANCOSTA, A. (1992), p. 140.

⁷⁹⁵ El primer eurodelito de la historia. Vid. NIETO MARTÍN, A. (2006), en *BAJO FERNÁNDEZ, M. / BACIGALUPO, SAGGESE, S. / GÓMEZ-JARA DÍEZ, C. (Coords.)*, p. 193.

detenimiento, cada uno de los elementos que componen el hecho generador del daño, los perjudicados y los perjuicios en el abuso de mercado.

Antes de comenzar hay que advertir, que atendiendo al RAM, la normativa sobre abuso de mercado será aplicable a los instrumentos financieros, a los derechos de emisión⁷⁹⁶ y a los índices de referencia cuando son objeto o tienen efectos en la negociación dentro de un mercado regulado, un SMN o un SON (ahora SOC), toda vez que se cumplan ciertas condiciones.

Sin embargo, este trabajo de investigación se circunscribe a un tipo especial de mercado financiero, el mercado de valores, motivo por el cual esta segunda parte estará limitada a un régimen de responsabilidad civil adaptado a las particularidades de los mercados de valores típicos, ya que el grado de especialización y la multiplicidad de los mercados financieros impide tener en cuenta todas y cada una de sus particularidades.

⁷⁹⁶ Los derechos de emisión entran en la categoría de instrumentos financieros conforme al considerando 17 de la propuesta RAM, el considerando 18 y el Art. 2 del RAM.

CAPÍTULO I. EL FUNDAMENTO DE LA RESPONSABILIDAD CIVIL POR «ABUSO DE MERCADO» Y SU ÁMBITO OBJETIVO DE APLICACIÓN.

1. EL FUNDAMENTO DE LA RESPONSABILIDAD CIVIL POR «ABUSO DE MERCADO».

Cuando se hace alusión al fundamento de alguna cuestión, básicamente se hace referencia al por qué, a la razón o motivo principal sobre el que se apoya algo. Y como se recordará, no existe un régimen especial de responsabilidad civil por abuso de mercado en el derecho comunitario, por lo que habrá que preguntarse por qué es necesario, conveniente, o al menos útil, insistir en una propuesta que vaya dirigida a la construcción de un modelo material de responsabilidad civil específico para el abuso de mercado.

Al examinar las razones por las cuales se debe responder civilmente por abuso de mercado, se podrá orientar de una mejor manera el diseño jurídico de las soluciones materiales (e incluso las conflictuales), pues, las reglas y principios que las inspiran son fiel reflejo de los motivos o intereses de protección en un sector determinado.

Lo anterior es notorio en el ámbito del derecho comunitario, por ejemplo, en materia de protección al consumidor o usuario respecto de los productos defectuosos, al menos en lo que al derecho sustantivo se refiere.

Así las cosas, la Directiva 85/374/CEE⁷⁹⁷ (atinente a la responsabilidad por los daños causados por productos defectuosos) trató de equilibrar la situación de desventaja del consumidor/usuario en frente del productor (y de quienes la normativa tenía como equivalentes de éste último: importadores y suministradores) cuando un bien le irrogaba un daño, en razón a que no reunía las condiciones de inocuidad que legítimamente una persona – adquirente o no – podría esperar de dicho producto, sin importar si existe un lazo contractual.

Haciendo una síntesis forzada sobre este asunto en particular, ese equilibrio o mejor tratamiento jurídico del consumidor se llevó a cabo trasladando al productor los riesgos derivados de los productos defectuosos, mediante reglas y principios sustantivo-procesales que favorecían al perjudicado, v. gr., la responsabilidad solidaria de los responsables (Art. 5), el término de diez años para la extinción de la responsabilidad (Art. 11); o la imposibilidad de

⁷⁹⁷ La noción de defecto que interesa a la Directiva 85/374/CEE es la carencia de seguridad que legítimamente puede esperarse en los productos, al usarlos o consumirlos. Vid. JIMÉNEZ LIÉBANA, D. / MORENO QUESADA, B. (1998), p. 225.

limitar o excluir la responsabilidad del productor por medio de cláusulas limitativas o exoneratorias de la responsabilidad (Art. 12), entre otros.

Sin embargo, la Directiva en comento no se pronunció sobre los aspectos conflictuales de este tipo de responsabilidad civil, lo que obligaba a acudir a las reglas generales que fueran aplicables, es decir, a los regímenes de responsabilidad civil de los Estados miembros cuyos ordenamientos estuvieran comprometidos y al Convenio de Roma de 1980 (sobre obligaciones contractuales) en lo que fuera pertinente.

Actualmente, la UE cuenta con los Reglamentos Roma I (RRI) y Roma II (RRII) que – salvo algunas excepciones – sirven de guía general para resolver los conflictos de leyes que puedan surgir en la esfera de las obligaciones contractuales y las extracontractuales, respectivamente.

No obstante lo anterior, debemos recordar que el hecho generador del daño en materia de abuso de mercado pudo ocurrir antes de la entrada en vigencia de los Reglamentos comunitarios, pues es usual que las conductas de abuso de mercado sean detectadas y/o denunciadas después de muchos años. Por lo tanto, en muchos casos habría que recurrir al Convenio de Roma (si es aplicable) y a las normas de DIPr. estatales.

Más adelante se hará referencia a estos estatutos en relación con el objeto de esta investigación; por el momento, habrá que ocuparse del fundamento de la responsabilidad civil derivada del abuso de mercado, pues, al identificar cuál es el motivo o el interés de protección jurídica en un determinado sector, se entenderá mejor su regulación, ya sea sustantiva o conflictual.

En la primera parte de este trabajo se esbozó el fundamento de la prohibición del abuso de mercado y, por ende, del régimen de prevención y sanción en la UE, este último, a través, principalmente, de normas administrativas y penales. Empero, ahora corresponde realizar un examen más detallado de la regulación por abuso de mercado en términos económicos, como base para deliberar sobre el fundamento jurídico de la responsabilidad civil por abuso de mercado.

En vista de que en el abuso de mercado la responsabilidad civil ha sido una perspectiva generalmente desatendida, las razones – especialmente, económicas y jurídicas – que apuntalan un régimen especial de responsabilidad civil en la materia serán proyectadas – a lo largo de esta segunda parte – en una propuesta concreta de tratamiento sustantivo.

1.1. Fundamentos económicos de la regulación comunitaria del abuso de mercado.

La regulación del abuso de mercado es un conjunto más de reglas dirigidas a reforzar la protección de los mercados financieros y de los inversores, aunque éstos últimos – hay que reconocerlo – por la vía de la salvaguarda de los primeros.

Lo que se busca proteger es un cúmulo de ciertas características que son apreciadas como deseables o indispensables para que los mercados financieros cumplan con sus objetivos y funcionen sin mayores contrariedades. Dichas cualidades tienen que ver con la transparencia, la equidad, la estabilidad y la eficiencia, conceptos de uso repetido por el legislador comunitario y la doctrina del sector.

Establecer hasta dónde es lícito operar en el mercado a través de ciertas herramientas o estrategias negociales en lugar de otras no es fácil. Por ejemplo, algunos expertos financieros afirman que las operaciones con información privilegiada traen muchas ventajas para que los mercados financieros sean más eficientes y transparentes, en cuanto incorporan al mercado información que hasta ese momento estaba oculta y a disposición de unos cuantos.

Por eso, concretar qué prácticas son aceptables en los mercados financieros, cuáles responden a una legítima actividad económica y a la posibilidad justa de beneficiarse de la misma en términos de rentabilidad y competitividad no es, ciertamente, sencillo ni baladí, aunque en la actualidad hay un consenso en que el *insider trading* y la manipulación van más allá de las fronteras de lo tolerable y de lo deseable.

Conforme al segundo considerando de la DAM, el abuso de mercado daña la integridad del pretendido “mercado único de servicios financieros”, concretamente su buen funcionamiento y la confianza del público⁷⁹⁸, elementos éstos “imprescindibles para el crecimiento económico y la riqueza”.⁷⁹⁹ Esta idea se reitera en el duodécimo considerando de la DAM, cuyo tenor es el siguiente: «El objetivo de la legislación contra las operaciones con información privilegiada es el mismo que el de la legislación contra la manipulación del

⁷⁹⁸ La desconfianza incrementa los costes de transacción y, por tanto, los costos de financiación.

⁷⁹⁹ «In general, the claim that insider dealing harms investors is rejected by law and economics scholars. Firstly, it is not true that investors are induced by insiders to trade at the “wrong price”.¹⁷ The nondisclosure of material information causes harm to investors, rather than the mere fact of trading... The investor confidence argument might be of some value if it made reference to transaction costs faced by investors. As suggested by economists, in a stock market in which insiders trade with impunity the liquidity providers protect themselves by increasing their sell price and decreasing their buy price: “This increases the transaction costs, which in turn induces a stock trader to require an even higher return on equity”.²¹ Therefore, the breach of investor confidence caused by insider dealing determines an increase of transaction costs which in turn produces a higher cost of equity.²² » Vid. FERRARINI, G. A. (2004), pp. 714-715.

mercado: garantizar la integridad de los mercados financieros comunitarios y aumentar la confianza⁸⁰⁰ de los inversores en dichos mercados.»

¿Qué se entiende por integridad y buen funcionamiento del mercado? La integridad atiende a la ausencia de fraudes, abusos o conductas deshonestas en los mercados.⁸⁰¹ Esto implica el rechazo de aquellas actuaciones cuyo objetivo sea quebrantar las reglas de “juego limpio” existentes en los mercados de valores; comportamientos que en su gran mayoría son el foco de atención de la ética en los mercados financieros y de la denominada “gobernanza corporativa”⁸⁰², que no sólo se especializa en esta clase de mercados, también se intensifica.

Según el vigésimo cuarto considerando de la DAM, los agentes económicos profesionales deben contribuir a la integridad del mercado de valores implementando las medidas necesarias y pertinentes para evitar la falta de ética y el incumplimiento de los principios y normas que regulan los mercados, pues, de lo contrario, sería inevitable el menoscabo de la confianza de los inversores.

Entre dichas medidas, además de la limitación al máximo de la divulgación selectiva por parte de los emisores, se mencionan como ejemplos: “la elaboración de «listas grises», la existencia de «franjas horarias para realizar transacciones» (*window trading*) aplicables a las categorías sensibles del personal, la aplicación de códigos de conducta internos y la creación de «murallas chinas»⁸⁰³.”

Por su parte, el buen funcionamiento alude al cumplimiento óptimo de sus principales funciones, por ejemplo, la de creación de los precios de los activos (*price discovery*); la distribución eficiente de los recursos escasos; la oferta de financiación adecuada y suficiente para impulsar los procesos productivos; el suministro de diversas alternativas de protección o cobertura contra los riesgos derivados de las fluctuaciones de los precios; y el ofrecimiento de niveles adecuados de seguridad, rentabilidad y liquidez de las inversiones.

⁸⁰⁰ Vid. COLOMBO, R. (2010), pp. 577-601.

⁸⁰¹ «La integridad es aquella cualidad que hace que los mercados de valores sean justos, porque los intervinientes se comportan de forma correcta. La integridad hace referencia a la calidad del comportamiento de los intervinientes en el mercado, a la existencia de unas reglas del juego que posibiliten un intercambio justo, una competencia leal, proscribiendo conductas que abusan de las ineficiencias intrínsecas del mercado.» Vid. HERNÁNDEZ SAÍNZ, E. (2007), p. 269

⁸⁰² «Investor protection turns out to be crucial because, in many countries, expropriation of minority shareholders and creditors by the controlling shareholders is extensive. When outside investors finance firms, they face a risk, and sometimes near certainty, that the returns on their investments will never materialize because the controlling shareholders or managers expropriate them. (We refer to both managers and controlling shareholders as “the insiders”.) Corporate governance is, to a large extent, a set of mechanisms through which outside investors protect themselves against expropriation by the insiders.» «As the diversion technology becomes less efficient, the insiders expropriate less, and their private benefits of control diminish. Firms then obtain outside finance on better terms. By shaping the expropriation technology, the law also shapes the opportunities for external finance.» Vid. LA PORTA, R. / LÓPEZ-DE-SILANES, F. / SHLEIFER, A. / VISHNY, R. (2000), p. 4 y p. 6. Asimismo, puede consultarse a: KERN, A. (2004), pp. 991-1034.

⁸⁰³ Vid. el Art. 83 de la LMV.

Desde la perspectiva económica, la integridad y el buen funcionamiento de un mercado financiero apuntan preponderantemente a su transparencia y eficiencia, elementos que están interconectados y que son claves para fijar reglas de juego claras, razonables y homogéneas para todos los participantes en el mercado.

1.1.1. El proceso de formación de los precios y su deseable transparencia para conseguir mercados de valores más eficientes.

Si el objetivo primordial del mercado financiero es la transferencia del excedente del ahorro a la financiación y la inversión, el mercado será eficiente en tanto no pierda la capacidad de conseguir los efectos que se propone. Y podrá lograr ese objetivo si la demanda de fondos (para la financiación y la inversión) puede encontrar, sin mayores obstáculos (legales o no), una postura de oferta correlativa.

Infelizmente para los inversores, uno de esos contratiempos – de ocurrencia frecuente – es el de la consecución de la información necesaria para decidir, con conocimiento de causa, sobre la negociación de un instrumento financiero en particular. Pueden encontrarse, entonces, que el objeto de su interés se negocia en un mercado menos transparente que otro.

En los mercados transparentes⁸⁰⁴, la información sobre las cotizaciones y las negociaciones llevadas a cabo, es puesta a disposición del público de manera oportuna y continua, lo que disminuye los costos de adquisición de información relevante para negociar.⁸⁰⁵

De acuerdo con el decimoquinto considerando de la DAM, «las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado impiden la total y adecuada transparencia⁸⁰⁶ del mercado», elemento que es calificado como «requisito previo de negociación».

⁸⁰⁴ «In a transparent market, all quotes and trades are disclosed immediately and all market makers have all information immediately. In opaque markets, no quotes are publicly disclosed. In semi-opaque markets, quotes are disclosed but trades are not.» Vid. CARLOS, A. M. / NEAL L. (2007), p. 4.

⁸⁰⁵ Los costos de la información dependen de la fuente encargada de producirla, verificarla, analizarla y canalizarla en los mercados.

⁸⁰⁶ Se entiende por transparencia: «...la disponibilidad de la información relevante relativa a la propia negociación²². Mientras la transparencia precontractual obliga a comunicar las condiciones de la oferta y la demanda en las que se está dispuesto a contratar, la transparencia post- contractual obliga a comunicar los datos de las transacciones que han sido ya efectivamente realizadas²³. La transparencia de un determinado mercado permite así que se haga público el juicio general acerca del valor de los instrumentos negociados en el mismo.» Vid. ROBLES MARTÍN-LABORDA, A. (2007), pp. 48-49.

La transparencia⁸⁰⁷ de los mercados contribuye a que los datos que necesitan los participantes del mercado en orden a efectuar sus operaciones se concentren, y no haya que incurrir en riesgos y costos exorbitantes (de tiempo y dinero) para obtenerlos, mejorando así el acceso a los mercados y ofreciendo a los inversores la posibilidad de apreciar con mayor amplitud los beneficios que puedan desprenderse de una decisión de inversión o desinversión.

Los mercados transparentes tienen la virtud de poner más orden al proceso de formación de los precios, pues evitan la dispersión de la información sobre los mismos, es decir, sobre las posturas de los partícipes del mercado, los requisitos o formalidades que sea del caso cumplir para negociar con instrumentos financieros, sobre la evolución de la negociación (cierre, liquidación y compensación), entre otras cuestiones.

En condiciones normales, lo inmejorable sería que toda información relativa a un instrumento financiero se vaya incorporando lo más rápido posible al mercado en la medida en que se produce o manifiesta, y que el instrumento financiero al cual se refiere pueda nutrirse de esos datos, de manera constante, para que el precio de mercado, el efectivamente pagado, se aproxime al resultado de las condiciones que materialmente afectan a la demanda y a la oferta.

Las fluctuaciones que sufren la oferta y la demanda, ocasionadas por factores de distinto orden – provenientes de la naturaleza y en su mayor parte de acciones humanas – confluyen para producir un precio que manifiesta de manera diferente los efectos de dichos factores.

Lo ideal es que esos comportamientos humanos que tienen la virtualidad de influir en la formación de un precio no sean fraudulentos ni abusivos, y que la reacción o respuesta de un valor frente a determinada circunstancia sea la normal, razonable o esperable según los acontecimientos y el tipo de mercado, sobre todo, su estructura.⁸⁰⁸

En otras palabras, un valor o instrumento negociado en el mercado de valores debería acercarse a los denominados «*Market Fundamentals*» que son todos aquellos factores

⁸⁰⁷ «La transparencia puede definirse como el grado en que la información sobre la negociación (tanto la información previa como aquella generada posteriormente a la ejecución de las operaciones) se pone a disposición del público en tiempo real. La información previa a la negociación está relacionada con la presentación de órdenes en firme como medio para permitir que los inversores conozcan, con algún grado de certeza, si es que pueden operar y a qué precios pueden hacerlo. La información posterior a la negociación está relacionada con los precios y el volumen que se han cruzado en todas las operaciones individuales realmente realizadas. En este sentido, la regulación deberá garantizar los máximos niveles de transparencia.» Vid. MUÑOZ PÉREZ, A. F. (2009), p. 576.

⁸⁰⁸ «Markets can be order-driven, intermediated or a hybrid of both, and order-driven markets can use continuous trading based on an order book, a call auction or hybrid of both. In each of these models, different factors channel the supply of and demand for the securities, leading to a different process of price creation. The manner in which orders interact in time is also different and important. The way a price is created in turn determines the techniques that could potentially be used to manipulate prices by a trade or series of trades.» Vid. DONALD, D. C. (2011), p. 71

(hechos o información) que suministran datos cuantitativos y cualitativos para asignar el precio a un instrumento financiero, por ejemplo, el riesgo de crédito, la situación financiera del emisor, el monto y la periodicidad del pago de dividendos, la escasez del activo subyacente, la complejidad o innovación que representa, el nivel de endeudamiento, el monto de las ganancias, el nivel de ventas, una situación de inestabilidad política, la amenaza de una guerra, los intangibles de las empresas (capital humano⁸⁰⁹, marca, imagen de la empresa), etc.

Por consiguiente, los *Market Fundamentals* también son información – tanto financiera como no financiera – que se encuentra disponible públicamente⁸¹⁰.

Esos datos cuantitativos y cualitativos que inciden en la evolución del precio del instrumento pueden depender en gran proporción de la voluntad humana, lo ideal es que no lo hagan en un modo absolutamente discrecional, que omita el interés general que también debe guiar a las actividades económicas, y cómo no, a las financieras. Y es contrario al interés general apoderarse del proceso de formación de precios, es decir, que estos se acomoden o se hagan a la medida de quien desea un determinado efecto.

Al referirnos al precio no estamos hablando de un precio justo,⁸¹¹ natural, en equilibrio, etc., sino de un precio que incorpore, en tanto sea posible, la mayor parte de la información que afecta al objeto de negociación al que se refiere. Es decir, el énfasis de este análisis es la formación o creación del precio en los mercados financieros, específicamente los de valores. Por lo tanto, lo que nos preocupa por ahora es el proceso en sí mismo considerado, más que la justicia o no del resultado.

Los instrumentos financieros y los valores negociables no poseen un valor intrínseco⁸¹², su precio deberá incorporar – en general – los datos que afecten al emisor y su sector de actividad, al objeto concreto al que justiprecian y al propio mercado (su estructura, las técnicas y estrategias de negociación). En consecuencia, en lo que atañe a la regulación de la manipulación, los cambios en los precios deberían hallar explicación en los datos mencionados y no en la mera voluntad de quien se ha esforzado por crear el cambio para sacar beneficio de la nueva tendencia, cauce que no se hubiera producido sin su accionar abusivo.⁸¹³

⁸⁰⁹ Vid. CAMÚNEZ RUÍZ, J. A. / MORENO CAMPOS, I. / SIERRA MOLINA, G. J. (2003), pp. 539-569

⁸¹⁰ La información se considera públicamente disponible en estos casos: «Formal announcements. Press reports. Documents filed in court or with the Registry of Companies and Businesses. Disclosure through mechanism of stock exchange.» Vid. VIJAYENDRAN, G. (2001), s.p.

⁸¹¹ Vid. GÓMEZ CAMACHO, F. (1998), pp. 47-66.

⁸¹² Vid. FERNÁNDEZ PÉREZ, N. (2000), p. 57 y p. 89.

⁸¹³ «There are a number of reasons why a trader would want to manipulate the price of a security, and market manipulation may take place much more often than is generally assumed. The simplest motive would be to profit from an unwarranted

No obstante lo dicho, no hay que desconocer que en muchas oportunidades, y sin que haya abuso de mercado, las diferencias entre los “*Market Fundamentals*” y los movimientos de los precios pueden tener un gran componente de mala apreciación de los primeros (error, exceso de confianza, entre otros) y de irracionalidad, pues – al fin y al cabo – el mercado es una actividad humana que no está libre de este tipo de defectos, del error y de la falta de razón.⁸¹⁴

Las burbujas financieras⁸¹⁵, tanto las que se califican de racionales como las irracionales, son una muestra de que no sólo el abuso de mercado puede causar enorme brechas entre el precio de un valor y los “*Market Fundamentals*” y, por ende, mayor volatilidad.

Por ejemplo, las burbujas⁸¹⁶ pueden surgir de una valoración inadecuada de los “*Market Fundamentals*”, sobre todo cuando se trata de innovaciones que dificultan fijar el precio de un activo determinado; o, incluso, de las incertidumbres del entorno, que hacen que los activos se valoren según factores exógenos, que no tienen impacto en los “*Market Fundamentals*” y no emanan de éstos (factores no relacionados ni siquiera con la economía o los negocios).

Adicionalmente, las burbujas⁸¹⁷ también pueden surgir de conductas irracionales (mimetismo o *herd behaviour*), cuando los inversores no son capaces de elaborar previsiones sobre la rentabilidad de los valores, o no tienen información suficiente y creíble sobre un activo, y prefieren confiar en las tendencias o modas del mercado. De esta manera, sin indagar mucho sobre los hechos que las fundamentan, los inversores deciden seguir las conductas de otros, el patrón que éstos han establecido.

Dejando atrás a las burbujas financieras, tema interesante que escapa del objeto de nuestras reflexiones, el proceso de formación de los precios puede verse alterado profundamente por el abuso de mercado.

price change through a purchase and a sale (or vice versa) of the manipulated securities. The rogue trader would cause the price change and then harvest profit from it.» Vid. DONALD, D. C. (2011), p. 64

⁸¹⁴ «Experimental research finds that individuals evaluate stocks not in terms of the relationships between risk and return, but instead based upon their global attitudes towards those stocks.²¹ Experimental research indicates that “factors other than technical fundamentals are often used by market participants to gauge the value of securities. This phenomenon may be quite prevalent in markets for IPOs, where securities lack a financial history. The imagery and affect associated with securities can be a powerful basis upon which to judge their worth.”²² Affect and images crucially shape people’s attitudes towards securities and their judgments concerning securities.²» Vid. HUANG, P. H. (2005), p. 8.

⁸¹⁵ Vid. DALE, R. S. / JOHNSON J. E. / TANG, L. (2005), pp. 236-238.

⁸¹⁶ Una burbuja es una desviación del precio de un activo de su valor fundamental y éste es el valor actual de un instrumento o valor negociable, y no su valor o precio de mercado.

⁸¹⁷ Si se quiere conocer en detalle las etapas de las burbujas financieras, puede consultarse a: KNIGHT, A. (2002), pp. 71-94.

Al respecto, y en relación con la manipulación de los mercados, un punto que merece una reseña breve es el del *High Frequency Trading*⁸¹⁸. Esta estrategia de negociación, bastante popular en nuestros días, puede ser empleada como una técnica de manipulación del mercado de valores (“*stuffing*”, “*smoking*” y “*spoofing*”)⁸¹⁹. Mediante esta estrategia se influye en la formación de los precios a través de algoritmos que inyectan gran velocidad – hasta en nanosegundos – a las negociaciones que tienen lugar en los mercados de valores

Aunque no se niega su capacidad para incorporar rápidamente información al mercado (función de *price discovery* o formación de los precios) y para crear liquidez en tiempo récord, también pueden tener un efecto negativo en estos ámbitos⁸²⁰, favoreciendo las asimetrías informativas⁸²¹ y la iliquidez. El algoritmo busca reemplazar los *Market Fundamentals* de un valor según una fórmula financiera diseñada para maximizar los beneficios y aprovecharse de los cambios vertiginosos de los precios (repercutiendo en la volatilidad de los valores).

La manipulación de los mercados puede materializarse a través de manipulaciones operativas o manipulaciones informativas. En las primeras, el manipulador da órdenes o lleva a cabo transacciones fraudulentas y/o artificiales con la capacidad para alterar la oferta y la demanda de los valores o instrumentos financieros. En las segundas, el manipulador difunde información falsa o engañosa para alterar dicha oferta y/o demanda.

En ambos casos el manipulador, según su interés particular y sin escrúpulos, opta por la creación de una impresión o señal falsa o engañosa para desencadenar un movimiento de los precios durante cierto tiempo y en unas condiciones determinadas. De esta forma, el manipulador crea una apariencia falsa respecto de los emisores, los valores e instrumentos financieros (o de las materias primas que les sirven de subyacentes), de su oferta y/o demanda; en aras de aprovecharse de alguna manera de las fluctuaciones de los precios.

⁸¹⁸ «HFT is an umbrella term referring to a diverse set of strategies whose common denominator is that they are algorithmic and attempt to use low latency (i.e., fast order execution) to gain an edge in the market.» Vid, PREWITT, M. (2012), p. 134.

⁸¹⁹ «HFTs can use their superior speed profitably to deceive other market participants. Three established abusive strategies carry the nicknames "stuffing," "smoking,"¹¹⁸ and "spoofing."¹¹⁹ "Stuffing" involves submitting huge numbers of orders-most of which will be cancelled prior to execution-so that the exchange becomes congested and slow traders' information becomes unreliable. HFTs then trade against misinformed orders they induce.¹¹⁹ In "smoking," HFTs post generously priced limit orders with the intention of inducing a flow of slow marketable orders. The HFTs then cancel their generously priced limit orders before they execute and trade with the incoming marketable orders on more advantageous terms.¹²⁰ In "spoofing," HFTs place large limit orders to sell that are above the best asking price, with the intention of quickly cancelling them if the price moves upwards so that they will not be executed. The HFTs hope during spoofing that the size of the sell orders will scare other traders into selling at a low price, thus allowing the HFTs to scoop up a bargain. ¹²¹ This list of deceptive strategies is not exhaustive, but it provides insight into HFTs' ability to use speed to illegally hoodwink slower investors.¹²²» Vid, PREWITT, M. (2012), pp. 147-148.

⁸²⁰ Vid. PREWITT, M. (2012), p. 140 y pp. 144-146.

⁸²¹ «...informational asymmetries may lead to illiquidity as informationally disadvantaged buyers either stay away from the marketplace or reduce the prices they are ready to pay to account for risk, which in turn will keep sellers of higher quality goods away as they perceive the prices as being too low.²⁴ This leaves only sellers of inferior goods in the market, ultimately leading to adverse selection.²⁵ Thus, any market, be it used cars, real estate, or securities, needs to alleviate informational asymmetries... With an incentive to disclose and a prohibition against lying, the seller has no other choice than to speak the truth or forego the transaction.» Vid. LAU HANSEN, J. (2002), pp. 247-248.

Ahora, en lo que respecta al *insider trading*, si bien algunos admiten que es útil para incorporar información que hasta el momento de la negociación no era pública, la decisión de incorporar dicha información a través de una operación cualquiera – de hacerla disponible – obedece a la voluntad de alguien de beneficiarse de los efectos que generará al lanzarla al mercado y verificarse así su disponibilidad, influyendo en las decisiones de inversión / desinversión de otros.

En realidad, esa información de la que se habla está constituida por señales⁸²² que se derivan de las operaciones del *insider*, pues éste busca beneficiarse de las transacciones antes de que otros conozcan la información concreta que motivó su negociación. Es decir, cuando los *insiders* operan, valiéndose de información privilegiada, no introducen información clara y concreta al mercado, dan indicios que luego se hacen explícitos para los demás sujetos del mercado cuando la información se hace pública.

Empero, lo secundario es la puesta a disposición del mercado de información que no era pública, pues, el sujeto que abusa de la información privilegiada ha decidido cómo y en qué momento “liberar” esa información, aprovechándose de una ventaja que no tuvieron los demás intervinientes en el mercado⁸²³, es decir, los que negociaron sin poder tomar en cuenta el factor o circunstancia que constituía la nueva información que posteriormente sí es absorbida por el mercado.⁸²⁴

Por lo tanto, en la regulación del *insider trading* y la manipulación⁸²⁵, lo vital es que el precio no incorpore las acciones constitutivas de abuso de mercado, que éstas no se conviertan en mecanismos habituales de presión de los precios, o lo que es lo mismo, en mecanismos de formación de los precios.

⁸²² «For example, the analyst who buys because publicly available information indicates he has spotted a bargain may turn out to be a chump if the low price was simply the result of insiders selling on undisclosed bad news. 8 However, may not the same effect on price result from sales by traders who possess unique insights rather than unique information?» Vid. COX. C. / FOCARYR, K. S. (1988-1989), p. 355.

⁸²³ «To put it bluntly, the support for action against insider dealing usually voiced by professional investors is provoked by a fear of being placed on the same dismal footing as that of the lay investor» Vid. LAU HANSEN, J. (2002), p. 251. Este autor hace una reflexión interesante en el sentido de considerar que el fundamento de la prohibición del *insider trading* es el de evitar que un puñado de inversores profesionales y sus analistas financieros se vean perjudicados por el uso de información que no está a su alcance, pues el inversor no profesional siempre tendrá un acceso desigual a la información.

⁸²⁴ El *insider* viola el principio de igualdad de oportunidades para acceder a la información sobre los valores cotizados. Vid. PIÑEIRO CHOUSA, J. / TAMAZIAN, A. (2004), p. 3.

⁸²⁵ «However, informational asymmetries are also arguably arising in highly developed markets because of uneven advances in the application of technology. For example, orders that flash for less than one second on trading terminals available to some traders ("flash orders"), which are not "included in the consolidated quotation data" create a market with "two-tiered access to information" that in the US, the Securities and Exchange Commission (SEC) has acted to correct.37 Once knowledge of a possible two-tiered information flow exists, rogue traders can more easily create the impression that they are acting on the basis of valuable, non-public information. Also, from an intuitive standpoint, it is certainly conceivable that high-speed trading,38 which exploded from 30% to 73% of US equity trading volume between 2005 and 2010,39 offers a good opportunity for well-endowed traders armed with supercomputers to profit from the slow, reactive positions of retail, and even some institutional, traders.» Vid. DONALD, D. C. (2011), p. 65

Muchos afirman que el *insider trading* no altera la formación de los precios⁸²⁶ porque los *insiders* incorporan información privada al mercado, permitiendo así que los precios la reflejen, y sin que el resultado obtenido (el precio) difiera del que normalmente se obtendría del encuentro entre la oferta y la demanda.

En este trabajo, sin embargo, atendemos al proceso de formación y no al resultado en sí mismo (el precio), en consecuencia, el *insider* manipula⁸²⁷ tal proceso, lo acomoda para sacar una ventaja informativa conforme a ciertas circunstancias y en un momento específico. Por tanto, la interacción entre oferta y demanda no es libre, con quien negoció el *insider* careció – en cierto grado – de información porque no estaba a su disposición y no hubo transparencia.⁸²⁸

Recordemos que las fluctuaciones de los precios tienen una trascendencia económica gigante, pues contribuyen a predecir no sólo el rendimiento de un valor en particular, sino también el devenir de los ciclos de negocios (recesión o expansión).

En consonancia con lo expuesto, desde hace tiempo, el legislador ha plasmado el interés de proteger la información en los mercados financieros como fuente creadora de los precios, especialmente en lo que se refiere a la divulgación de información sobre los emisores y sus activos, para que sea – en lo posible – exacta, completa y puntual.

A esto se le denomina “transparencia”, y como dice la Directiva 2004/109/CE, a través de ella se busca fomentar «la confianza continua del inversor» y permitir una evaluación informada del rendimiento de los emisores y sus activos, mejorando «la protección de los inversores» y aumentando «la eficiencia del mercado».⁸²⁹

Luego, un mercado transparente redundaría en un mercado eficiente. Pero, ¿qué es un mercado eficiente? En general, la eficiencia⁸³⁰ en los mercados puede ser definida como su capacidad para trasladar los recursos provenientes del ahorro hacia las unidades deficitarias.

⁸²⁶ «El sujeto activo del delito no interviene en la formación del precio de los instrumentos financieros en el mercado, sólo accede a él con una información de la cual los otros inversores carecen de modo que lo que se rompe es la transparencia del mismo.» Vid. BENÍTEZ ORTÚZAR, I. F., (2005), en CARBONELL MATEU, J. C. (Coord.), p. 86.

⁸²⁷ Vid. GARCÍA SANTOS, M. N. (2005), p. 163.

⁸²⁸ «Los economistas han demostrado que en un mercado con iniciados se incrementa sustancialmente la probabilidad de que el precio esté desviado con relación al valor actual de las acciones, tanto a corto como a largo plazo. El descuento que los no iniciados deben incluir en sus ofertas de precio por unos valores determinados como consecuencia de potenciales operaciones de iniciados, es incierto puesto que desconocen los niveles que estas conductas alcanzarán en cada concreta sociedad. La probabilidad de que los precios estén sobreponderados o infraponderados será la misma, pero disminuye la probabilidad de que estén equiponderados y se correspondan con su valor actual, al introducirse una nueva variable de incertidumbre en el precio.» Vid. HERNÁNDEZ SAÍNZ, E. (2007), p. 206. HERNÁNDEZ SAÍNZ sólo admite la alteración de los precios mediante el *insider trading* en los casos de operaciones de gran volumen (p. 268). En contra de esta autora: Vid. GARCÍA SANTOS, M. N. (2005), p. 166.

⁸²⁹ Consultar el primer considerando de la Directiva 2004/109/CE.

⁸³⁰ «Finalmente, la eficiencia informativa debe diferenciarse de la eficiencia “fundamental” (o “valorativa”) y de aquella “distributiva” [ndt: “alocativa”, en el original], tratándose éstas de nociones que se asocian a perspectivas diferentes. En efecto, mientras la forma de eficiencia que nos ocupa consiste en la capacidad de los precios para reflejar las informaciones disponibles (verdaderas o falsas que sean); la segunda forma de eficiencia mencionada consiste en la

Desde lo particular, la eficiencia puede ser concebida como el conjunto de garantías jurídicas e institucionales presentes en un mercado, que permiten la libre competencia. Pero la eficiencia también puede referirse a la existencia de costos bajos de negociación y a la ausencia o reducción de los obstáculos para que haya un flujo constante y suficiente de información en el mercado.⁸³¹

Esta última, la eficiencia informativa es la que interesa a este trabajo ya que el abuso de mercado incide en la formación de los precios de los valores e instrumentos financieros, concretamente, en la incorporación de información.

1.1.2. La información y la eficiencia informativa de los mercados de valores.

Conforme a la *Efficient Capital Market Hypothesis* (ECMH)⁸³², un mercado eficiente es aquel en el cual toda la información relevante sobre los valores o instrumentos financieros está al alcance de los inversores y los precios de dichos valores proyectan esa información. O, en otras palabras, los precios de los instrumentos financieros reflejan con precisión la totalidad de la información disponible sobre ellos mismos.

FAMA⁸³³ concibió tres formas o *tests* de la ECMH: a) *Strong* o fuerte. b) *Semi-strong* o semi-fuerte. c) *Weak*⁸³⁴ o débil. En la primera los precios de los valores reflejan con exactitud toda la información relevante sobre ellos aunque no se haya hecho pública. En la segunda, los precios de los valores reflejan exactamente toda la información pública disponible y se ajustan de manera imparcial e instantánea a todo cambio o nueva información. Y, en la última, los precios de los valores reflejan con precisión sólo la información histórica, la pasada.

Si los mercados fueran completamente eficientes y se incorporara toda la información disponible en el mercado de forma precisa e inmediata, no habría necesidad de esforzarse por adquirir información sobre los valores o instrumentos, en aras de tomar una decisión de inversión / desinversión⁸³⁵. Aún más, ni siquiera habría interés por negociar, debido a que los

idoneidad de los precios para incorporar el "valor intrínseco" del específico instrumento financiero;9 asociándose la tercera forma de eficiencia a la óptima distribución de los recursos.10» Vid. PERRONE, A. (2009), pp. 1-27.

⁸³¹ Vid. HERNÁNDEZ SAÍNZ, E. (2007), pp. 57-58.

⁸³² Descartamos otras teorías como la *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) o *The Miller-Modigliani Irrelevance Propositions*, dado que la ECMH tiene todavía una aceptación general, si bien es objeto de enconadas e innumerables críticas, desde hace mucho, por ejemplo, por parte del movimiento de la *behavioral finance*. Vid. GILSON, R. J. / KRAAKMAN, R. (2003), pp. 715-742; JACKSON, H. (2003), 671-689; y, STOUT, L. (2003).

⁸³³ Vid. FAMA, E. (1970), pp. 383-417

⁸³⁴ «The weak form of the theory is the most generally accepted,78 and deals with past price data as the universe of information.79 The accepted theory provides that when transactions costs are considered, past price information does not give an investor enough information to beat the market.80 In sum, the weak form ECMH asks whether empirical tests support the notion that the market price of a security incorporates all the information contained in its price history; the consensus is that it does.81» Vid. SIRKIN, S. M. (2009-2010), p. 316.

⁸³⁵ «Lógicamente, la posibilidad de que mediante la actividad de los analistas financieros se pueda predecir la rentabilidad de las acciones cuestiona seriamente la validez de la hipótesis de eficiencia del mercado y constituye una cuestión de gran

inversores no podrían obtener las ganancias derivadas de las asimetrías informativas de las que sí pueden aprovecharse lícitamente.

La realidad es otra. Primero, en los mercados existe un interés constante por obtener información relevante que permita negociar en un sentido o en otro, disminuyendo las probabilidades de error y de asunción de riesgos no queridos ni conocidos.⁸³⁶ Y, segundo, no toda la información sobre un valor o instrumento está disponible en un mercado para todos los intervinientes en él, ni siquiera a la misma vez, ni en la misma forma, ni en la misma calidad y/o cantidad.⁸³⁷ Esto por una razón incontestable: La imperfección de los mercados.

La distribución dispar de los flujos de información entre los inversores, dada su segmentación, grado de conocimiento o especialización; las diferencias tecnológicas entre los participantes de un mercado – lo que contribuye a las asimetrías informativas –; los costos de obtención de la información; los sesgos que pueden afectar los comportamientos de los inversores⁸³⁸, incluso su irracionalidad⁸³⁹ (*noise traders*); la heterogeneidad de las expectativas sobre el desempeño de un valor, entre otros, son factores que explican por qué los mercados no son en realidad eficientes, pero se quiere que lo sean.

Así las cosas, hay que entender que lo que se propone con la ECMH es un modelo abstracto de comparación del mercado, a partir del cual se puedan analizar los mercados reales, pues, si algo queda claro hoy es que los precios de los valores o instrumentos financieros no son un espejo de su valor económico, tan sólo una aproximación que puede

interés en el ámbito de la investigación en finanzas.» Vid. LÓPEZ ESPINOSA, G. / MARHUENDA FRUCTUOSO, J. (2003), p. 3. «Market participants act as if markets are not efficient, and as if information can produce gains. This has been described as the paradox of efficient markets; in order for them to function, participants must disbelieve in the hypothesis.» Vid. CARNEY, W. J. (1986), p. 883.

⁸³⁶ «Los mecanismos a través de los cuales la información se incorpora en los precios varían según la distribución inicial de la misma, conforme cuatro modelos que van desde la situación en que todos los participantes en el mercado conocen la información a la vez y sin costes (*Universally Informed Trading*) hasta el supuesto en que sólo unos pocos conocen la información (*Uninformed Trading*), pasando por el *Professionally Informed Trading*, en el que se negocia con base en informaciones públicas pero que sólo una minoría de especialistas es capaz de conocer y comprender y el *Derivatively Informed Trading*, en el que se negocia con base en filtraciones de información no pública, sea directamente, sea descodificando las negociaciones de los informados o mediante el análisis de los precios⁵⁷. Los estudios económicos demuestran que son más eficientes los mecanismos en los que la distribución inicial de información es más amplia (*Universally Informed Trading* y *Professionally Informed Trading*) y los costes de adquisición, procesamiento y verificación de la misma son bajos⁵⁸.» Vid. HERNÁNDEZ SAÍNZ, E. (2007), p. 62. Vid. también: GILSON, R. J. / KRAAKMAN, R. (2003), p. 721.

⁸³⁷ Resulta interesante leer sobre la relación entre la información, la rentabilidad y el riesgo. En cuanto menor sea la información sobre un activo, mayores riesgos se le atribuirán y tendrá menor rentabilidad. Vid. LÓPEZ ESPINOSA, G. / MARHUENDA FRUCTUOSO, J. / NIETO, B. (2004), pp. 1-24.

⁸³⁸ «The list of biases has grown impressively with time, and includes *overconfidence*, the tendency of individuals to overestimate their skills; *the endowment effect*, the tendency of individuals to insist on a higher price to sell something they already own than to buy the same item if they do not already own it; *loss aversion*, the tendency for people to be risk averse for profit opportunities, but willing to gamble to avoid a loss; *anchoring*, the tendency for people to make decisions based on an initial estimate that is later adjusted, but not sufficiently to eliminate the influence of the initial estimate; *framing*, the tendency of people to make different choices based on how the decision is framed such as whether it is framed in terms of the likelihood of a good outcome or in terms of the reciprocal likelihood of a bad outcome; and *hindsight*, the tendency of people to read the present into assessments of the past. Individuals whose decisions are subject to one or more of these biases, referred to in the literature as “noise traders”, will then make investment decisions that deviate from those that theory would predict of rational investors.» Vid. GILSON, R. J. / KRAAKMAN, R. (2003), p. 724.

⁸³⁹ Vid. HUANG, P. H. (2005), p. 22. Este autor realiza un análisis muy interesante de tres defensas existentes en los Estados Unidos de América, aceptadas judicialmente en los casos de fraudes con *securities*. Las defensas judiciales son: la “*puffery defense*”, “*truth-on-the-market defense*” y la doctrina de la “*bespeaks caution*”.

estar condicionada por el arbitraje financiero y puede resultar afectada por los sesgos de quienes negocian y sus distintas expectativas frente a un mismo instrumento, empresa o actividad.

En muchas ocasiones, un mercado puede responder casi que instantáneamente frente a una nueva información (*informational efficiency*), sin que esto implique que la refleje exactamente (*fundamental value efficiency*).⁸⁴⁰ Es decir, luego del anuncio de un evento en concreto puede haber un cambio o movimiento en los precios de los valores. Dicho cambio es percibido como relevante a la hora de determinar el valor del instrumento financiero en cuestión, con independencia del examen de su naturaleza o fundamento económico real.⁸⁴¹

Consiguientemente, la eficiencia no deberá ser vista como la mayor capacidad del mercado de incorporar toda la información relevante y disponible sobre un valor o instrumento; sino como su capacidad de reaccionar ante nueva información, absorbiéndola y distribuyéndola rápidamente, de la forma más completa y precisa que sea posible (además de menos costosa).

Por supuesto, el proceso de incorporación de la información a un mercado varía según el tipo de datos de que se trate, el conocimiento que de estos tengan los inversores y, cómo no, de los costos de adquisición, procesamiento y verificación de la información (costos a los que se hace frente, desde la regulación, mediante la imposición de deberes de divulgación y demás mecanismos para promover la transparencia informativa en los mercados).

Algunas veces los precios⁸⁴² reflejarán instantáneamente la nueva información, y en otras ocasiones el proceso será más lento. Los precios reflejan, en primer lugar, e inmediatamente, la información que todos conocen y que precisamente se libera al mercado para informarles sobre un hecho o evento determinado.

⁸⁴⁰ Vid. STOUT, L. (2003), pp. 7-8; y, AVGOULEAS, E. (2005), p. 47.

⁸⁴¹ «Event study researchers generally conclude that if announcement of an event is accompanied by a change in market prices, investors view the event as important “news” relevant to assessing share value. This idea, which presumes informational efficiency, shows signs of spreading beyond academe: courts have begun to rely on event studies to determine damages in securities fraud cases and even whether or not a misstatement or omission was “material.”⁷² «Event studies can be criticized for a variety of reasons.⁹⁸ But an incremental model of market efficiency suggests we should be particularly reluctant to draw conclusions from event studies that fail to find any significant price response to the studied event. Perhaps the market failed to react because the event was not, in fact, significant enough to change an informed investors’ view of the firm’s value. But perhaps the price didn’t change because most investors -- unwilling to invest the resources necessary to detect or understand the implications of the event – simply remained uninformed and unaware of it. In other words, false negatives are likely to be an endemic problem in event studies.⁹⁹» Vid. STOUT, L. (2003), p. 22 y p. 27.

⁸⁴² Los economistas elaboran modelos de valoración de los instrumentos financieros para explicar las variables de las que se valen para fijar los precios de los valores. Las variables escogidas son las más relevantes y se examina la relación funcional existente entre las mismas. Vid. MONTLLOR, J. / TARRAZÓN, M. A. (1999), p. 330.

En segundo lugar, la información que es pública, pero menos conocida, es decir, aquella que no obstante estar a su disposición, es desconocida por los intervinientes en el mercado, quienes no tienen la capacidad de asimilarla y comprenderla (salvo los profesionales).

En tercer lugar, está la “*inside information*” que solamente conocen unos pocos y que se integra al mercado lentamente, en la medida en que los demás puedan conocerla, a partir de ciertas señales – derivadas de los cambios en los precios o del volumen de lo negociado – provenientes de quienes se presumen están mejor informados. Y, en último lugar, la información que no conoce nadie y que surge de predicciones u opiniones sobre el futuro, que es la de más difícil “digestión”.

La información que incide en los precios de los valores o instrumentos financieros proviene de muchas y variadas fuentes, aunque – normalmente – dicha información se extrae de la contabilidad de las compañías, de los informes que suministran acerca de sus cuentas con la periodicidad que manda la ley y, especialmente, de los informes de auditoría contable.

Por lo tanto, las reglas que mejoran la calidad, la relevancia, la homogeneidad y la fiabilidad de los datos y su manejo en los sistemas contables, tienen un impacto substancial en la toma de decisiones del personal de la empresa y de quienes desean adquirir valores o instrumentos financieros relacionados con su actividad.

En adición a la presentación de sus cuentas, los informes cualitativos que hacen las empresas, v.gr., una relación detallada de las reservas probadas de hidrocarburos de una compañía petrolífera, el resultado de sus operaciones, el nivel de producción, las innovaciones en el refinado o en la exploración de recursos naturales, su política medio-ambiental, etc., también son información con la virtualidad suficiente para influir en las decisiones de los inversores.⁸⁴³

Un punto interesante es el del efecto de la divulgación selectiva de información financiera a través de canales privados de comunicación en el abuso de mercado, concretamente en el *insider trading*.

Es claro que quienes hacen parte de esos canales pueden obtener ventajas competitivas relacionadas con la información e indispensables para llevar a cabo su propia actividad, v.gr. los analistas financieros. A estos canales no puede acceder, generalmente, el

⁸⁴³ «Trade secrets, ongoing research efforts, business plans, and tactical deliberations not yet implemented are thus not covered by this general mandatory disclosure obligation, though they may be material, unless and until they are covered by the obligation to disclose them directly or indirectly that may follow from other laws, notably those regarding accountancy.» Vid. LAU HANSEN, J. (2002), pp. 258-259.

inversor individual, quien se considera menos calificado y quizás menos interesado en estos medios de divulgación, al bastarle, por ejemplo, la *Internet*.

Desde hace tiempo, analistas financieros e inversores institucionales vienen forjando relaciones bastante estrechas con las compañías cuyos valores o instrumentos financieros examinan, pues éstas últimas controlan el acceso a la información privada, y de ahí que el miedo a romper o deteriorar esos nexos propicien, por ejemplo, informes sesgados.⁸⁴⁴

Aún más, las mismas empresas tienen secciones o departamentos que se encargan de dirigir la comunicación financiera de las compañías cotizadas, y que están orientados a construir una buena relación con los agentes del mercado, especialmente los inversores, mediante el suministro de información; y a crear valor a partir de la comunicación o divulgación de datos creíbles que incrementen el valor intrínseco de las empresas.

Analicemos el caso de los analistas financieros, estos reciben, buscan y crean información. Su función consiste en emitir un dictamen sobre la rentabilidad esperada y los riesgos⁸⁴⁵ de los instrumentos negociados o a negociarse en los mercados de valores. Los analistas se apoyan en los datos que han recabado en el mercado y aquellos que las mismas empresas les suministran a través, generalmente, de presentaciones voluntarias.⁸⁴⁶

Los dictámenes de los analistas financieros tienen gran relevancia, ya que son expertos que desempeñan su labor, de manera independiente o no⁸⁴⁷, para contribuir a la concentración, ordenación y tratamiento de los datos que circulan en los mercados acerca de los valores y sus emisores. Está por de más decir que su trabajo ahorra a los inversores –

⁸⁴⁴ «No es, precisamente, la exactitud de los pronósticos lo que afecta en mayor medida a la remuneración de los analistas, sino que, por el contrario, la experiencia, el nivel de acierto en las recomendaciones y el volumen de negocio estarían más relacionados con la compensación. En consecuencia, y en orden a incrementar las comisiones, realizan más recomendaciones de compra que de venta y, por tanto, con objeto de reforzar las primeras existe un estímulo para inflar intencionadamente los pronósticos de beneficios por acción.» Vid. LARRÁN, M. (2002), p. 28.

⁸⁴⁵ Los analistas pueden llegar a tener un papel análogo al de las mismas agencias de *rating*. Vid. LÓPEZ ESPINOSA, G. / MARHUENDA FRUCTUOSO, J. (2005), p. 980.

⁸⁴⁶ Se discute arduamente si estas presentaciones son medios para influir en la rentabilidad de los valores, ya que durante las mismas se puede llegar a divulgar selectivamente nueva información sobre las empresas (para corregir las tendencias en la cotización de un valor que se considera menospreciado o para aprovecharse de información privilegiada); o si simplemente contribuyen a formar un estado de opinión sobre la evolución de un instrumento financiero. «En ámbitos académicos existen dudas sobre la verdadera naturaleza de este tipo de actos. Por un lado, se consideran encuentros en los que los directivos divulgan, voluntaria o involuntariamente, información privada sobre las perspectivas futuras de las empresas. Por otro, hay quien opina que, dado su carácter de acontecimiento programado con antelación, es poco probable que los directivos con información privada favorable esperen meses antes de difundirla en el mercado. Su finalidad no sería emitir información adicional, sino ayudar a los analistas a entender la política general de la empresa y sus perspectivas futuras. Se trataría más bien de dar a conocer aspectos cualitativos de la gestión difícilmente divulgables de manera no verbal, así como de ampliar y aclarar información previamente conocida.» Vid. GÓMEZ SALA, J. C. / GIL ÁLVAREZ, A. (2004), p. 85.

⁸⁴⁷ Los analistas de inversión se clasifican en analistas del lado de la venta y en analistas del lado de la compra. Los menos independientes son los primeros. Pueden emitir sus recomendaciones a través de la prensa económica o de los distintos medios de la casa de análisis a la que suelen pertenecer. Vid. LÓPEZ ESPINOSA, G. / GÓMEZ SALA, J. C. (2005), p. 3.

experimentados o no – el tiempo y los costos que tendrían que destinar a esta actividad de acopio de información.⁸⁴⁸

Los analistas de inversión suelen recomendar – según sus expectativas, más o menos interesadas – una operación determinada (comprar, vender o mantener), conforme a las predicciones que han elaborado. Dichas recomendaciones buscan crear percepciones, sembrar creencias en los inversores sobre el valor actual (si está infravalorado o sobrevalorado) de un valor y su evolución futura; por lo tanto, sus actuaciones influyen en la formación de los precios de los activos porque sus informes / recomendaciones son también información.

Como todo lo humano, la labor de los analistas no está exenta de falibilidad. Los analistas también pueden cometer errores de predicción, ya sea por los sesgos⁸⁴⁹ que pueden afectar cualquier actividad intelectual de valoración, o por las características propias del objeto de estudio y los factores que inciden en su mutación continua,⁸⁵⁰ por ejemplo: la variabilidad de los beneficios, el tamaño, el sector y la competencia, la edad de la empresa, el ambiente informativo de la compañía, el tiempo transcurrido desde la predicción hasta el anuncio de beneficios, la experiencia y formación contable del analista, etc.

En realidad, la comunicación de información por parte de las empresas es el factor decisivo para que un análisis de inversión sea lo más acertado o exacto posible. Esto explica el énfasis legal por imponer deberes de divulgación a las empresas en situaciones muy concretas o con cierta periodicidad, ya que en su ausencia sólo la buena voluntad de las compañías – o las filtraciones – permitirían acceder a información vital para valorar los activos que se negocian en los mercados financieros.

Y como es lógico, no puede dependerse del capricho de una empresa o de la buena salud de las relaciones entre compañías y analistas para que éstos puedan extraer los datos necesarios para emitir sus informes, pues la libertad e independencia de estos últimos se verían seriamente coartadas.

Evidentemente, la información también puede ser extraída de los reportes o de las publicaciones que emiten los gestores de los mercados, plataformas o sistemas de

⁸⁴⁸ Incluso, sus revisiones de las predicciones de los beneficios de una empresa son también información a tener en cuenta por los inversores, ya que se ha podido constatar que en ciertas condiciones pueden influir en la rentabilidad de un valor. «Uno de los importantes resultados de este estudio es que tanto la dispersión de los analistas como la atención y el tamaño son buenas aproximaciones de la fiabilidad otorgada a las revisiones agregadas de beneficios transmitidas al mercado. Las mejores variaciones del consenso sólo afectan a la rentabilidad si la dispersión de los analistas es baja o estamos ante empresas de gran dimensión o elevado seguimiento.» Vid. LÓPEZ ESPINOSA, G. / MARHUENDA FRUCTUOSO, J. (2003), p. 29.

⁸⁴⁹ Vid. LARRÁN JORGE, M. / REES, W. (1999), p. 694 y ss.

⁸⁵⁰ De este tema nos hablan SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P. / GARCÍA-META, E. (2005), p. 826.

negociación acerca de las transacciones efectuadas y de los precios alcanzados por los valores o instrumentos financieros; como también puede ser inferida a partir de la observación de la conducta o de las transacciones de los demás inversores, con el objetivo de descubrir si negocian con información no pública (*trade* y *pricing decoding*).

Aún más, aunado a lo dicho recientemente, es preciso considerar que las órdenes, las transacciones o hasta las cancelaciones de órdenes comunican, dicen algo a los demás operadores del mercado, y estos interpretarán y usarán esa información conforme a lo que estimen pertinente.

El precio de mercado se establece por las diferencias de opinión entre los operadores, cada cual sacará unas conclusiones diferentes y la tensión entre sus posiciones es lo que formará el precio. Es difícil que una actividad humana escape a un grado determinado de subjetividad – alto o bajo –, y el mercado de valores no es una excepción.

Es así como una tendencia “optimista” (*bull market*) o una “pesimista” (*bear market*) puede desencadenar el alza o la baja de los precios de las acciones. Las percepciones de los inversores sobre los fundamentos económicos y financieros de los instrumentos financieros (*Market Fundamentals*), y su futuro desempeño, varían considerablemente en el corto plazo⁸⁵¹ (desviaciones), pero con un poco más de tiempo suelen ajustarse. Quienes abusan del mercado lo saben, y tratan de aprovecharse de él mientras logra poner en marcha los mecanismos correctivos para que los precios⁸⁵² vuelvan a reflejar adecuadamente los *Market Fundamentals*.

Tratar de establecer los límites entre una conducta normal y ética en el mercado de valores, respecto de un comportamiento desinformador, no es una tarea fácil. Según la RAE, desinformar es omitir información o suministrar información manipulada o insuficiente, ¿cómo se distinguirá la conducta leal de un operador en el mercado de una presunta desinformación que puede derivar de las conclusiones de otros cuando analizan un determinado movimiento en la bolsa?

¿Cómo saber que el precio al que cotiza un valor es el real, el verdadero, el que resulta de los *Market Fundamentals*? La respuesta no es sencilla, dentro de lo común entre las posiciones individuales es preciso encontrar elementos objetivos, seleccionando datos que cuantitativa y cualitativamente tengan un rendimiento más útil y razonable, menos

⁸⁵¹ Vid. GÓMEZ BISCARRI J. / PÉREZ DE GRACIA HIDALGO, F. (2002), p. 44

⁸⁵² «Los precios de los activos reflejan factores como información sobre el subyacente, los inventarios mantenidos por los agentes, los costes de transacción y la aversión al riesgo de los participantes. La manipulación de precios tiene lugar cuando se producen acciones que cambian las percepciones de los participantes en el mercado sobre la información, sobre el subyacente o sobre las posiciones, o cuando un sujeto se aprovecha de la información que posee (información privilegiada) o de su inventario (posiciones dominantes).» Vid. GARCÍA SANTOS, M. N. (2005), p. 168.

dependientes de la arbitrariedad. Por ello el simple desacuerdo no es el que forma el precio, es el desacuerdo fundado en dichos datos, siendo ésta la interacción que se busca proteger.

En fin, la información puede estar contenida en un boletín de prensa, devenir de una noticia publicada en un periódico (especializado o no en los mercados financieros), de un informe de una entidad gubernamental, o hasta de un rumor. Con independencia de la forma que la contenga o mediante la cual sea puesta en circulación, la información que interesa a la eficiencia de los mercados es aquella que tiene la capacidad para influir en el precio de un valor o instrumento financiero, a pesar de que los cambios producidos no reflejen o no tengan correlación con su importe o coste económico real.

Esto significa que es información de mercado todos aquellos datos que tengan la potencialidad de modificar los conocimientos y expectativas de los inversores sobre el precio de los activos. Esa información puede fundarse en hechos conocidos o en estimaciones y predicciones; y permite conocer los riesgos (sistémicos o específicos) para calcular anticipadamente las ganancias⁸⁵³ que se espera obtener con una operación, en orden a ajustar las expectativas sobre las mismas.

La información moldea los precios de los instrumentos financieros, y los precios son fundamentales porque envían las señales necesarias para la asignación o distribución de los recursos, guiando las decisiones de los inversores y de las empresas. Es más, determinan el valor de las compañías (así éste último no se corresponda con el desempeño real de las mismas) y alertan sobre los riesgos que pueden estar asociados a una inversión.

Cuando se abusa del mercado, especialmente al manipularlo, se reduce la capacidad de los precios de informar y orientar las decisiones de inversión de las empresas. El manipulador se hace pasar por un inversor informado, afectando la posibilidad de los precios de asignar los recursos allí donde económicamente pueda sacárseles mayor valor o utilidad social. Al manipulador le interesa, básicamente, maximizar su beneficio a costa – inclusive –, del mismo valor de las compañías.⁸⁵⁴

⁸⁵³ La rentabilidad es el beneficio económico que se obtiene con una inversión, luego de descontar todos aquellos costos o los recursos dispuestos para obtener dicha utilidad. La rentabilidad de los valores cambian según las variaciones de los precios de los activos y en ella influyen, por ejemplo, la decisión de una empresa de distribuir dividendos. Existen varios tipos de rentabilidad, la de mercado y la contable. La de mercado se divide en rentabilidad esperada, exigida y efectiva; mientras que la contable se divide en efectiva y esperada. Vid. MONTLLOR, J. / TARRAZÓN, M. A. (1999), p. 327 y ss.

⁸⁵⁴ «Thus, conditional on being uninformed, the speculator expects that the value of the firm is lower than what is reflected in the market price. This creates an incentive for him to sell, not to buy. Second, while the speculator can potentially manipulate the firm's investment decision with either buy orders or sell orders, this will only be profitable with sell orders. Buying the stock with no information will lead to overinvestment, which will only decrease the value of the speculator's accumulated long position. This is because overinvestment—just like underinvestment—is inefficient and leads to a reduction in firm value. Thus, the speculator can benefit from manipulating the price and distorting the real investment decision only when he accumulated a short position. An interesting implication from this is that there is asymmetry between buy orders and sell orders. As a result, sell orders are less informative about the fundamentals, and the response of the price to sell orders is less strong.» Vid. ITAY GOLDSTEIN, I. / GUEMBEL, A. (2008), p. 134.

Según ALLEN y GALE, existen tres tipos de manipulación de los precios: La *action-based manipulation* (actuaciones para cambiar el valor real de los activos que conllevan engaño o fraude); la *information-based manipulation* (liberar información falsa sobre los activos o difundir rumores falsos) y, finalmente, la *traded-based manipulation* (ocurre cuando un inversor intenta manipular un valor comprándolo, y vendiéndolo luego, sin que se perciba una intención de alterar el valor de los activos, ni un interés por difundir información falsa).⁸⁵⁵

A decir verdad, no es fácil determinar, en el caso de las *traded-based manipulations*, cuándo se quiere efectuar una transacción sin la intención de cambiar el valor del activo y sin el interés de divulgar información falsa. Autores como KYLE y VISWANATHAN⁸⁵⁶ desaconsejan la prohibición y persecución de este tipo de manipulaciones en cuanto no es posible identificar adecuadamente cómo afectan la precisión de los precios y la liquidez de los mercados, elementos éstos que consideran indispensables para hablar de manipulación de los precios (manipulación de los mercados).

Lo antecedente porque, por lo general, los demás inversores no podrán distinguir cuándo un inversor realiza una operación queriendo aprovecharse – legítimamente – de una oportunidad en el mercado, convencido e informado de que un instrumento o valor está por debajo de su precio real; y cuándo no.

En resumen, el abuso de mercado afecta los mecanismos de formación de los precios privándolos de la capacidad de suministrar al mercado, con precisión, rapidez y completitud, la información que afecta a los activos. Por las razones mencionadas, los precios pierden no solamente su aptitud para emitir las señales necesarias, o las que suelen considerar los inversores para negociar, sino también para distribuir los recursos de manera eficiente.

Al margen de lo anterior, queda un asunto pendiente que se tratará luego con mayor extensión, cuando se reflexione sobre el daño y su cuantificación. Por el momento, la cuestión podrá proponerse en los siguientes términos:

Determinar con exactitud que el precio de un instrumento o un valor es el resultado de una conducta calificable como abuso de mercado es una tarea bastante engorrosa. Se han confeccionado distintos modelos para medir – por aproximación – la diferencia entre el precio hipotético que el valor hubiera tenido sin el abuso (predicción) y aquel precio al que se efectuaron las operaciones.

⁸⁵⁵ Vid. ALLEN, F. / GALE, D. (1992), p. 505.

⁸⁵⁶ «Trade-only strategies present two challenges. First, there is the intellectual problem of determining whether a scheme undermines both pricing accuracy and market depth. Second, there is the enforcement problem of distinguishing an illegal scheme from a legal one which might manifest itself in identical behavior, differing only perhaps in private» Vid. KYLE, A. S. / VISWANATHAN, S. (2008), p. 278.

Uno de los modelos que más aceptación ha tenido es el que estudia los eventos dentro de una ventana temporal perfectamente delimitada (lo más corta que sea posible), en orden a aislar el evento o acontecimiento que se sospecha abusivo con mayor precisión y localizar – dentro de lo posible – los efectos que se le imputan. Esto, con el objetivo de identificar la naturaleza y las características del evento examinado durante un período determinado y no mezclar en el análisis otros factores con la virtualidad suficiente para desencadenar fluctuaciones en los precios.

Aunque los mercados perfectos no existen, en nada los perjudica que se insista en el desarrollo máximo de aquellas características concebidas como deseables en los mercados financieros, especialmente su transparencia y eficiencia.

Un mercado más transparente y eficiente podrá mejorar su amplitud (el volumen de activos negociados), su proceso de formación de los precios (la libre concurrencia de la oferta y la demanda), su flexibilidad (la velocidad de reacción ante las variaciones) y su profundidad (el número de órdenes de compra y de venta de cada uno de los activos).

1.1.3. La protección de la confianza de los inversores.

Corresponde ahora examinar el tema de la protección de la confianza⁸⁵⁷ de los inversores que resulta, como anota el segundo considerando de la DAM, de dos condiciones: la integridad del mercado y su buen funcionamiento⁸⁵⁸. De esta suerte, «el abuso del mercado daña la integridad de los mercados financieros y a la confianza del público en los valores y productos derivados», afectando – al mismo tiempo – su transparencia (considerando núm. 43 de la DAM) y eficiencia.

¿Cómo debe entenderse la confianza de los inversores? Es la expectativa o esperanza de que el mercado financiero funciona adecuadamente y de forma íntegra, castigando a quienes obran sin ética o ilegalmente. De tal suerte que se excluye teóricamente

⁸⁵⁷ «Trust can be defined as "the voluntary ceding of control over something valuable to another person or entity, based upon one's faith in the ability and willingness of that person or entity to care for the valuable thing."57, simply put, trust is having faith and believing in others. Trust's corollary, trustworthiness, can be defined as an "unwillingness to exploit a trusting person's vulnerability even when external rewards favor doing so."58 Trustworthiness is displayed through an individual or entity's integrity and fulfillment of assigned responsibilities... That is, "[t]rust acts as a lubricant,"63 enabling individuals, as investors, to transact efficiently, and thus, more often. For analogous reasons, the proper organizational regime can similarly promote trust among individuals. In other words, "[when] people are confident in the [law] to punish cheating, people are more trusting"64 as a result of their faith in the monitoring system.» Vid. KOEBEL, J. T. (2010-2011), pp. 72-73. En este artículo, el autor argumenta que es necesario dar mayor poder de regulación a FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*) sobre los "investment advisers", pues el rol de la SEC no es suficiente, aunque sus esfuerzos son plausibles.

⁸⁵⁸ «La confianza, por tanto, no ayuda al correcto funcionamiento de los mercados de valores. Sin embargo, el correcto funcionamiento de dichos mercados, dado a conocer y observado por el consumidor, que es el inversor final, es el que genera dicha confianza,...» Vid. MONROY ANTÓN, A. (2005), "El bien jurídico...", pp. 66-67. En la p. 73 y ss., Monroy descarta que la confianza de los inversores sea el bien jurídico protegido penalmente, argumentando que si fuera sólo la confianza se sancionaría la conducta de abuso de información privilegiada aún cuando no se obtuviera beneficio alguno, y el tipo penal en concreto sí que lo exige. Además, en la práctica los inversores no pierden la confianza en el mercado, siguen negociando y no castigan al conjunto de la Bolsa sino al valor afectado – aunque levemente – (p. 75).

o – por lo menos – se presume que no existe la posibilidad de ser víctima de abusos, engaños, fraudes o conductas desleales, ya que se espera razonablemente que los intervinientes en el mercado negocien según las reglas de juego existentes.

Consiguientemente, el inversor puede confiar en la precisión con la cual los precios de los valores reflejan la información disponible en el mercado, y no espera pagar por un valor o por un instrumento financiero un precio que exceda de lo que el mercado realmente demandaría. En fin, el inversor puede confiar en que el precio que paga corresponde al precio que resultaría de la interacción entre la oferta y la demanda.

Tal como expresa el considerando vigésimo cuarto de la DAM, la transparencia es fundamental para que exista confianza de los inversores. Por lo tanto, según su tenor, una “divulgación rápida y adecuada de información al público aumenta la integridad del mercado, mientras que la divulgación selectiva por los emisores puede llevar a una pérdida de confianza de los inversores en la integridad de los mercados financieros”.

Así las cosas, la disponibilidad de información y la confianza inversora están estrechamente relacionadas, a pesar de que en ocasiones, y según algunos, cuando se trata de instrumentos financieros muy complejos, poner información al alcance del público puede resultar inútil.⁸⁵⁹

En oposición a lo anterior, si bien hay instrumentos y estructuras negociales financieras muy complejas, siempre habrá una manera simple de explicarlas. Si no es posible explicar en qué consiste y cómo funcionan los instrumentos o estructuras negociales que se ofrecen a los inversores, es probable que quienes las crearon y quienes ayudan a su distribución ni siquiera las entiendan, y en estas circunstancias, ¿cómo esperan que lo hagan los inversores? ¿Estarán ocultando la voluntad de beneficiarse de la opacidad resultante de su supuesta complejidad, trasladando riesgos que deberían retener?⁸⁶⁰

Si la complejidad – casi misterio – es lo que caracteriza una estrategia o un esquema comercial, habrá que preguntarse qué utilidad, qué valor agregado tienen esos instrumentos en el mercado de valores a efectos de su funcionamiento adecuado.

⁸⁵⁹ «For this reason, academic commentary on the effect of enhanced derivative disclosures has frequently been skeptical of the benefits of enhanced disclosure, suggesting instead that the complexity of many credit derivatives--especially those tied to structured finance vehicles such as CDOs--may make it impossible for markets to incorporate additional information in a meaningful way.» Vid. BARLETT, R. P. (2010-2011), p. 3

⁸⁶⁰ «Opportunity and risk are by nature bound together. Investors should just "gamble" on the market on a large scale, however, only when they are prepared to lose their investment. For this reason, future products should be prohibited which require no capital investment and which, because of extreme leverage effects, do more harm than good.» Vid. MÖLLERS, T. M.J. (2010-2011), pp. 64-65.

Por supuesto, aparte de la ironía, es posible hacer una concesión y es que la información correspondiente a valores o instrumentos muy complejos puede ser de lenta incorporación, al fin y al cabo, la información es procesada por el mercado a distintas velocidades – según su contenido y los inversores –, por tanto, la complejidad puede reducir la eficiencia del mercado.

Al hilo de las ideas anteriores, puede aseverarse que una de las situaciones que más desconfianza genera en los mercados es la existencia de asimetrías informativas que rebasan los límites, o no se ajustan a las condiciones en las que están previstas o son normalmente toleradas, pues pueden menoscabar seriamente la eficiencia del mercado.

Es perfectamente normal que en el mercado existan asimetrías informativas, por ejemplo, un *insider* siempre sabrá más de su compañía que un *outsider*. Sin embargo, lo inaceptable es que el propio mercado o el legislador desdeñen su papel en la reducción de las brechas informativas.

Si se quiere un mercado financiero donde reine la libre competencia, deberá brindarse a todos sus intervinientes la posibilidad de conocer una inversión en condiciones de igualdad⁸⁶¹, disminuyendo los costes de transacción⁸⁶² en cuanto sea posible, por ejemplo, a través, de la *mandatory disclosure*⁸⁶³ o los *gatekeepers* (intermediarios, *underwriters*, revisores contables, asesores en inversiones⁸⁶⁴, etc.).

Antes de dar por terminado este acápite, pues, ya se ha discurrido suficientemente sobre los fundamentos económicos de la regulación por abuso de mercado, examinemos la confianza de los inversores a través de un fenómeno como el de la especulación.⁸⁶⁵

⁸⁶¹ «Fairness as equal access to information may be seen, then, as more than a standard of honesty and not as fraud in any traditional sense, but as an attempt to prevent exploitation of unearned informational advantages, to promote equality of opportunity in the securities markets, or, more starkly, to transfer wealth from the informed to the uninformed. In this respect, insider trading is unfair much in the sense that inheritances, or even good luck, are unfair;22 and an insider trading prohibition is not so much an antifraud rule as a law against easy money.» Vid. COX. C. / FOCARYR, K. S. (1988-1989), p. 360.

⁸⁶² «Similarly, many foreign issuers enter the U.S. market by means of Rule 144A,113 which allows them to sell their shares to sophisticated institutional investors, but not to retail investors. This “private” entry into the U.S. means that these foreign issuers need not register under either the Securities Act of 1933 or the Securities Exchange Act of 1934.114 As a result, such issuers do not become subject to SEC scrutiny and face little prospect of either public enforcement or private class action litigation. But the listing premium associated with such a “private” entry into the U.S. is much smaller than the listing premium incident to entry onto a major exchange (and sometimes it may even be negative).115 Why then make such a limited entry? The most logical explanation is that the controlling shareholders optimize their own position by obtaining some valuation premium but little exposure to regulatory oversight or enforcement risk.»Vid. COFFEE, J. / BERLE, A. (2007), pp. 54-55. Estos autores analizan las diferencias de la regulación financiera entre los sistemas del *Common Law* y el *Civil Law*, atribuyendo mayor éxito a los primeros por virtud de la intensidad con la que aplican la ley (*enforcement*).

⁸⁶³ MÖLLERS piensa que el *duty of disclosure* ya ha alcanzado su límite máximo de desarrollo. Ahora es excesivo y en vez de una ventaja para los inversores, se ha convertido en una carga para éstos y las compañías. Vid. MÖLLERS, T. MJ. (2010-2011), p. 67.

⁸⁶⁴ Vid. BROADED, J. E. (2009-2010), pp. 27-39.

⁸⁶⁵ La especulación sería «...aquella actividad en la que compramos barato, esperando vender más caro, pero corriendo riesgo en tal operación (si no ocurre lo previsto), mientras que arbitraje sería la operación que hace esto sin riesgo (comprando por ejemplo en una plaza y vendiendo automáticamente en otra donde el producto está más caro). En este sentido puede asociarse el arbitraje con la especulación en el espacio (cuando la operación de compraventa se hace

La especulación desmedida, aquella que no está basada en la aptitud de quien especula al encontrar ineficiencias en el mercado (que él mismo explota y a la postre ayuda a corregir), sino en caprichos y errores predictivos, puede afectar gravemente la confianza de los inversores.

Este fenómeno está muy relacionado con la eficiencia de los mercados. Recordemos que la eficiencia alude a la capacidad de los precios de reflejar rápida y correctamente la información disponible en el mercado. Si los precios logran este cometido, los recursos podrán asignarse mucho mejor porque emitirán las señales pertinentes sobre la abundancia o escasez de un bien o servicio, de lo contrario, el mercado tiende a desconectarse de sus principales funciones económicas, de su razón de ser.

La labor del especulador es útil en la medida en que ayude a incorporar al mercado la información no detectada por otros (ineficiencias informativas). Por ello, al introducir predicciones al mercado, el especulador influye en el proceso de formación de los precios, es decir, añade expectativas en un sentido determinado, a la baja o al alza.

Si obra irresponsablemente para lograr retribuciones excesivas, el especulador ya no cumpliría con su rol de proveer liquidez y cobertura al mercado, al contrario, lo haría ineficiente porque llevaría a los demás intervinientes en el mercado a cometer errores predictivos, minando la confianza de los inversores.

Resumiendo, la confianza de los inversores/ahorradores se ve fortalecida por la existencia de normas que protejan los derechos de los potenciales inversionistas cuando las reglas de juego limpio del mercado resulten alteradas; de lo contrario, una elevada incertidumbre en la protección jurídica de un inversor devendría en la falta de interés en financiar a las compañías que cotizan en bolsa y, por ende, en el desarrollo mismo de los mercados financieros.

Como acaba de leerse, la integridad, la eficiencia y la transparencia de los mercados, en conjunción con la confianza de los inversores, son los elementos claves, a nivel macro, que justifican la regulación⁸⁶⁶ de los mercados financieros y, por tanto, del abuso de mercado.

automáticamente), aunque también puede haber arbitrajes entre el mercado de presente y el de futuros¹⁸, o dentro de un mismo mercado con productos equivalentes.» Vid. GÓMEZ-BEZARES, F. (1997), p. 143.

⁸⁶⁶ La regulación estatal en el mercado financiero siempre ha sido muy discutida, es más, algunos sólo la justifican en la medida en que sea indispensable para corregir algunas fallas del mercado, pues se supone que éste, normal o naturalmente, sabrá atender las necesidades de los consumidores e inversores. Si se quiere profundizar sobre la teoría de la falla del mercado y su influencia en la regulación financiera, especialmente en Inglaterra, puede consultarse a: McVEA, H. (2005), p. 416 y ss. Este autor critica que la FSA haga un uso excesivo de la teoría de la falla del mercado cuando tiene que regularlo (con auxilio, además, del método de análisis del costo-beneficio), en vez de poner su acento en las necesidades e intereses de la ciudadanía, que deberían ser los criterios para toda política legislativa.

Sabemos que el derecho penal y el administrativo cumplen funciones prioritarias a la hora de luchar *ex ante* frente al abuso de mercado, es decir, tienen una función de prevención⁸⁶⁷ general muy importante por llevar implícitos la amenaza de sanciones – especialmente rigurosas – en caso de infracción.

En lo concerniente al abuso de mercado, el *insider trading* ha sido objeto de una regulación que ha privilegiado la intervención *ex ante*, sobre todo, mediante las reglas de divulgación⁸⁶⁸ y comunicación de información; mientras que la manipulación ha gozado más de una persecución *ex post*, muy atada a la demostración de la intencionalidad del infractor.

Lo anterior, no obstante que, desde hace mucho tiempo, es posible detectar ciertos parámetros que hacen predecible o que permiten inferir la existencia de conductas manipuladoras, a partir de la forma en que un operador se desempeña en el mercado de valores.⁸⁶⁹ Indiscutiblemente, esto supone tener muy presente cómo se forman los precios de los activos en los mercados financieros.

Así las cosas, la regulación de la manipulación del mercado podría también valerse de reglas que faciliten presumir – salvo prueba en contrario – la existencia de manipulación en una operación, siempre que ésta reúna ciertas condiciones.

Ya sabemos que con la regulación del abuso de mercado no se busca sancionar cualquier cambio – al alza o a la baja – de un precio, sino aquellas variaciones que son el producto de presiones injustificadas, es decir, de tendencias que no pueden explicarse a la luz del tipo de mercado y el instrumento financiero comprometido, el tiempo de ejecución de las transacciones o, en general, de la información pública disponible relativa a una compañía o su respectivo sector de negocios.

El operador en el mercado de valores está mejor situado para demostrar que su intención no es la de manipularlo, despejando de la ecuación el deber del Estado de probar un elemento tan complejo como la intencionalidad.

Imponer a quien negocia la carga de la prueba no resultaría muy gravoso, ya que es él quien controla el proceso de negociación de un valor o instrumento financiero, es quien conoce las razones para efectuar una determinada transacción y está, por ende, mejor situado para producir la prueba.

⁸⁶⁷ Es interesante leer la opinión de PANTALEÓN negando la función preventiva de la responsabilidad civil. Vid. PANTALEÓN, F. (2002), pp. 6-9.

⁸⁶⁸ Las reglas de *disclosure* por sí solas no son suficientes para proteger a los inversores, es más, es discutible que respecto de ciertos instrumentos financieros – de complejidad muy elevada – sean útiles o permitan entrever claramente los riesgos que conllevan. Vid. BREWER, M. K. / GOUGH, O. / SHAH, N. S. (2010-2011), p. 285

⁸⁶⁹ Vid. DONALD, D. C. (2011), p. 59.

Con la reflexión anterior se busca generar, desde ya, una consciencia de la necesidad de implementar presunciones de abuso de mercado a desvirtuar por los operadores.

Indudablemente, esto se acoplará más fácilmente al ordenamiento administrativo o civil que al penal, aunque hay que indicar que ésta última esfera del derecho no es completamente ajena a estas exigencias, pues cuando se establecen, v. gr., delitos por la obtención de incrementos patrimoniales no justificados⁸⁷⁰, en la práctica lo que se exige es justificarlos y el encartado, quien está en mejor posición de producir la información necesaria, se verá presionado a suministrarla.

De cualquier forma, como ocurre en términos generales, en la regulación del abuso de mercado una orientación preventiva es prioritaria, pues el nivel de compromiso y de confusión que puede generar una conducta abusiva en el mercado de valores es descomunal, y regular a través de la reacción no siempre es posible ni recomendable.

Claro está que si ya conocemos que ciertas transacciones, estrategias o comportamientos son indicativos de abuso de mercado, es decir, si por experiencia o por asociación con lo que conocemos podrían manifestarse como los primeros pasos de una conducta abusiva del mercado, debiera procederse a su suspensión inmediata hasta la demostración de su justificación.

1.2. Fundamentos jurídicos de la responsabilidad civil por abuso de mercado.

Como pudo observarse los mercados no son más que sistemas de negociación donde confluyen la oferta y la demanda sobre determinados activos. La oferta y la demanda se conforman a partir de información cuantiosa y variopinta para, en última instancia, formar los precios de los activos a negociar.

Mediante el abuso de mercado se puede distorsionar la información sobre la cual se basa tanto la oferta como la demanda y, consiguientemente, los datos que se verán reflejados en los precios. De igual manera, casi en un ciclo interminable, al alterar los precios se distorsiona – a su vez – la información sobre los activos, y la distorsión de dicha información incidirá en su oferta y/o demanda.

Hasta un acto aislado, una operación o una estrategia comercial individual puede tener la capacidad suficiente para afectar el precio de un activo, lo que implica que no es el número

⁸⁷⁰ Vid. TORRAS COLL, J. M.^a (2013).

de actos constitutivos de abuso de mercado lo que importa, sino su capacidad objetiva de poner en peligro la formación de los precios.

El mercado financiero, y el de valores por excelencia, es competitivo, no se reprocha la ganancia pero sí su obtención con violación de las reglas que todos deben cumplir para que sean transparentes, eficientes y justos. Y un mercado no reunirá tales condiciones si los precios se forman a capricho de un manipulador o de quien abusa de información privilegiada.

La formación de los precios es, entonces, el quid sobre el cual gravita la protección jurídica de los mercados de valores, desde la perspectiva de la prohibición del abuso de mercado.

En el ámbito penal se ha discutido si los bienes jurídicos tutelados por los tipos penales que engloban el abuso de mercado son distintos y si tienen un carácter individual o supraindividual.⁸⁷¹

Si bien, al menos actualmente, la hipótesis de los bienes jurídicos colectivos⁸⁷² (la referida a la protección del mercado) es la más favorecida, hay quienes prefieren hablar de su carácter individual (el patrimonio económico de los ahorradores, inversores, empresarios, etc.).⁸⁷³

Superando el solo criterio de la ubicación⁸⁷⁴ de la descripción típica en el Código Penal, se ha debatido si, entre otros, los bienes jurídicos comprometidos son los siguientes: el patrimonio económico, la libertad de contratación, la libre competencia, la economía nacional, el orden económico, la política de precios, el funcionamiento correcto del mercado, los precios que resultan de un sistema de libre mercado y competencia, la confianza de los inversores, etc.

Cabe hacer una observación particular respecto del patrimonio económico como bien jurídico-penal. Actualmente esta opción no goza de muchos defensores, pues, se alega que

⁸⁷¹ Vid. AA. VV. (2010) en GÓMEZ TOMILLO, M. (Dir.), p. 1095; y MONROY ANTÓN, A. (2005), "El bien jurídico...", p. 47 y p. 77. MONROY cree que en el caso del *insider trading* el bien jurídico penal es el correcto funcionamiento del mercado de valores. No se trata de un bien jurídico supraindividual sino de uno colectivo compuesto por la suma de bienes jurídicos individuales.

⁸⁷² MARTÍNEZ-BUJÁN expresa que si con el delito de abuso de información privilegiada se tutela un bien jurídico colectivo espiritualizado (inmaterial), no tiene sentido construirlo como un tipo de resultado lesivo, que requiere un perjuicio patrimonial efectivo. Vid. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C. (2002)

⁸⁷³ FOFFANI propone un bien jurídico colectivo consistente en la protección del ahorro, es decir, considerando a los ahorradores, en particular a su patrimonio, como una masa. Vid. FOFFANI, L. (2004), p. 113 y ss.

⁸⁷⁴ MONROY analiza el bien jurídico protegido por la ley penal según la ubicación del delito de abuso de información privilegiada en el Código Penal español. En el anteproyecto de Código Penal Español de 1992 el *insider trading* era considerado un delito societario, se pretendía defender a la empresa del comportamiento desleal de alguno de sus miembros. En el anteproyecto de Código Penal de 1994 se prescinde de la referencia al interés de la sociedad. Y el Código Penal de 1995 se centra en los intereses de los consumidores (inversores reales o potenciales) y el mercado. Vid. MONROY ANTÓN, A. (2005), "El bien jurídico...", pp. 49-50.

en el abuso de mercado es muy difícil llegar a establecer con exactitud la existencia y cuantía de daños económicos en cabeza de individuos determinados. A más de que en muchas ocasiones, como en las operaciones cruzadas, dichos perjuicios ni siquiera se dan, a pesar de haber aprovechado el mercado financiero para lograr subir el precio de un valor.

De todas maneras, los perjuicios no dejan de tener incidencia en materia penal, ya que son tenidos en cuenta como límites de la punibilidad y como criterios para apreciar la gravedad de una conducta; y, por supuesto, son la razón de ser de la responsabilidad civil.

Junto al patrimonio económico, muchos de los bienes jurídicos⁸⁷⁵ mencionados tienen una interrelación innegable y las fronteras son muy vaporosas, por lo cual, en tanto la capacidad crítica y de reflexión del hombre es afortunadamente infinita, el debate está lejos de terminar en un tiempo cercano.⁸⁷⁶

Muchas de las propuestas de bienes jurídicos han sido descartadas u objeto de críticas apasionadas por razón de su indeterminación, falta de relevancia o generalidad, o porque sólo atendían a una parte de las cuestiones a resolver en sede de abuso de mercado, pero no hay que olvidar el gran papel que tuvieron para identificar que la dificultad de las construcciones dogmáticas estaba ligada al funcionamiento del mercado.

Ahora, hablar de la integridad o del funcionamiento de un mercado es algo todavía muy general, debido a que en el funcionamiento de un mercado caben infinidad de variables. ¿Concretamente, qué aspecto del funcionamiento resulta afectado con el abuso del mercado? A la postre, la conclusión predominante es que el abuso del mercado perturba o altera la oferta y la demanda de los instrumentos financieros, mejor dicho, el proceso de formación de los precios.

La protección de la formación de los precios es el argumento que sirve a la política criminal como base para enfrentar el abuso de mercado, su formulación constituye la aproximación más concreta, y con mayor aceptación, que ha podido efectuarse en cuanto a la determinación de un bien jurídico penal relativo al abuso de mercado.

Se supone que entre más concreto sea un bien jurídico penal, mayor va a ser su rendimiento político-criminal, pues habrá una brecha menor entre la conducta a punir y la afectación del bien jurídico. Y entre menos deba adelantarse la intervención penal, menores críticas y reproches generará un tipo penal específico y mayor será su valoración positiva por

⁸⁷⁵ Vid. BENÍTEZ ORTÚZAR, I. F. (2005), en CARBONELL MATEU, J. C. (Coord.), p. 84 y ss. Este autor considera que el bien jurídico en el *insider trading* es el correcto funcionamiento del mercado de valores.

⁸⁷⁶ Vid. MUÑOZ CONDE, F. (2010); AA. VV. (2010) en GÓMEZ TOMILLO, M. (Dir.); AA. VV. (2010) en QUINTERO OLIVARES, G. (Dir.); AA. VV. (2010) en GÓMEZ RIVERO, M^a (Coord.).

quienes creemos que el derecho penal⁸⁷⁷ no debe ser empleado a discreción por el legislador, cada vez que hace frente a una situación compleja (principio de intervención mínima y función instrumental del derecho penal).

Esto significa que el diseño legislativo deberá fijarse como meta el tratamiento directo de un asunto según los fines de salvaguarda pretendidos, es decir, la protección más eficaz de un determinado estado de cosas a través de la vía penal, evitando la ambigüedad y la imprecisión que pueden dar lugar, posteriormente, a problemas de interpretación y aplicación de la ley penal.

Muchas razones que legitiman la intervención estatal en la economía, sirven a la vez de fundamento de la política criminal en un ámbito particular, pero pocas llegan a tener una función limitadora y racionalizadora como bienes jurídicos penales, pocas pasan – en lenguaje figurado – los tests dogmáticos de “calidad y resistencia” que efectúan los expertos en el área.

Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre en materia criminal donde la configuración del bien jurídico tutelado sigue unos lineamientos muy estrictos, pues, el derecho penal cumple una función de última *ratio* en la sanción de los comportamientos humanos; en la responsabilidad civil, la determinación del interés o del conjunto de valores o circunstancias que merecen protección es menos compleja, aunque también muy exigente.

Ese proceso es estricto, pero más flexible. Incluso, aunque una conducta dañosa no goce de una descripción legal (es decir, no exista un equivalente al “tipo penal”) esto no significa que el perjudicado no tenga herramientas para reclamar por la indemnización de sus perjuicios.

1.2.1. El bien jurídico protegido desde la responsabilidad civil.

El objetivo del derecho de daños es más amplio, el “bien jurídico-civil” es más el resultado de dos principios básicos del derecho: aquel que ordena no causar daños a otro y aquel que manda compensarlo por los daños que sufra.⁸⁷⁸

Y en términos más precisos, es el resultado de una regla que puede resumirse de la siguiente forma: Quien cause antijurídicamente un perjuicio a otro (o quien por ley esté obligado a responder por otra persona, cosa o por una actividad) debe indemnizarlo (salvo

⁸⁷⁷ BAJO FERNÁNDEZ considera que el *insider trading* no debe ser un delito penal porque, total, se trata de una revelación de secreto, suficientemente atendida por la normatividad criminal a través, por ejemplo, de los artículos 199, 278, 279, 415, 418, 442, 449, entre otros. Vid. BAJO FERNÁNDEZ, M. (1998), p. 125 y ss.

⁸⁷⁸ Vid. YZQUIERDO TOLSADA, M. (2001), pp. 29-30.

que la ley obligue a la víctima-perjudicado a soportar el daño, o que limite la posibilidad de recibir compensación).

Otra de las manifestaciones de esa flexibilidad se consolida mediante la incorporación al derecho de daños de toda clase de argumentos para justificar la aparición de responsabilidades jurídicas objetivas. En contraste, en el derecho penal, al menos el de concepción occidental, reina el fundamento subjetivo de la responsabilidad, esto es, la culpa o el dolo.

En este orden de ideas, en la construcción de un bien jurídico, penal o no, subyace la reflexión sobre un fundamento, unas razones o argumentos que sirven de apoyo para la protección de unas condiciones o unos intereses determinados, en este caso, derivados de los mercados financieros, de su funcionamiento. Entre más conectadas estén esas razones con la realidad que pretenden abarcar, la respuesta de intervención regulatoria será más acertada, más eficiente.

De tal modo que si en un supuesto específico, la aplicación de las reglas generales de la responsabilidad civil revela que éstas son inadecuadas por no atender las características o particularidades de un evento puntual, o son injustas, habrá que profundizar sobre las razones por las que deba procederse a la compensación de los daños causados a otro; y habrá que analizar los criterios o variables que permitan aproximar los fines y los efectos jurídicos, permitiendo una reacción normativa más eficaz.

Así pues, reflexionar sobre el fundamento de la responsabilidad civil en un caso determinado es necesario para desarrollar cuidadosamente su régimen sustantivo y procesal. Es evidente que las normas se redactan conforme a la protección que se quiera brindar, razón por la cual, cumplen una función distributiva de las cargas que corresponden a los implicados según el caso concreto.

¿Cuál es el fundamento de la responsabilidad civil por abuso de mercado? Esta pregunta es la que debe responderse en aras de determinar la razón de ser⁸⁷⁹ del régimen específico que se propone mediante esta investigación.

El interés jurídico a proteger surge de la interdependencia entre dos factores. El primero se refiere a la protección de la formación de los precios de los activos negociados en los mercados financieros, pero no de cualquier proceso de formación, éste debe estar libre de fraudes.

⁸⁷⁹ Vid. DE ÁNGEL YAGÜEZ, R. (1993), p. 52.

Hasta aquí puede notarse la confluencia entre las distintas regulaciones del abuso de mercado, es decir, tanto la esfera penal como la civil y la administrativa protegen la formación de los precios (al menos desde la perspectiva de análisis que se adopta en este trabajo).

Si hay abuso de mercado se causa un daño inmediato. Ese daño es la alteración del proceso de formación de los precios que, en circunstancias normales, debe tener lugar sin que quienes participan de él, a título de oferentes o demandantes, hagan un mal uso, un uso excesivo, injusto, impropio o indebido de los derechos y/o facultades que poseen en el tráfico económico.

Lo anterior también es aplicable a quienes en general intervienen en el mercado o a quienes despliegan conductas que puedan ser relevantes para el mismo (v. gr., periodistas, intermediarios, analistas, gestores de los sistemas o plataformas de negociación, etc.), si incumplen o abusan de las reglas y principios que rigen el buen funcionamiento del mercado y su transparencia.

En otras palabras, hay unos mecanismos de formación de los precios que deben operar sin fraude o abuso, de lo contrario, la confianza de los inversores podría verse afectada y el principal cometido de los mercados financieros podría echarse a perder, esto es, la asignación eficiente de recursos para su aprovechamiento en las actividades económicas.

A partir de la vulneración del proceso de formación de los precios (interés jurídico inmediato) para hablar de responsabilidad civil por el abuso de mercado, debe verificarse el menoscabo de otro interés jurídico: el detrimento del patrimonio o de los derechos de un inversor en una operación concreta, o de quien sin serlo desarrolla una actividad o tiene un patrimonio que muta o depende de la evolución de los mercados financieros, por ejemplo, un accionista de la sociedad cotizada cuyos activos se manipulan o la propia sociedad cuyos valores son objeto de abuso de mercado.

Pensemos en el siguiente supuesto para ilustrar el asunto: X, un hombre de negocios experimentado y con grandes recursos económicos, está interesado en adquirir acciones de la compañía AWA, que cotiza en bolsa, pero no quiere pagar el precio de cotización actual de sus acciones, sino uno menor.

A efectos de lograr su objetivo, difunde el rumor (por supuesto falso) de que la compañía AWA está pasando por una difícil situación económica debido a que experimenta pérdidas cuantiosas y, como las noticias negativas son las que más rápido se incorporan al

mercado, el rumor logra materializar la estrategia manipuladora de X, y el precio de las acciones de AWA sufre una baja considerable.

Tal merma en el precio de las acciones es aprovechada por X quien adquiere las acciones deseadas a un precio muy favorable. Días después, el mercado corrige su evolución e incorpora información que da cuenta de la buena situación económica de AWA, es decir, las acciones de la compañía recuperan el valor que habían perdido, cuando la información difundida por X es desmentida.

Teniendo en cuenta lo anterior, deben considerarse las siguientes cuestiones: Primero, el ejemplo anterior describe una forma de abuso de mercado, en concreto, una manipulación por difusión de información –falsa–.

Segundo, en la hipótesis descrita, el manipulador no busca sacar ventaja rápida de las diferencias entre los precios de compra y de venta de las acciones objeto de manipulación; la pretensión de X cuando difundió el rumor con la información falsa era la de hacerse accionista de la sociedad AWA, pagando por sus acciones un precio menor. En otras palabras, esta estrategia manipuladora buscaba hacerlo accionista con el empleo de menos recursos de los que normalmente el mercado le hubiera exigido.

Tercero, los accionistas de AWA sufrieron un detrimento patrimonial a causa de la manipulación llevada a cabo por X, así: Por una parte, aquellos que vendieron sus acciones a un precio menor, debido a la incertidumbre sobre el futuro de la sociedad tras hacerse pública su supuesta difícil situación económica. Piénsese que el mercado de valores se mueve también por expectativas que reflejan tanto optimismo como pesimismo, y un rumor de pérdidas puede generar temor de perder la inversión o verla seriamente afectada.

Y, por otra, quienes no vendieron sus acciones vieron cómo éstas perdieron parte de su valor de modo temporal y, en tal medida, prefirieron resignar cualquier posibilidad de negociarlas en tales condiciones, so pena de asumir la pérdida que experimentaron en su precio. Incluso, pudieron perder la oportunidad de realizar las transacciones que deseaban ante el nuevo estado de cosas creado por la manipulación.

Cuarto, la propia sociedad AWA se vio afectada porque, seguramente, debió hacer frente al rumor y emplear tiempo y recursos para explicar que su situación económica era buena y, de esta forma, tranquilizar a los mercados, a sus acreedores, a sus socios y a su personal. Todo ello, bien puede cuantificarse económicamente. Es más, el precio de mercado de los activos de AWA era menor durante la manipulación.

Además de esto, es posible que AWA haya encarado un riesgo reputacional (elemento no tangible del patrimonio) y que hubiera perdido la oportunidad de realizar un negocio o, incluso, si había emitido acciones, pudo no haber obtenido los recursos que necesitaba para desarrollar sus actividades y a los que había previsto acceder con la emisión.

Reflexionemos con otro ejemplo de mayor complejidad: Ante los pronósticos de fuertes lluvias que podrían afectar la época de recolección de ciertas materias primas, un funcionario público que trabaja en el servicio meteorológico estatal, decide alterar –sin que nadie lo sepa– el informe oficial respectivo para ayudar a un buen amigo suyo, que es el accionista mayoritario de una empresa cuya producción depende de las materias primas antedichas.

Naturalmente, si nada se dice o se sabe sobre la lluvia que hará más escasas –por ende, más costosas– las materias primas, la compañía de su amigo se verá favorecida porque podrá comprar anticipadamente la materia prima que precisa a un precio relativamente cómodo.

Al mismo tiempo, los agricultores que decidan vender anticipadamente su cosecha a un precio determinado también se verán condicionados por dicho informe meteorológico falaz, y el precio al que negociarán su cosecha será inferior al que habría lugar de conocerse la posible escasez del producto, que impulsaría su precio al alza.

Como puede intuirse, parte de la complejidad del caso estriba en la necesidad de identificar los efectos de una manipulación –para el caso, informativa– que afecta, en primer lugar, el precio de una materia prima y, en segundo lugar, el precio de los instrumentos derivados que tengan dicha materia prima como activo subyacente (futuros u opciones).

Pese a esto, los efectos de la manipulación sobre los instrumentos respectivos sigue siendo, en el supuesto apuntado, bastante clara: mientras la manipulación produzca efectos en el mercado del activo subyacente, las condiciones y los precios de negociación de los instrumentos derivados (las primas y los demás términos negociales) se verán, sin duda, afectados.

Así, por ejemplo, los agricultores que adquieran opciones de venta en el momento en que la manipulación afectaba el mercado del activo subyacente (negociando la venta futura de la materia prima cuando se ignora su futura escasez por razones climatológicas), habrán desaprovechado la oportunidad de vender su cosecha futura a un precio mayor porque el pronóstico meteorológico auguraba su escasez.

Pensemos ahora en el mercado de deuda pública. Supongamos que un Estado X desea emitir bonos para financiar las infraestructuras que va a construir a lo largo de un período determinado. Al momento de decidir la emisión, el precio que pagaba por financiarse – los intereses con los que debía remunerar a los inversores – era del 3%.

W es un inversor en bonos que habitualmente invierte en instrumentos de esta clase emitidos por el Estado X. Actualmente tiene pendientes de vencimiento algunos a un interés del 2,7%. W se entera que el Estado X va a sacar una nueva emisión de la que, ciertamente, espera sacar mayor rédito que las anteriores.

Al efecto, W concibe un plan junto con otros inversionistas para elevar el interés del bono proveniente de X. Con el objetivo claro, W y los demás inversionistas se ponen de acuerdo con algunos analistas de las principales agencias calificadoras de riesgo para elaborar evaluaciones negativas sobre el estado de la economía de X, alegando además que el desarrollo de las infraestructuras que tiene proyectadas representa riesgos tecnológicos y financieros desmedidos.

Con la emisión de un informe desfavorable para X, se disminuyeron las posibilidades de financiar sus infraestructuras a un precio razonable. Esto significa que al Estado X le será más difícil conseguir financiación y tendrá que pagar más para hacerlo, aproximadamente un 5%, y no un 3% sobre el nominal que tenía previsto pedir prestado a los mercados.

El hecho de que el Estado X tenga que convenir un interés más alto del que le hubiera exigido el mercado es, evidentemente, un abuso, teniendo en cuenta su buena salud económica y su buen historial de servicio de la deuda. Adicionalmente, su proyecto de infraestructuras estaba bien diseñado y no implicaba riesgos exagerados, habiendo recibido el aval de empresas nacionales e internacionales expertas en el sector.

La estrategia manipuladora ideada por W impidió que la emisión de bonos de X pudiera ofrecer un 3% de rentabilidad, o un poco más, por ende, X tendrá que pagar más intereses y quizás tenga que reducir el nominal de la emisión, lo que afectará seriamente sus proyectos relacionados con el desarrollo de infraestructuras.

A más de lo anterior, X perdió credibilidad en el mercado, pues mientras logró calmarlos, demostrando que sus condiciones económicas eran inmejorables y que el gobierno gozaba de buena capacidad para llevar a cabo y/o contratar proyectos de gran envergadura, sus mecanismos de financiación a través del mercado de deuda pública se vieron alterados por más de cuatro meses.

Tal como puede deducirse de los ejemplos anteriores, el abuso de mercado puede generar daños que van más allá de lo tolerado en el ejercicio de las actividades económicas y/o financieras.

¿Una compañía cuyos valores son manipulados tiene que internalizar las pérdidas que le causan quienes injieren abusivamente sobre la cotización de sus activos? ¿Un agricultor tiene que someterse a condiciones económicas más rigurosas cuando busca cubrirse de los riesgos meteorológicos vinculados a su actividad, debido a que otros han abusado del mercado?

¿Un Estado tendría que pagar más intereses para financiarse porque otros quieren lucrarse a su costa, manipulando las condiciones en que normalmente ese Estado podría acceder a financiamiento más favorable?

No, las conductas de abuso de mercado no pueden ser toleradas, no conforman actividades cuyos efectos o riesgos deban ser asumidos fatalmente por la sociedad, en aras del bienestar colectivo. Al contrario, no sirven a intereses generales, son egoístas y desleales, y salvo a los inescrupulosos que incurren en ellas, no conllevan beneficios que justifiquen el enorme sacrificio social y económico que pueden llegar a representar en un momento dado; más aún cuando los mercados financieros actuales gozan de una complejidad, sensibilidad e interdependencia muy profundas.

Con el abuso de mercado no sólo se alteran los mecanismos de formación de los precios, sino también, y como consecuencia de ello, se ocasionan daños y perjuicios a quienes intervienen en el mercado financiero, pudiendo identificar tanto a las víctimas o perjudicados, como a sus daños y perjuicios, sin que falte una explicación causal clara y directa de éstos últimos respecto de las conductas constitutivas de abuso de mercado.

Asimismo, el abuso de mercado daña la competencia en los mercados financieros en razón a que, esencialmente, engloba comportamientos desleales.

Mediante el abuso se modifican arbitrariamente las reglas de juego limpio que han sido consignadas tanto en los códigos de conducta de los propios mercados, sistemas o plataformas de negociación, como en las normas de origen estatal o internacional correspondientes (*hard law - soft law*).

Consecuentemente, se vulneran la legalidad y las realidades económicas, alterando la formación de los precios y repercutiendo en el comportamiento “económico”⁸⁸⁰ de otros para tomar sus decisiones de inversión y desinversión, pues, quien abusa del mercado crea y se aprovecha, ilícitamente, de las brechas o ineficiencias informativas de los mercados.⁸⁸¹

Total, si el abuso de mercado produce daños y perjuicios, y éstos pueden ser indemnizados, la responsabilidad civil resulta plenamente aplicable, aunque el legislador no la haya previsto expresa y específicamente. En atención a lo anterior, un régimen de responsabilidad civil por abuso de mercado que se adecúe al entorno financiero, a sus particularidades, y sobre todo a las del mercado de valores, no es desdeñable, vale la pena proponer caminos que lo hagan posible, examinando sus fortalezas y debilidades.

En vista de que ya hemos discurrido sobre el interés jurídico que protegería la responsabilidad civil en el abuso de mercado, ahora debemos considerar si el fundamento de ésta debe ser subjetivo u objetivo, para lo cual nos serviremos de algunas reflexiones generales previas que nos servirán de punto de partida.⁸⁸²

1.2.2. La responsabilidad civil por abuso de mercado: ¿objetiva o subjetiva?

1.2.2.1. Reflexiones generales.

No es posible encontrar un fundamento único o general en la responsabilidad civil, dicho fundamento (subjetivo u objetivo) dependerá del tipo de actividad o la conducta que despliegue el presunto responsable y de los daños que se hayan irrogado a otros. Algunos percibirán que los fundamentos objetivos son los más apropiados o justos en tanto la simple producción de un daño y la mera conexión causal entre alguien y un resultado son suficientes para atribuirle responsabilidad; y otros pensarán que esta idea no es satisfactoria y puede conducir a injusticias.⁸⁸³

La dogmática jurídico-civil se nutrió por mucho tiempo de la idea de la necesidad de la “falta” (culpa o dolo) en el ámbito de la responsabilidad civil, gracias al impulso del liberalismo en los planos político y económico. Por ende, una responsabilidad civil rigurosa, no basada en

⁸⁸⁰ Se toma prestado el concepto de distorsión de manera sustancial del comportamiento económico de un consumidor del Art. 2.e) de la Directiva 2005/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo, sobre las prácticas comerciales desleales, que entiende por dicho concepto la utilización de: «una práctica comercial para mermar de manera apreciable la capacidad del consumidor de adoptar una decisión con pleno conocimiento de causa haciendo así que éste tome una decisión sobre una transacción que de otro modo no hubiera tomado...»

⁸⁸¹ Vid. MASSAGUER, J. (2011), p. 8 y ss.

⁸⁸² Vid. COLINA GAREA, R. (2012), pp. 24-40.

⁸⁸³ Vid. PEIRANO FACIO, Jorge (1981), p. 132.

la culpa o falta,⁸⁸⁴ era percibida como un freno para el florecimiento de las actividades productivas y para el crecimiento económico.

Sin embargo, la intensificación de los procesos de industrialización y los riesgos derivados de muchas actividades productivas y/o económicas (impelidas por las innovaciones técnicas y tecnológicas) multiplicaron los sucesos dañosos. Además, la gravedad de éstos y el hecho de que los sufrieran personas, en su gran mayoría, débiles (v. gr., mujeres y menores) y de escasos recursos, obligaron a la sociedad a reflexionar sobre lo que estaba pasando para fijar su atención, ya no en los beneficios ilimitados de las actividades económicas, especialmente las industriales, sino en los daños y los perjuicios que éstas trasladaban a una parte de la población y el creciente malestar social que esto estaba ocasionando.

Mediante la superación gradual de un individualismo exacerbado, desde el derecho laboral la víctima-trabajador comenzó a tener un papel relevante, idea que rebasó este ámbito y empezó a filtrarse en el derecho civil, afianzando el interés social de responsabilizar a las fuentes de los riesgos o peligros por los daños o perjuicios que causarían.

A partir de este momento, el sistema de responsabilidad civil basado en la culpa comenzó a ser objeto de revisión para distribuir adecuadamente las cargas probatorias entre el agente causante del daño y la víctima/perjudicado.

De esta tendencia se desprendió la idea de atenuar la rigidez con la cual operaba el concepto tradicional de la culpa en la responsabilidad civil que, hasta ese entonces, era esencialmente subjetivo. Por lo tanto, se propuso acoger una noción objetiva de la culpa que permitiría mayor flexibilidad a la hora de demostrar su existencia.

En principio, para probar la culpa se acogió el modelo del buen padre de familia, un hombre medio que actuaba en forma diligente y prudente, como base objetiva para evaluar y comparar la conducta realizada por el agente en un caso concreto. Esto permitía salirse de la esfera particular del agente y poner en funcionamiento lo que se esperaba de él, cuáles eran las expectativas lógicas y razonables de la sociedad respecto de su comportamiento en unas circunstancias determinadas.

Luego se elaboraron presunciones "*iuris tantum*" y "*iuris et de jure*" para probar la existencia de la culpa, aunque hay que decir que las últimas fueron muy controvertidas ya

⁸⁸⁴ Vid. HEREDERO, J. L. (1964).

que, en la práctica, eran presunciones de responsabilidad, al excluir la prueba de la ausencia de culpa o diligencia.

Como último recurso, se acudió a la responsabilidad objetiva que para algunos, en un sentido muy restringido, se apoya solamente en la causalidad física, pero que, a decir verdad, introduce todo un conjunto de valoraciones de diferente calado para ir más allá de la causalidad material, poniendo su acento, por ejemplo, en elementos como el riesgo, la equidad⁸⁸⁵ (función distributiva de la responsabilidad civil), la protección del débil o la solidaridad social como factores de atribución de responsabilidad jurídica.

La responsabilidad objetiva⁸⁸⁶, esto es, la responsabilidad que no acoge a la culpa⁸⁸⁷ como criterio de atribución de un resultado dañoso, suele apoyarse en seguros obligatorios y límites indemnizatorios, y no cumple, al menos desde la perspectiva del derecho continental, una función punitiva frente a un daño, ya que la idea es la indemnización del mismo en su justa medida, en el grado o proporción necesarios para restablecer un estado de cosas concreto, el vigente antes de la irrupción del daño, y en cuanto sea posible.

Entre los criterios alternativos de atribución o imputación objetiva de un daño sobresale el riesgo⁸⁸⁸, entendido como la proximidad o contingencia de un daño, que puede resultar de la peligrosidad de una cosa o actividad en sí mismas consideradas (su naturaleza) o de la concurrencia con otros factores que influyan en su capacidad para causarlo.

El riesgo como factor de atribución se perfiló a través de los siguientes enfoques: El primero acudió a la teoría del riesgo-provecho o riesgo-beneficio, con énfasis en el beneficio

⁸⁸⁵ «...el deber de responder no se agota en razón de un daño injustamente causado, sino que se atribuye también en razón de un daño injustamente sufrido...» Vid. ZANNONI, E. A. (1984), p. 259.

⁸⁸⁶ «El elenco de argumentos no está limitado a aspectos como la peligrosidad, sino que también incluye hasta qué punto una de las partes se encuentra en la posición (aunque no en el deber) de evitar el daño (en todo o al menos en parte). Otras razones se centran en el daño en sí mismo (esto es, ponderando los intereses protegidos que resultan afectados) o en la probabilidad de obtener una indemnización (lo que incluye el argumento del *deep pocket* o «bolsillo profundo», que tiende a imputar el daño a aquella parte que está en mejores condiciones de soportarlo). Otra justificación tradicional, cotada con frecuencia, es la que refiere el antiguo principio «*cuius commodum, eius et incommoda*» y que aquí compara los beneficios o lucros con la distribución del riesgo.» Vid. EUROPEAN GROUP ON TORT LAW (2008) en MARTÍN-CASALS, M. (Coord.), p. 152.

⁸⁸⁷ «La culpa es el criterio de imputación que se aplica cuando el daño se ha causado por una conducta de la propia persona. Este elemento la distingue de nuevo de la responsabilidad objetiva en la que lo relevante no es un comportamiento individual⁴, sino el riesgo inherente a una cierta actividad como tal, incluso cuando, claro está, el riesgo deriva de una actividad ejercida por seres humanos⁵. El vínculo entre el riesgo y la persona responsable no se establece, sin embargo, sobre la base de la inmediata conducta (causante del daño) de esta persona, sino en atención al control económico y organizativo que tenía sobre la actividad creadora del riesgo. La materialización de tal riesgo puede haber sido provocada por el comportamiento de una persona distinta del operador o poseedor mismo, en particular por uno de sus auxiliares; en algunos casos de riesgo extremo (como riesgo nuclear) incluso por una tercera persona ajena (la llamada «canalización» de la responsabilidad).» Vid. EUROPEAN GROUP ON TORT LAW (2008) en MARTÍN-CASALS, M. (Coord.), p. 109.

⁸⁸⁸ «El riesgo es una construcción del observador, no una realidad preexistente y dada. El riesgo es una semántica, no un hecho...De otra manera: el riesgo no estaba ahí, el riesgo es una construcción, un concepto propio de la modernidad. El riesgo no es el daño, sino una forma de mirar el daño. El riesgo no es la incertidumbre, sino una forma de tratar y afrontar la incertidumbre... Peligro es todo lo malo que puede pasar con independencia de las decisiones que uno tome. Riesgo es todo lo que puede salir mal, después de haber decidido. Lo que puede pasar no depende de la decisión, lo que puede resultar sí. En el lenguaje común, el factor distintivo es la decisión.» Vid. SERRANO MORENO, J. L. (2010), p. 163

que fuera posible valorar pecuniariamente. Según esta perspectiva de análisis, quien ejerza una actividad o desarrolle una empresa para servirse de ella y obtener sus beneficios o rendimientos, debe asumir los riesgos que van ligados a ellas y que puedan, eventualmente, perjudicar a otros.

Esto quiere decir que los daños y perjuicios causados a otros son una especie de pérdidas que deben estar previstas y ser asumidas por el agente, en tanto acompañan naturalmente una actividad productiva o económica.

Esta doctrina fue muy criticada porque en muchas oportunidades las víctimas también obtienen beneficios de la propia actividad, incluso con valor pecuniario, por lo que no es solamente la capacidad de rendir frutos o beneficios lo que genera el deber de responder por los perjuicios de otros al beneficiarse con actividades que crean riesgos.

En segundo lugar encontramos a la teoría del riesgo-creado. De acuerdo con esta tesis, quien ejerce una actividad en su interés y bajo su control, quien crea un riesgo, debe responsabilizarse por los daños que su actividad pueda producir.

La idea esencial de la teoría del riesgo creado es que debe hacerse responsable a quien integra en la sociedad una actividad económica o productiva que involucra una cosa peligrosa por su naturaleza o por su forma de utilización. También se responsabiliza a quien – incluso lícitamente – crea un estado de cosas, o desata un proceso o un fenómeno que origina riesgos de los que se derivan daños y perjuicios para otros, independientemente de que busque o no beneficios materiales o económicos.

Las descritas son las formas clásicas de examinar el riesgo en el ámbito civil, pero han surgido muchas más teorías, por ejemplo, por mencionar algunas, la que habla del riesgo profesional o empresarial y la que atañe al riesgo excepcional. En virtud de la primera, quien desarrolla una actividad profesional o empresarial debe cargar con los riesgos que entraña su oficio, empresa, empleo o facultad; reciba o no remuneración por ello. Esta teoría sería una subclase de riesgo creado.

Y según la última, quien genera un riesgo excepcional debe asumir las consecuencias resultantes del mismo, entendiendo por éste un riesgo que excede las contingencias que normalmente se nos exige a todos tolerar en nuestra vida diaria. Por lo tanto, es un riesgo que no debe ser generalmente soportado por quien lo sufre, es un riesgo que sobrepasa el alcance que la sociedad y el derecho han definido como tolerable o permitido.

Junto con la culpa y el riesgo aparecieron muchas otras teorías, algunas de carácter ecléctico, que trataron de superar las limitaciones y objeciones que estos dos criterios de imputación habían originado en el pasado.

Por ejemplo, algunos expresaron que el riesgo sólo debía contemplarse en aquellos supuestos donde se emplearan mecanismos peligrosos. Otros defendieron que la culpa sólo podía aplicarse a los hechos del hombre y el riesgo sólo debía predicarse de los hechos de la cosa cuando interviniera activamente en la producción del daño⁸⁸⁹.

Siguiendo esta última orientación, pero radicalizándola, algunos sostuvieron que no era necesario observar si la cosa era peligrosa o si tenía algún vicio, ni tampoco si existió una pérdida del control (material o jurídico) que todo hombre debe ejercer sobre sus cosas o las que están a su cuidado. Por su parte, unos cuantos insistieron en que al riesgo, en su versión de riesgo-creado, sólo debía acudir cuando la demostración de la culpa no fuera posible.

Otra teoría que merece especial atención es la teoría de la garantía de *STARCK*⁸⁹⁰, quien aseveró que tanto la culpa como el riesgo eran criterios subjetivos que favorecerían al agente, desdeñando la posición de la víctima que, en lógica y en justicia, debería prevalecer sobre la condición del causante del daño.

Este autor plantea que la responsabilidad civil surge del conflicto entre dos derechos, el del agente, de actuar libremente y dañar impunemente, y el de la víctima, a tener seguridad, a no ser dañada en su integridad personal ni en la de sus cosas.

En términos generales, los derechos de la víctima deben prevalecer sobre los del agente, por ello, la violación de los derechos de quien sufre el daño/perjuicio es por sí misma la fuente de la responsabilidad civil, siempre que el daño no esté autorizado y cuando exista un uso innecesario o anormal del derecho de dañar que ostenta el agente.

⁸⁸⁹ «...se ha dicho que nos encontramos ante un "hecho del hombre" en todos aquellos supuestos en donde hay un agente que obra, un autor del hecho dañoso que no deja de ser tal por la circunstancia de haberse él valido de cosas exteriores que ha instrumentado para el logro de sus fines ... En principio el daño es causado por "el hecho de la cosa" cuando ha sido producido por su intervención activa ... En este supuesto nos encontramos ante un daño causado por una cosa que, en un momento determinado, sea por su propio dinamismo o por la acción de fuerzas externas, escapa al control material del guardián y deja de comportarse como un instrumento pasivo y obediente entre sus manos...». Vid. PIZARRO, R. D. (1983), p. 253.

⁸⁹⁰ «The situation is different when someone suffers a physical injury to his person or to his property.' His fellow citizens are not free to kill him, nor to destroy or damage his tangible property. Against such harms the law should provide automatic protection. Society should guaranty to every citizen his personal integrity, the integrity of his spouse and relatives, and the integrity of his tangible property. And when it has failed to protect him, it should at least assure him automatic compensation from the person who caused him the injury. Unless a fault has been committed, every citizen must suffer the harm which necessarily flows from his fellow citizens' exercise of their freedoms. But he does not have to suffer without compensation personal injury or property damage caused by another, even if the other person was acting legally and without fault. The simple idea that everyone should be fully protected from others' interference in his life, limb, and tangible property (and in the life and health of his spouse and relatives) could replace personal liability with fault in most of its application, as well as liability for injury by animals and for inanimate objects under one's control.s Only some exceptions would need to be provided for the few persons who have a right to cause physical harms: the surgeon, the executioner, the boxer, the citizen who acts in self-defense or in defense of someone else.» Vid. TUNC, A. (1973), pp. 619-620. Consultar también a: TAMAYO JARAMILLO, J. (1997), en *GHERSI, C. A. (Coord.)*, p. 60.

No obstante lo anterior, uno de los problemas de la teoría de STARCK es que al buscar salir de la culpa, se adentra más en ella, ya que para establecer cuando existe un uso normal o necesario de un derecho tendrá que pisar, eventualmente, los terrenos de la culpa. Aún más, la teoría de STARCK se queda corta cuando no se trata de daños que afecten la integridad de las personas o de sus cosas, pues, a diferencia de estos últimos, los daños puramente económicos⁸⁹¹ o los morales no estarán garantizados objetivamente, y deberá recurrirse a la culpa para obtener resarcimiento por ellos.

Más recientemente, en un esfuerzo loable por unificar o armonizar el derecho de daños en el ámbito europeo, grupos como el *European Group on Tort Law (EGTL)* y el *Study Group on a European Civil Code* elaboraron una serie de principios generales y comunes aplicables a la responsabilidad civil, como punto de partida para reflexionar sobre los fundamentos generales del derecho de daños (*Tort Law*) y así aproximar las posiciones y conceptos existentes en los distintos sistemas jurídicos europeos y, por qué no, servir, en un futuro, a la creación de normas comunitarias.

El primer grupo elaboró los *PETL (Principles of European Tort Law)*⁸⁹² y el segundo, los *Principles of European Law on Non-Contractual Liability Arising out of Damage Caused to another (PEL Liab.Dam.)*⁸⁹³.

La norma básica o fundamental de los *PETL* se encuentra contenida en el Art. 1:101⁸⁹⁴. Allí se establece que una persona estará obligada a reparar el daño que sufra otro cuando dicho daño le pueda ser imputable jurídicamente. Esa imputación o atribución jurídica surge en tres supuestos: a) cuando el daño es causado con culpa; b) cuando el daño resulta de una actividad anormalmente peligrosa, y c) cuando el daño sea causado por un

⁸⁹¹ «El daño puramente patrimonial es la pérdida económica que no resulta de daño físico a la propia persona del demandante o a sus bienes» «Un factor que ha hecho que algunos ordenamientos jurídicos hayan dado un alcance más restrictivo al daño puramente patrimonial que al daño a las cosas es el hecho de que estos ordenamientos perciben el riesgo de una carga de responsabilidad irrazonable, ya que ese tipo de daño puede afectar a un gran número de personas cuyos asuntos, en detalle, desconoce el agente. Sin embargo, la posición es (y debería ser) diferente cuando una persona comienza a causar daños financieros a otra (por ejemplo, por fraude o persuadiendo a terceros a que no cumplan sus contratos). En tal caso, el hecho de que la otra persona sea el blanco fijado elimina normalmente el riesgo de un ámbito de responsabilidad de gran amplitud, y la naturaleza intencional de la conducta del agente hace menos verosímil que pueda afirmar haber actuado legítimamente en la consecución de sus propios objetivos» Vid. EUROPEAN GROUP ON TORT LAW (2008) en MARTÍN-CASALS, M. (Coord.), p. 66 y p. 65.

⁸⁹² Tiene seis títulos. El primero, dedicado a la norma fundamental (capítulo 1); el segundo, a las condiciones generales de responsabilidad (capítulo 2: El daño y capítulo 3: La causalidad); el tercero, a los fundamentos de la responsabilidad (capítulo 4: La responsabilidad basada en la culpa, capítulo 5: La responsabilidad objetiva y el capítulo 6: La responsabilidad por el hecho de otros); el cuarto, a las defensas o causales de exoneración (capítulo 7: Defensas generales y capítulo 8: Conducta o actividad contributiva de la víctima); el quinto, a la existencia de varios responsables (capítulo 9); y, el último, a la reparación (capítulo 10: Los daños).

⁸⁹³ Tiene siete capítulos. El primero, destinado a las disposiciones fundamentales; el segundo, a los daños jurídicamente relevantes; el tercero, a las fuentes de la responsabilidad (intención y negligencia, por los hechos de los animales, por los daños que producen los menores, por productos defectuosos, por los daños causados por automotores, etc.); el cuarto, a la causalidad; el quinto, a las defensas o causales de exoneración; el sexto, a la reparación de los daños; y, el último, a ciertas reglas accesorias.

⁸⁹⁴ «(1) A person to whom damage to another is legally attributed is liable to compensate that damage. (2) Damage may be attributed in particular to the person: a) whose conduct constituting fault has caused it; or b) whose abnormally dangerous activity has caused it; or c) whose auxiliary has caused it within the scope of his functions.»

dependiente en el ejercicio del cumplimiento de sus funciones (la responsabilidad por el hecho ajeno).⁸⁹⁵

Seguidamente, el Art. 2:101. establece que el denominado “daño resarcible” es aquel que causa un perjuicio material o inmaterial a un interés jurídicamente protegido. Aunque no se diga tal cual, este principio alude, entre otras cuestiones, al concepto de antijuridicidad que puede devenir de la forma en la que se ha comportado el agente, es decir, cuando su conducta contradice al ordenamiento jurídico, o cuando lesiona o pone en peligro un interés amparado jurídicamente.

Inmediatamente después, en el Art. 2:102. se explica cuál es el alcance de la protección de esos intereses jurídicamente protegidos, haciéndolo depender de varios factores: Primero, de su naturaleza, valor (rango y medida del interés), la precisión de su definición y su obviedad.⁸⁹⁶ Segundo, de la proximidad entre las partes, sus relaciones de cercanía y confianza. Tercero, del análisis del hecho, del peso del fundamento de la responsabilidad, es decir, verificar si hubo intencionalidad por parte del agente; si violó un estándar de cuidado general y objetivo descrito por la ley, si actuó con culpa, si realizaba una actividad ilegal, etc.⁸⁹⁷

Cuarto, del examen del resultado, de su gravedad o dañosidad social, comprobando si la pérdida o el daño sufrido es ilegítimo o no (si la fuente de ingresos es legítima o no)⁸⁹⁸. Y, en último lugar, de los intereses públicos y privados a salvaguardar (la libertad de acción del agente vs. los intereses jurídicos prevalentes)⁸⁹⁹.

⁸⁹⁵ «Por ello, el punto de partida es que cada persona tiene que pechar con el daño que sufra y que éste es un criterio que tan solo deberá abandonarse si existe un fundamento jurídico que permita desplazarlo a otra...Causar el daño es algo decisivo, ya que es el segundo presupuesto de la responsabilidad, pero el parágrafo segundo destaca que la causalidad, por sí misma, no es suficiente para dar lugar a la responsabilidad; al contrario, la responsabilidad requiere la concurrencia de razones ulteriores que justifiquen el desplazamiento de la pérdida y esas razones esenciales son la culpa, la actividad peligrosa (la idea de «riesgo») y lo que comúnmente se denomina responsabilidad por hecho ajeno» Vid. EUROPEAN GROUP ON TORT LAW (2008) en MARTÍN-CASALS, M. (Coord.), pp. 49-50.

⁸⁹⁶ «Los intereses son obvios cuando los terceros tienen razones para ser conscientes de su existencia y alcance. El derecho a la vida y también el derecho de propiedad son bastante obvios, mientras que los intereses puramente patrimoniales y los inmateriales no tienen un significado obvio...» Vid. EUROPEAN GROUP ON TORT LAW (2008) en MARTÍN-CASALS, M. (Coord.), p. 65

⁸⁹⁷ Vid. PANTALEÓN, F. (2005), p. 1-8. Este autor critica varios de los principios y da ideas sobre cómo debían haberse redactado.

⁸⁹⁸ «Si la pérdida de ganancias o beneficios es ilegal porque una norma legal explícitamente así lo establece no se permite ningún resarcimiento. Si la ganancia o beneficio son ilegítimos debido a normas de buena moral o similares, podría aceptarse una cierta discrecionalidad que permita al menos otorgar una compensación básica.» Vid. EUROPEAN GROUP ON TORT LAW (2008) en MARTÍN-CASALS, M. (Coord.), p. 70

⁸⁹⁹ «Al proteger los derechos e intereses de una persona el ordenamiento jurídico exige que todos los demás respeten estas áreas. Si el ordenamiento jurídico reconoce posiciones protegidas de una persona, requiere que todos los demás respeten estos derechos e intereses hasta un punto razonable. El titular del derecho o interés protegido no tiene por qué tolerar injerencias sin justificación; puede tener derecho a ejercer una acción de cesación y derecho de legítima defensa. Como resultado, cada reconocimiento de esferas protegidas conlleva una restricción a la libertad de todos los demás. Por lo tanto, el establecimiento del alcance de la protección requiere sopesar los intereses opuestos: por un lado, el interés en gozar de una amplia protección; por otro, el interés en gozar de la mayor libertad posible... Se debe indicar que el ámbito de protección de los intereses depende de si se dan uno o más factores, así como del peso de esos factores y su combinación con otros. Como el alcance de la protección depende del peso total de los factores, puede ser, por tanto, que incluso un interés de alto rango no merezca protección si se opone a un interés prevalente;...». Vid. EUROPEAN GROUP ON TORT LAW (2008) en MARTÍN-CASALS, M. (Coord.), p. 67.

La vida, la integridad física y mental, la dignidad humana y la libertad gozan de la mayor protección. Les siguen los derechos reales, especialmente los derivados de la propiedad (tangible o no) y, más lejos, los intereses puramente económicos o emanados de relaciones contractuales.

El Art. 3:201. determina en qué supuestos y en qué medida un hecho o un acto que es causa de un daño a un interés jurídicamente protegido puede ser imputado al agente, y para ello se vale de criterios como los siguientes: 1. La previsibilidad del daño para una persona razonable⁹⁰⁰ al momento de producirse el acto o hecho (cercanía en el tiempo y en el espacio, magnitud del daño en comparación con los efectos normales del hecho o comportamiento); 2. La naturaleza y el valor del interés protegido; 3. El alcance de los riesgos ordinarios de la vida; y, 4. El fin de protección de la norma violada.

Por su parte, los *PEL Liab.Dam.* toman como norma o regla básica la siguiente: "Toda persona que sufra un daño jurídicamente relevante tiene derecho a la reparación por parte de quien lo causó ya sea intencionalmente⁹⁰¹, con negligencia⁹⁰² o por devenir responsable por la causación del daño⁹⁰³." (Art. 1:101.)

Luego, en la sección segunda⁹⁰⁴, se indica que un daño será jurídicamente relevante si: a) así se ha establecido en las reglas consignadas en los *PEL Liab.Dam.* o; b) cuando implican una pérdida económica – o no⁹⁰⁵ – y/o una lesión resultante de la violación de un derecho otorgado por la ley; o, c) de la vulneración de un interés que merece protección legal.

En los casos b) y c) la lesión o la pérdida serán jurídicamente relevantes siempre que sea razonable y equitativo brindar reparación o tomar las medidas necesarias para prevenir la

⁹⁰⁰ «...Factors thought to be relevant to this analysis include "the foreseeable likelihood that the person's conduct will result in harm, the foreseeable severity of any harm that may ensue, and the burden of precautions to eliminate or reduce the risk of harm."52...Importantly, determinations of whether particular conduct is reasonable are to be made from an ex ante perspective, judging the reasonableness of the conduct before the consequences of the chosen action were known. As Prosser and Keeton note, The actor's conduct must be judged in the light of the possibilities apparent to him at the time, and not by looking backward "with the wisdom born of the event." The standard is one of conduct, rather than of consequences. It is not enough that everyone can see now that the risk was great, if it was not apparent when the conduct occurred.53» Vid. ROBBENOLT, J. K. (2010), p. 497

⁹⁰¹ Art. 3:101: Intention. «A person causes legally relevant damage intentionally when that person causes such damage either: meaning to cause damage of the type caused; or by conduct which that person means to do, knowing that such damage, or damage of that type, will or will almost certainly be caused.»

⁹⁰² Art. 3:102: Negligence. «A person causes legally relevant damage negligently when that person causes the damage by conduct which either: does not meet the particular standard of care provided by a statutory provision whose purpose is the protection of the injured person from the damage suffered, or does not otherwise amount to such care as could be expected from a reasonably careful person in the circumstances of the case.»

⁹⁰³ Vid. Art. 3:201: Accountability for Damage Caused by Employees and Representatives; Art. 3:202: Accountability for Damage Caused by the Unsafe State of an Immovable; Art. 3:203: Accountability for Damage Caused by Animals; Art. 3:204: Accountability for Damage Caused by Defective Products; Art. 3:205: Accountability for Damage Caused by Motor Vehicles; Art. 3:206: Accountability for Damage Caused by Dangerous Substances or Emissions; Art. 3:207: Other Accountability for the Causation of Legally Relevant Damage; y Art. 3:208: Abandonment.

⁹⁰⁴ Vid. Art. 2:101. y ss.

⁹⁰⁵ Article 2:101(4) «In this Book (a) economic loss includes loss of income or profit, burdens incurred and a reduction in the value of property. (b) non-economic loss includes pain and suffering and impairment of the quality of life.»

producción del daño. Y con el fin de realizar estos dos juicios, el de equidad y el de razonabilidad, habrá que considerar los siguientes criterios: El grado de responsabilidad del agente, la naturaleza y proximidad del daño, su inminencia, las expectativas razonables de la víctima o del futuro perjudicado, las políticas públicas, entre otros.

Aunque tanto los *PETL* como los *PEL Liab.Dam.* reconocen abiertamente criterios de imputación de responsabilidad distintos a la propia culpa o el dolo (culpa en sentido amplio) como, por ejemplo, el riesgo de una actividad o de una cosa, la culpa sigue teniendo un lugar muy importante, prevalente.

Por tanto, sólo se acude a criterios de imputación objetiva cuando no es posible encontrar una culpa en el caso concreto y cuando acudir a ella no brinde una solución justa y adecuada que deje al operador jurídico satisfecho, y que apacigüe los ánimos sociales en un momento determinado.

La predisposición hacia la objetivización de la responsabilidad civil viene marcada substancialmente por la evolución política, económica y tecnológica de una sociedad. De esta forma, si antes, en pleno individualismo económico, la sociedad reconocía como apropiado y justo que se llevara a cabo una actividad económica fuertemente influenciada por la industrialización y la tecnificación, sin que se respondiera por los perjuicios ocasionados – o al menos no tan rigurosamente –; esta posición ya no goza de apoyo en la actualidad en muchos frentes, v. gr., la responsabilidad por productos defectuosos.

Sin ánimo de profundizar sobre esta clase de responsabilidad, a grandes rasgos surge de la creación de un riesgo de peligro específico que resulta no de la actividad de la empresa en sí, sino de la anomalía – la carencia de seguridad⁹⁰⁶ – de un producto que al ponerse en circulación daña la integridad o los bienes de los consumidores, de los usuarios o de otras personas que entraron en contacto con él.

Es innegable que los procesos de producción, comercialización, adquisición y consumo de los bienes son muy complicados, debido, entre otras razones, a la masificación de las actividades económicas, a la variedad y complejidad de las técnicas y tecnologías implicadas y a la participación de una gran pluralidad de sujetos, ajenos muchas veces a la propia organización de quien pone en marcha una actividad productiva.

⁹⁰⁶ Conforme a su Art. 6, la noción de defecto que interesa a la Directiva 85/374/CEE es la carencia de seguridad que legítimamente puede esperarse en los productos, al usarlos o consumirlos. El defecto de seguridad no es el vicio, el riesgo, el peligro, la falta de idoneidad para el uso o la no conformidad del producto con los resultados esperados y convenidos (la utilidad o funcionalidad), sino la falta de seguridad que puede esperarse del mismo.

Por lo tanto, identificar el origen de un defecto y la culpa que le sirve de antecedente puede convertirse en una tarea muy onerosa para quien no dispone del tiempo, del dinero ni de los conocimientos y las habilidades necesarios para encarar esta aventura.

Así las cosas, en materia de productos defectuosos, a tenor del Art. 4 de la Directiva 85/374/CEE, se deben probar la existencia de un daño, un defecto y su correspondiente relación causal. Empero, no hay que probar la culpa del productor, la de sus equivalentes o de quienes las normas determinen que deben responder por el defecto.

En este caso en especial, prescindir de la prueba de la culpa permite distribuir eficientemente los riesgos ya que el fabricante se encuentra en una posición mucho más ventajosa para controlar los procesos productivos, por muy complejos que sean (en razón de su profesionalidad y especialización), y para asumir los costos económicos de un seguro o de la inversión en investigación encaminada a detectar los defectos o reducir los riesgos. Es más, hasta puede internalizar los costes derivados de una responsabilidad objetiva mediante el incremento de los precios de sus productos.

Si trasladamos todas estas reflexiones al ámbito del abuso de mercado encontraremos que ni el *insider trading* ni la manipulación del mercado son actividades de una peligrosidad anormal que justifique la objetivización total de la responsabilidad jurídico-civil, es decir, prescindir absolutamente de la exigencia de culpa en el agente; no obstante la dimensión de las estrategias manipuladoras o del abuso de información privilegiada o, muy especialmente, del tipo de daño que ocasiona al sistema financiero y los perjuicios en masa que pueden generarse considerando los mercados financieros de hoy, profundamente globalizados e interconectados.

Aunque las actividades llevadas a cabo en los mercados de valores están muy intermediadas y gocen de una mecanización evidente gracias a los avances tecnológicos aplicables al sector, lo que ha incidido en la forma en la que se llevan a cabo las operaciones en los mercados de valores, esta mecanización no convierte a la actividad desplegada en los mercados de valores en una actividad peligrosa por sí misma.

Por el contrario, dada la magnitud de las actividades desarrolladas en los mercados de valores y su conexión con otros sectores de la economía y otros mercados y plataformas de negociación, es el hombre que abusa del mercado quien introduce el riesgo que se desvalora al alterar los mecanismos de formación de los precios, y su conducta desleal se ve amplificada por las operaciones realizadas a través de las máquinas y las tecnologías que se emplean en los mercados financieros.

1.2.2.2. El fundamento subjetivo de la responsabilidad civil por abuso de mercado.

No se percibe en el abuso de mercado un peligro anormal o especialmente elevado⁹⁰⁷ que no coincida con los riesgos normales de conductas desviadas en la actividad financiera, pero la magnitud de sus efectos para la economía en general y el hecho de que estas conductas abusivas provengan generalmente de miembros del mercado financiero, son cuestiones que, por lo menos, originan un consenso para su desaprobación jurídica generalizada, justifican la inversión de la carga de la prueba y la creación de presunciones en contra del agente, quien deberá desvirtuar la existencia de abuso de mercado para ser exculpado.

Ahora, ¿cuál es la conducta desaprobada jurídicamente en el abuso de mercado? ¿Cuál es el interés jurídico a proteger? ¿Se crea un riesgo jurídicamente desaprobado? ¿Cuál es la conducta exigible al agente? Las respuestas a estas preguntas están contenidas, en parte, en la primera parte de esta investigación cuando se reflexionó acerca de los antecedentes del abuso de mercado y su regulación antes y después de la DAM. Sin embargo, recordarlas nos podrá ayudar a comprobar si el fundamento de la responsabilidad civil por abuso de mercado debe ser objetivo o no, y en qué medida.

De manera general y para englobar ambas manifestaciones del abuso de mercado podemos decir que las reglas y normas que rigen el mercado financiero, y que en particular regulan el abuso de mercado, buscan fomentar el comportamiento “leal” de quienes participan en los mercados, especialmente y en nuestro caso, el de los valores, con el fin de que estos funcionen eficaz y transparentemente, protegiendo a la inversión y al ahorro del público.

Siendo esto así, la conducta exigible a quien opera en el mercado financiero, en particular el de valores, consiste en comportarse diligente y honestamente. En el caso de la manipulación, se exige abstenerse de influir en la formación de los precios a través de mecanismos, estrategias, prácticas o actuaciones fraudulentas que efectivamente buscan sacar ventaja de otros, acomodando la dinámica del mercado respecto de sus intereses y burlando a los demás intervinientes del mercado, especialmente a los inversores, que profesionales o no, deben ser protegidos eficazmente.

⁹⁰⁷ «Tal como se ha explicado anteriormente, la peligrosidad que se contempla en este artículo es de una intensidad intermedia, entre el peligro «normal» inherente a cualquier actividad humana y el extraordinario o «anormalmente» elevado que da lugar a una responsabilidad objetiva. La regla no puede ser que la inversión de la carga de la prueba se deba admitir en todo caso por la simple razón de que, inmediatamente antes de que suceda el daño, siempre habrá, necesariamente, un peligro preexistente. 4. El párrafo 2 especifica que la situación es suficientemente peligrosa (para justificar la inversión de la carga de la prueba) si es apta para producir daños con cierta frecuencia o si el daño que puede producirse – aunque no suceda a menudo- puede alcanzar dimensiones suficientemente graves; por lo demás, es innecesario decir que la gravedad del peligro requerido se cumple en mayor medida si cabe cuando concurren simultáneamente los requisitos cuantitativos y cualitativos.» Vid. EUROPEAN GROUP ON TORT LAW (2008) en MARTÍN-CASALS, M. (Coord.), p. 132.

En cuanto al *insider trading*, hay que hacer algunas matizaciones. Hemos visto que el *insider* también influye en la formación de los precios, él decide cuándo y cómo beneficiarse de la información privilegiada y, por ende, trata de mantener bajo control el efecto que en sus intereses tendrá una información no pública⁹⁰⁸ antes de que se haga pública.

Normalmente, el *insider* vende o compra según el carácter desfavorable o favorable de la información, pero también puede mantener su inversión no haciendo nada porque no tenía pensado invertir/desinvertir, o cancelando una orden para invertir o desinvertir. Este tipo de *insider* es muy difícil de identificar, pero al igual que en los casos de compra o venta, existen algunos criterios, sobre todo el del análisis de la rentabilidad⁹⁰⁹ de su inversión, que pueden ser tenidos en cuenta para pedir explicaciones y presumir que ha actuado indebidamente.

Recordemos que es normal que en el mercado de valores existan asimetrías informativas⁹¹⁰ que cada cual explota a su favor para obtener, en condiciones de libre y sana competencia, los réditos que su esfuerzo merezca, por ejemplo, en materia de investigación y análisis de las oportunidades de inversión. Sin embargo, aprovecharse de esas asimetrías tiene unos límites que si se sobrepasan son objeto de reprobación.⁹¹¹

La información privada que afecta a una empresa que cotiza en bolsa y que en consecuencia incide en la evolución de los títulos o valores que emite, puede provenir de muchas fuentes, internas o externas a la empresa. Esa información recibe la denominación de “privilegiada” porque sólo la conocen quienes han podido acceder a ella en razón del ejercicio de un cargo, unas funciones, un trabajo o una profesión; por ser miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor; por llevar a cabo actividades delictivas⁹¹²; o, cuando sin estar en las circunstancias mencionadas, se sepa o debiera saber que la información obtenida es de carácter privilegiado.

Para que exista mayor transparencia en el mercado de valores y se refuerce la confianza inversora, esa información privilegiada debe ser oportunamente canalizada hacia el mercado, pero no a través de operaciones que traten de sacar una ventaja por la “exclusiva”,

⁹⁰⁸ Algunos sostienen que si se ha divulgado la información a un número suficiente de analistas de inversión (no se dice cuántos), este hecho puede ser considerado un “equivalente funcional” a que la información se ha hecho pública dado el poder de los analistas para influir en el precio de los instrumentos financieros. Vid. BUDZEN, D. M. / FRANKOWSKA, A. M. (1994), pp. 105-106.

⁹⁰⁹ Cuando los *insiders* son iniciados primarios podría presumirse que la elevada rentabilidad de sus inversiones se debe al abuso de información privilegiada. Vid. DEL BRÍO, E. B. (2006), p. 117

⁹¹⁰ Vid. McVEA, H. (2005), pp. 420-423.

⁹¹¹ Vid. DEL BRÍO, E. B. (2006), p. 116.

⁹¹² «This addition was necessitated by the alleged involvement or organized crime and terrorist groups in securities markets as a means to profiteer or finance their illegal activities, 113 including instances of theft of inside information, or of running or extortion rackets aiming at the acquisition of inside information.» Vid. AVGOULEAS, E. (2004-2005), p. 202.

sino mediante obligaciones de divulgarla tan pronto como sea posible o de abstenerse de negociar cuando sea el caso.

De esta forma, la conducta exigible en el *insider trading* es la de no aprovecharse de información privilegiada que sólo se conoce por ciertas circunstancias de proximidad con la misma. Como se recordará dicha vinculación o proximidad no da el derecho a utilizar la información al antojo de quien la posee, o de quien llega a conocerla a sabiendas o debiendo saber que es privilegiada, ya sea en su propio beneficio o en el de otros.

Por el contrario, como de conocerse esa información privilegiada sería un elemento indispensable para la formación de los precios de los valores – pues de ella se valdría un inversor razonable⁹¹³ si la conociera oportunamente –, se impone el deber de ponerla a disposición del público lo más pronto posible para que el mercado la absorba a tiempo, permitiendo así a los demás operar conforme a ella, sin más desventajas o condiciones de asimetría que las permitidas legalmente o las toleradas por el mismo mercado.

Visto lo anterior, ¿es posible aumentar el estándar de conducta exigible a quienes abusan del mercado? La naturaleza de las conductas de abuso de mercado permite que ese estándar sea mayor por varias razones que hemos expuesto, y que pueden reconducirse a las siguientes:

Primero, las actuaciones del manipulador o del *insider* son generalmente complejas, de difícil detección⁹¹⁴ y prueba, considerando la dinámica colosal de los mercados de valores y su propia tecnicidad. Segundo, la actividad del manipulador y del *insider* es esencialmente intencional, desleal, abusiva y fraudulenta.

Tercero, el manipulador y el *insider* son en su mayoría personas vinculadas estrechamente con el mercado de valores o con los emisores, valiéndose de esta proximidad para defraudar, engañar y aprovecharse de otros y; cuarto, el manipulador y el *insider* suelen ser personas calificadas, tienen el control de su propia actividad, deciden libremente cuándo actuar y cuándo detenerse, pudiendo imponer a otros – a voluntad y soterradamente – un nuevo estado de cosas, unas reglas de juego a capricho para la formación de los precios.

⁹¹³ «In contrast to the U.S. approach, the definition of materiality focuses on the information's impact on market price.97 Hence, the U.S. standard, analyzing whether the affected information would assume significance to the mythical "reasonable" person in making her investment decision98 has not been accepted with frequency elsewhere.99» Vid. STEINBERG, M. I. (2003), p. 163.

⁹¹⁴ «...“La lucha contra el uso de información privilegiada es una difícil empresa. El pez grande sabe cómo actuar, nunca va a intervenir por cuenta propia, utilizará otras vías. A los únicos que se termina pescando es al novio de la secretaria. Es decir, a inversores pequeños e inexpertos”... De hecho, según fuentes del mercado, en los últimos 10 años, en Europa son casi inexistentes las sanciones por información privilegiada a inversores institucionales.”» Vid. LLORENTE, C. (2007).

Ahora bien, ¿qué daños ocasiona el abuso de mercado? ¿Qué riesgos genera? La respuesta está en el segundo considerando de la propuesta RAM que indica que el abuso de mercado daña a la integridad del mercado, influyendo negativamente en su buen funcionamiento (sobre todo en su eficiencia y transparencia) y en la confianza del público. Lo anterior ya se perfilaba desde la Recomendación 77/534/CEE de la Comisión que era básicamente, y como se recordará, un código de conducta en el ámbito de los valores mobiliarios.

Cuando el mercado no funciona correctamente, respetando unos mínimos éticos, los mismos operadores económicos empiezan a desconfiar unos de los otros, al igual que el público en general; por ende, los objetivos básicos de inversión y financiación se desdibujan y el mercado financiero se muestra ineficaz para cumplir con los fines para los cuales ha sido previsto, perdiendo su razón de ser y la virtud de proveer crecimiento económico y riqueza.

El daño causado, el que más se reprocha, por encima de los perjuicios económicos particulares, es el menoscabo del proceso de formación de los precios libre de fraude o abuso. Como ya se explicó a lo largo de este capítulo, a nivel económico la manera cómo se forman los precios, es decir, los distintos mecanismos que contribuyen a su creación o dinámica y, muy especialmente, la forma en la que la información es gestionada e incorporada a los mismos, resulta vital para el avance normal y transparente del mercado.

Y ello es así porque los precios de los valores e instrumentos financieros deben ser y parecer el resultado fiel, o el más aproximado a las circunstancias particulares de una realidad económica en un sector determinado. Por consiguiente, las dudas que se generen respecto de los precios, esto es, que no han sido el resultado de la probidad debida en los negocios financieros, afectará la imagen de confianza de la propia actividad y el progreso del mercado.

Es verdad que los mercados financieros son extremadamente complejos, en ellos impera una constante innovación y poseen asimismo una dinámica colosal gracias a las nuevas tecnologías. En ellos circula información de manera vertiginosa y se intercambian bienes a una velocidad extraordinaria, de ahí que los abusos y los fraudes también tengan la virtud, dentro de una actividad ponderadamente compleja, de ser tremendamente nocivos y desconcertantes, reduciendo fortunas a la nada y desposeyendo de sus ahorros a quienes buscaban rentabilidad en un sistema de financiación alternativo a la banca.

Como puede advertirse el daño que el abuso de mercado ocasiona tiene varios componentes: 1) La alteración real o potencial de los mecanismos de formación de los

precios; 2) La pérdida de transparencia y eficiencia de los mercados de valores, por lo cual pierden gran parte de su capacidad para cumplir adecuadamente con sus objetivos; 3) La alteración de la percepción de confianza por parte de los inversores actuales o potenciales, lo que menoscaba su imagen y su poder de atracción de “clientela”; 4) La afectación del sistema económico en general, incluso, el desencadenamiento de crisis⁹¹⁵ económicas; 5) Los cuantiosos perjuicios económicos que en masa pueden sufrir los inversores, sin importar su tamaño o su profesionalidad, piénsese – por ejemplo – en las pérdidas de los fondos de pensiones que son trasladadas sin piedad al ciudadano de a pie.

Desde el punto de vista de las actuaciones y de los daños ocasionados con el abuso de mercado, y analizando muy especialmente los intereses jurídicos protegidos, existen suficientes argumentos para elevar el grado de exigibilidad a quienes incurran en manipulación y abuso de información privilegiada, presumiendo en ciertas circunstancias, y como se verá, que han actuado indebidamente.

Al mismo tiempo, en determinadas condiciones existirá la posibilidad de invertir la carga de la prueba a favor del demandante/perjudicado, pues la complejidad técnica del mercado de valores y de las conductas de abuso de mercado, contrastadas con la magnitud y la naturaleza de los daños que producen, bien merecen la protección reforzada de los perjudicados.

Empero, esta protección reforzada no convierte a la responsabilidad civil por abuso de mercado en una responsabilidad objetiva, se trata, mas bien, de una responsabilidad civil basada en la culpa en la cual puede elevarse la conducta exigible, presumiéndose ciertos elementos, como la existencia misma de culpa, lo que influye en la posibilidad de exoneración o limitación de la responsabilidad del agente.

De igual manera, se deberá acudir a la inversión de la carga de la prueba en tanto mecanismo que pueda aliviar las dificultades probatorias del demandante en un ámbito complejo *per se*, en el que quien abusa del mercado cuenta con la ventaja de poder “camuflar” su actuación abusiva o fraudulenta bajo la apariencia de una operación legítima con relativa facilidad.

2. LOS MERCADOS Y LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS A LOS QUE SE APLICA LA REGULACIÓN POR ABUSO DE MERCADO.

⁹¹⁵ Las ventas de los insiders suelen preceder a las crisis financieras. Cuando la intensidad de las ventas es menor, la caída es inminente. «On the other hand, the absence of selling by insiders can reveal even worse news (the “dog that did not bark” effect) and thus cause prices to go down even more rapidly than if there had been moderate selling by insiders.» Vid. MARINY, J. M. / OLIVIERZ, J. (2006), p. 6.

2.1. Los mercados regulados y el abuso de mercado.

Entre las opciones existentes en el lenguaje común, un mercado puede ser definido como aquel “sitio público destinado permanentemente, o en días señalados, para vender, comprar o permutar bienes o servicios.” Por su parte, lo financiero, alude a un adjetivo que se predica de “la Hacienda pública,” “las cuestiones bancarias y bursátiles” o “los grandes negocios mercantiles”.⁹¹⁶

Desde un lenguaje más especializado, los mercados financieros son espacios (reales o virtuales) en los que se canaliza el ahorro del público desde las unidades con superávit hasta las unidades con déficit, a cambio de un título o documento (tangibles o no) que incorpora el valor de la deuda, y del que emanan – dado que resulta de un acuerdo de voluntades – obligaciones y derechos para las partes implicadas, entre los cuales sobresale el derecho a exigir o percibir un lucro a cambio de la puesta a disposición de otro, de un capital o renta.⁹¹⁷

Cuando ese título o valor se emite por primera vez y entra al tráfico jurídico-económico, estamos ante un mercado primario, pero si el título ya existe y se negocia posteriormente, intercambiándolo por otro y/o por dinero, nos encontramos en un mercado secundario.

Las unidades de superávit son aquellas que pueden ahorrar el excedente que obtienen de sus actividades y, por lo tanto, tienen fondos disponibles para invertir a corto (mercados de dinero) o largo plazo (mercados de capital); mientras que las unidades deficitarias son aquellas que no tienen capacidad de ahorro y, consecuentemente, necesitan de fondos para adelantar su actividad económica. De esta manera, el mercado financiero hace que confluyan los intereses de quienes necesitan financiación⁹¹⁸ y de quienes buscan rentabilidad.

Los mercados financieros tienen la capacidad de ofrecer financiación, rentabilidad y cobertura, a la vez que coadyuvan al crecimiento empresarial, brindando al inversor y a las

⁹¹⁶ Vid. el diccionario de la RAE, disponible en: <http://www.rae.es/rae.html>

⁹¹⁷ Las bolsas son especies de mercados financieros organizados. Pueden ser de mercancías, divisas o valores. Sirven para «promover y facilitar el desarrollo de un gran número de operaciones de cambio sobre bienes fungibles que, merced a la concentración de ofertas y demandas en un cierto período de tiempo (y ya no necesariamente en un espacio determinado) permite la aparición de precios de equilibrio, cuya formación objetiva autoriza a revestirlos de carácter oficial por obra de la propia organización mercantil que supervisa el concierto y ejecución (pero ya no la Compensación y Liquidación, confiada entre nosotros al Servicio del mismo nombre) de aquellas operaciones y contratos.» Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (2008), s.p.

⁹¹⁸ «El hecho de disponer de una fuente de financiación alternativa al crédito bancario faculta a las compañías a negociar en una situación más ventajosa las condiciones del mismo.» Vid. FARINÓS, J. E. / SANCHIS, V. A. (2009), p. 9. (Este trabajo analiza las distintas motivaciones de una empresa para salir a bolsa: reducción del coste de la deuda, diversificación del negocio, transferencia de riesgos, dispersión de la propiedad entre accionistas minoritarios para disminuir el control sobre la compañía, establecimiento de sistemas de retribución según la evolución de los valores en el mercado, reducción de asimetrías informativas entre la empresa y los inversores, entre otros).

empresas emisoras de valores la posibilidad – entre muchas otras – de salir de mercados locales o nacionales en busca de mercados extranjeros que suministren, según su posición e interés, un mayor retorno o impliquen mayor certidumbre económica y menor riesgo correlativo.

En orden a determinar a qué mercado financiero se le aplica la regulación por abuso de mercado, es necesario recordar, a tenor de la sentencia del Tribunal de Justicia de la UE en el asunto C-248/11, lo que es un «mercado regulado», pues, pese a que la propuesta DAM era más ambiciosa, en su texto definitivo no se incluyeron los instrumentos financieros negociados o por negociar en mercados no regulados aunque, hipotéticamente, podrían ser utilizados para, por ejemplo, manipular un instrumento financiero que cotizara, o fuera a cotizarse, en un mercado regulado (el caso del *insider trading* es distinto por razón del Art. 9 de la DAM, en conjunción con los Arts. 2, 3 y 4).

De conformidad con la sentencia aludida, un mercado regulado es un sistema multilateral de negociación de instrumentos financieros organizado que, esencialmente, tiene las siguientes características: a) se encuentra administrado por un gestor, b) opera conforme a normas no discrecionales, c) ha sido autorizado por la respectiva autoridad competente, conforme a los requisitos y condiciones mínimos consignados en el título III (Arts. 36-47) de la Directiva MIFID (o su equivalente), independientemente de que figure en una lista de mercados regulados, o que su gestor administre otros mercados regulados o no.

A la vista del texto actual de la DAM, el ámbito de aplicación objetiva es muy limitado y, salvo las ventajas en cuanto a la reducción de costos, la simplicidad administrativa y la rapidez en las negociaciones que pueden alcanzarse dentro de mercados no regulados, no hay explicación (al menos no suficiente) para que ante un evento de abuso de mercado, los poderes de supervisión y sanción estatales se queden cortos y no puedan llegar (formal y materialmente) hasta mercados no regulados (aunque organizados) cuando las operaciones o los operadores de los mismos influyan en la dinámica de los mercados que sí lo están.

Esa sólo conexión debería bastar para que, sin perjuicio de cierta flexibilidad en las formalidades para la configuración de un mercado y la negociación de instrumentos dentro del mismo, el Estado pueda intervenir para evitar, poner fin y sancionar los abusos en mercados no regulados, especialmente los de derivados⁹¹⁹ que por su complejidad merecen una atención concreta.

⁹¹⁹ «One of the casualties has been the collapse of the transparent self-regulating, mutual form of exchange organization that has been replaced by a demutualized opaque network of electronic trading networks (ETNs) and automated trading system (ATS) platforms, e.g., Markham and Harty (2008); Kumpan (2006); Treptow (2006). The crude rationale given by regulators for permitting such fundamental changes, and the relatively limited associated public debate, is disturbing.2 Counter-productive regulatory arbitrage, fragmentation of market liquidity and undermining of the price discovery and

Se reitera, las ventajas o los mayores rendimientos de un sistema de negociación no pueden darse a costa de la transparencia (interna y externa⁹²⁰) de un mercado, regulado o no, pero mucho menos de la protección del inversor.

La propuesta de Reglamento⁹²¹ se hizo eco de esta preocupación y señaló que el régimen de abuso de mercado cobijaría a los instrumentos financieros negociados en SMN, a los SON y a los mercados OTC que pudieran afectar al mercado subyacente de referencia.

Esto significa que los criterios del efecto⁹²² y la conexión de las operaciones realizadas a través de un instrumento negociado en un mercado no regulado (o de las operaciones realizadas en dicho mercado), que puedan influir en un instrumento negociado en un mercado regulado, serán determinantes para atribuir facultades de supervisión y sanción a las autoridades competentes del mercado regulado afectado.

Entonces, con sujeción a la normatividad vigente, el régimen de abuso de mercado no es aplicable a los mercados no regulados y comprendemos que esta circunstancia es precisamente la que deja más patente su naturaleza, es decir, la de no estar regulados, ni siquiera a través de las reglas propias del abuso de mercado. Sin embargo, como mínimo están sometidos a reglas de gobernanza corporativa, a autorregulación.⁹²³ ¿Y cómo puede la autorregulación prescindir de un régimen por abuso de mercado con unas condiciones mínimas de funcionamiento y eficacia, cuando actualmente los mercados financieros están tan interconectados?

dissemination function of important commodity and financial markets are some implications of the changes.» Vid. POITRAS, G. (2009), p. 2.

⁹²⁰ Vid. PITT, H. L. (2009-2010), pp. 21-23. Este autor diferencia entre transparencia interna (la que se da al interior de las empresas y que atiende a los deberes fiduciarios de los directores de las compañías) y externa (la que se debe tener respecto de la contraparte, de los demás intervinientes en el mercado financiero que pueden imaginarse lo peor si no pueden valorar adecuadamente los riesgos de las compañías).

⁹²¹ El considerando núm. 8 de la propuesta RAM conforme a la modificación realizada por el Parlamento Europeo el día 10 de septiembre de 2013: «La Directiva 2003/6/CE se centró principalmente en los instrumentos financieros admitidos a negociación en los mercados regulados o en aquellos para los que se había solicitado su admisión a negociación en dicho mercado. No obstante, en los últimos años son cada vez más los instrumentos negociados en los sistemas multilaterales de negociación (SMN). Existen asimismo instrumentos financieros que se negocian exclusivamente en otras categorías de sistemas organizados de negociación (SON) o que se negocian en mercados no organizados (OTC). **Por consiguiente, el ámbito de aplicación del presente Reglamento debe incluir todos los instrumentos financieros negociados en un mercado regulado, un SMN o un SON y cualquier otra conducta o actuación que pueda influir sobre esos instrumentos financieros, con independencia de que se produzca en un centro de negociación**. En el caso de determinados tipos de SMN que, al igual que los mercados regulados, ayudan a las empresas a obtener aportaciones de capital, la prohibición contra el abuso del mercado se aplica igualmente cuando se ha realizado una solicitud de admisión a negociación en ese mercado; por lo tanto, el ámbito de aplicación del presente Reglamento debe incluir el periodo que se inicia cuando se ha realizado una solicitud de admisión a negociación en un SMN. De este modo se mejorará la protección del inversor, se preservará la integridad de los mercados y se logrará que la manipulación del mercado a través de dichos instrumentos quede claramente prohibida.» (Negrilla y cursiva no originales).

⁹²² Vid. el considerando 8 ter de la propuesta RAM.

⁹²³ Antes de la DAM, la posición alemana era la de dejar el *insider trading* sometido a la autorregulación. «Las Insiderhandels-Richtlinien[27] establecían tan sólo obligaciones morales, suponiendo así una clara renuncia por parte del Estado a regular esta materia, dejándola en el ámbito de lo puramente ético. De ahí quizá la negativa de las autoridades alemanas a que la Directiva fuese aprobada. Sin embargo, a partir de dicha aprobación, el sistema alemán pasó a ser también muy similar al del resto de países miembros.» Vid. MONROY ANTÓN, A. J. (2005), «Estudio comparado...», s.p. Para profundizar sobre la regulación alemana antes de la Directiva de Iniciados puede consultarse a: HOPT, K. J. (1986) y a BLUM, J. (1985-1986). En este último texto se explica el procedimiento que se seguía para sancionar a los *insiders* y se reflexiona sobre las desventajas y vacíos resultantes del modelo de autorregulación alemán del *insider trading* a través de dos casos: la OPA de THYSSEN sobre RHEINSTAHL y la compra de DAIMLER-BENZ de AEG).

¿Qué tipo de confianza inversora, por más que se esté negociando entre profesionales, puede pretenderse sin un régimen de abuso de mercado claro y eficaz? Hoy por hoy, en una era global⁹²⁴, un sistema financiero es un todo, comprende tanto los ámbitos regulados como los que no lo están. Por eso, tiene que decidirse razonadamente sobre qué puede dejarse expuesto y qué debe quedar cubierto por la regulación estatal y/o la internacional, advirtiendo que un régimen de prevención y sanción del abuso de mercado no es prescindible, no es negociable porque es fuente de credibilidad y estabilidad en un mercado cualquiera.

Recordemos, la conservación a largo plazo de una buena reputación ya no es motivo suficiente para disuadir a un potencial infractor de que no cometa un abuso o un fraude en un mercado nacional o internacional. El temor a poner en entredicho una reputación empresarial o profesional ya no es un elemento que fortalezca la autorregulación, pues las ganancias a corto plazo son demasiado tentadoras, más aún en mercados no regulados. Total, los intereses a largo plazo son fácilmente sacrificados por las ganancias a corto plazo.

Definitivamente, una nueva perspectiva de regulación,⁹²⁵ más extensiva respecto de los mercados no regulados, se impone, obedeciendo a la necesidad de los legisladores de responder a la alarma social que ha creado la profunda crisis económico-financiera de los últimos tiempos y al empeño de llegar hasta los ámbitos que no habían recibido una respuesta o reacción regulatoria apropiada a través de herramientas jurídicas más eficaces, disuasorias y creíbles, ya sea bajo la forma de reglas o de principios.

Por supuesto, en materia regulatoria, también existe el peligro de sobrereactuar, pero no está de más echar un vistazo a lo que podría estar funcionando mal, sobre todo, cuando la situación problemática no ha sido prevista o la respuesta es insuficiente.

No es una novedad que la desregulación⁹²⁶ intencionada de ciertos sectores ha sido blanco, desde hace algún tiempo, de críticas agudas y merecidas. Esta desregulación pudo darse porque algunas operaciones o áreas se mantuvieron ajenas a una regulación estricta y consistente, ya sea por desestimar los riesgos potenciales de una actividad determinada, o

⁹²⁴ «Furthermore, the Chinese securities markets are unique in that China is the only market that lists a large number of state-owned enterprises ("SOEs"), and as China pursues privatization of these business entities, the stock exchanges represent the biggest movement of privatization of businesses» Vid. ZOELLER, C. M. (2009-2010), p. 215. El autor analiza la necesidad de regulación de los mercados de valores en China y los escándalos corporativos más sonados (pp. 227-228).

⁹²⁵ Sobre los distintos significados del término "regulación" puede consultarse a JORDANA, J. / LEVI-FAUR D., en JORDANA, J. / LEVI-FAUR D. (Eds.), pp. 3-5.

⁹²⁶ «According to this emerging school of thought, the welfare state has not been replaced by deregulated markets, as critics of Chicago-style neoliberalism often claim. While 'neoliberalism' led to the privatization of public assets and services, it did not result in deregulation and free competition.⁵ Rather, capitalism and regulation of markets are inseparable and even mutually reinforcing.⁶ For instance, the development of a global market for genetically engineered seeds required international regulation of intellectual property rights.⁷ Similarly, the privatization and establishment of a common European market for network industries, such as electricity and gas, required the regulation of equal network access.» Vid. DILLING, O. (2012), p. 382.

por confiar demasiado en el poder de la autorregulación sectorial o en los mecanismos de gobierno corporativo (generalmente de *soft-law*)⁹²⁷, o por el simple interés económico (alentado por el poder de persuasión del “*Lobby*”) de contar con áreas grises alejadas convenientemente del escrutinio estatal, áreas en las que prevaleciera *the contract law*.

Así pues, las ventas en corto⁹²⁸, los mercados de derivados OTC⁹²⁹ – especialmente los CDSs –, los CDOs⁹³⁰ (*Collateralized Debt Obligations*), los *hedge funds*⁹³¹, los roles y responsabilidades de los auditores financieros (el fantasma de ENRON)⁹³² y de las agencias de rating, entre otras cuestiones, fueron infravaloradas en cuanto a sus efectos y riesgos.

Quizás también porque, al menos en cuanto a las operaciones e instrumentos, se desconocía exactamente qué eran, cómo funcionaban realmente, cómo se desenvolvían en la economía en general y cómo debían gestionarse por parte de los intervinientes en el mercado, las empresas y su personal.

La falta de regulación o su inadecuación son factores considerados hoy como determinantes del colapso financiero global y, en consecuencia, no es extraño ver cómo desde hace algún tiempo muchos gobiernos han tenido que hacer una introspección profunda sobre sus políticas de manejo y regulación del sistema financiero (o, si era del caso, sobre su ausencia).⁹³³

⁹²⁷ Vid. HOPT, K. J. (2011) y PINTO, A. R. (2010).

⁹²⁸ Para recordar el concepto puede consultarse a: ESMA, Final report Draft technical standards on the Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps, ESMA/2012/228, del 28 de marzo de 2012, p. 14. Otras lecturas recomendadas son: OCHS, B. A. (2008), este autor analiza, según ciertas decisiones judiciales, cuándo hay manipulación en las ventas en corto y cuándo no; BISNAR, J. (2010-2011), este autor examina la prohibición de las ventas en corto, sus beneficios y desventajas; McCAFFREY, D. P. (2009-2010), este autor hace un recuento sobre la regulación de las ventas en corto.

⁹²⁹ Vid. BAKER, C. M. (2009-2010).

⁹³⁰ Estos instrumentos son inversiones respaldadas con deudas mixtas, esto es, con distintos vencimientos y riesgos. No son estándar y aseguran una alta rentabilidad, aunque con un gran riesgo de crédito. «CDOs and other mortgage-related securities were sold to investors as relatively safe (“investment grade”) long-term investments that pay higher rates of return than similarly rated bonds...The collapse or near-collapse of banking institutions resulted from their exposures to CDOs and other mortgage-related securities financed with relatively short-term liabilities.» Vid. SHADAB, H. B. (2009-2010), pp. 412-413.

⁹³¹ «They are usually characterised as actively managed funds which use a diverse range of investment strategies, such as leverage (debt- and derivative-based), arbitrage and short selling to generate high absolute returns.4 Hedge fund managers enjoy great management freedom and generate high performance fees based on fund profitability Investors (typically high net worth and sophisticated) usually access funds through private placements, are provided with limited information given the proprietary nature of hedge fund strategies and the need for management flexibility, and are subject to redemption restrictions.» Vid. MOLONEY, N. (2006), p. 3.

⁹³² En los EE. UU. la responsabilidad de los auditores fue regulada por la SOA/SOX (The Sarbanes Oxley Act of 2002). Si quiere profundizarse sobre algunos aspectos problemáticos de la Ley, puede consultarse a: KWAKU, S. / CUNNINGHAM, L. A. / WRIGHT, A. (2007); MOWREY, M. E. / CASH, L. S. / DICKENS, T. L. (2010), se enfoca en la desprotección legal que existe, sobre todo por algunas decisiones judiciales, para los *whistleblowers* que sean empleados de las empresas cuyas prácticas contables denuncian como irregulares o fraudulentas; y, ROMANO, R., (2004), entre otras cosas, este autor considera que la expedición de SOX fue un error, que el Congreso no debió haber regulado las materias que toca este instrumento legislativo porque su intervención no ha sido eficaz y no ha dejado aflorar los beneficios de la competencia en el campo de la regulación.

⁹³³ Vid. SCHINASI, G. J. / TRUMAN, E. M. (2010), p. 7.

El problema, sin embargo, es que estos esfuerzos regulatorios⁹³⁴ no han venido acompañados generalmente, a nivel nacional e internacional, de una respuesta rápida – pero reflexiva – que contemple la coordinación de los distintos entes reguladores y que desestime el arbitraje regulatorio, fenómeno indeseado cuando resulta en la elección de bajos estándares o, en el peor de los escenarios, de ninguno.⁹³⁵

Lamentablemente, el proceso y la dinámica entre la creación de normas, su aplicación y cumplimiento efectivos (*enforcement*⁹³⁶) ha sido ineficaz, lento y, en términos generales, cuestionable, si se atiende a los desafíos de un entorno financiero global, sobre todo, cuando se trata de la protección del inversor o de quien resulte perjudicado, aunque no sea inversor.

2.1.1. Algunos problemas de regulación relacionados con el abuso de mercado.

Examinemos algunas cuestiones (mercados, actividades o instrumentos financieros) que no han recibido una regulación, o ésta no es adecuada, y que pueden relacionarse con el abuso de mercado.

2.1.1.1. Los *Credit Default Swaps* (CDSs).

Los CDSs son un caso claro de falta de regulación y supervisión estatales, en los que predominaba la *counterparty regulation*⁹³⁷ característica de los derivados (regulación por la contraparte). Hasta antes de la crisis financiera más reciente los CDSs eran considerados

⁹³⁴ «Baldwin and Cave note that —astute enforcement can remedy design defects in regulatory mechanisms and ill-enforcement can undermine the most sophisticated designs of regulation.» «The Bre-X Mineral fiasco of the mid-1990s is the quintessential example in a long list of OSC's public failures to secure compliance and successfully apply sanctions. The Calgary-based mining company's Chief Geologist, John Felderhof, was alleged to have fraudulently declared a major gold discovery in Indonesia. Felderhof had sold \$84 million of stock in 1996 before the fraud was exposed. Ultimately, the OSC was unsuccessful in applying four charges of illegal insider trading and four charges of authorizing misleading news releases. Investors in Bre-X lost billions of dollars as a result of the company's false finding. Felderhof's acquittal was viewed as a "major blow" to the OSC.» Vid. MARQUIS, K. (2009), p. 8 y p. 17.

⁹³⁵ «En el contexto de una gran liquidez, se generó un incentivo muy importante para la creación de nuevos y sofisticados productos financieros que pudieran generar un ahorro de capital a los bancos... Es decir, la excesiva liquidez incrementó los incentivos para que las entidades financieras trataran de minimizar el costo de las regulaciones, lo que se conoce como arbitraje regulatorio.» Vid. ROJAS-SUÁREZ, L. (2010), p. 56. Puede consultarse también a: ZLOTNIKOVA, E. (2010) y DERYUGINA, M. (2009), pp. 266-273 (este artículo analiza las normas estadounidenses que prohíben a los *prime brokers* – grandes bancos de inversión – reutilizar la garantía pignoraticia de los clientes para respaldar operaciones propias y combinar su patrimonio con los activos del *hedge fund* que ha contratado sus servicios de intermediación. Se compara estas restricciones con la permisibilidad que respecto de este asunto tenía lugar en el Reino Unido y cómo influyó esta laxitud regulatoria en la crisis reciente).

⁹³⁶ «...the effect of enforcing insider trading laws on liquidity is stronger than the mere fact that insider trading laws exist.217». Vid. CONSTABLE, P. (2011), p. 80.

⁹³⁷ «Counterparty regulation arises when two or more parties are continually exposed to counterparty credit risk for the duration of a long-term contract, and it consists of specific governance mechanisms such as the daily adjustment of collateral and the netting out of redundant trades.2 Counterparty regulation governs derivatives transactions but not securities transactions.» «These actions constitute counterparty regulation—a bilateral governance mechanism that arises when two parties to a contract monitor the conduct of each other and take other precautions to minimize the risk of nonperformance by their counterparty. Counterparty regulation arises in response to counterparty risk and typifies the relationship between derivatives counterparties. Thus, counterparty regulation consists of several different types of activities which include requiring and managing collateral, early settlement in the event of a credit ratings downgrade, netting out redundant agreements, and limiting one's exposure to any single counterparty.18» Vid. SHADAB, H. B. (2009-2010), p. 689 y p. 694. Este autor explica las ventajas y desventajas de la *counterparty regulation* y cuándo debe ser complementada por la regulación estatal.

herramientas muy útiles en materia de cobertura del riesgo de crédito, aunque, con posterioridad, fueron fuertemente demonizados al asociárseles con estrategias altamente especulativas.

Los CDSs son derivados OTC (cuya creación se atribuye a una empleada de *JP Morgan* inspirada por los contratos de seguro) y consisten en acuerdos que obligan a un comprador de protección (*protection buyer*) a pagar una suma periódica a un vendedor de protección (*protection seller*), a cambio de que este último lo compense si una obligación de crédito (que se toma como referencia) experimenta un evento adverso (*negative credit event*), v. gr. el impago de un préstamo. Si esto último pasare, el vendedor tomaría posesión del activo de referencia sobre el cual se buscaba cobertura, esto es, del préstamo.

El problema con los CDSs es que ante la carencia de regulación que ordenara lo contrario, no requerían que el comprador fuera dueño del activo de referencia ni que estuviera expuesto efectivamente al riesgo de la obligación de referencia (lo que en seguros sería equivalente a la inexistencia de un interés asegurable).

Esta disociación o desconexión entre los intereses de los deudores y de los acreedores explica por qué estos últimos pueden estar más interesados en el incumplimiento, pues la compensación puede ser mucho más rentable y no está supeditada a los daños efectivamente sufridos. Así las cosas, muchos CDSs fueron empleados para especular sobre los riesgos de crédito, particularmente, de los bonos⁹³⁸

Adicionalmente, ninguna ley exigía a los vendedores que separaran un capital suficiente para garantizar el cumplimiento de sus obligaciones y nadie se imaginaba el riesgo de exposición que habían acumulado los distintos participantes del mercado frente a estos instrumentos derivados, situación que a la postre cobró una factura desorbitante a nivel global.

Como noticia curiosa⁹³⁹, actualmente la Comisión Europea está llevando a cabo una investigación *anti-trust*, alegando que los bancos de inversión más grandes del mundo, en complicidad con MARKIT⁹⁴⁰ e ISDA⁹⁴¹, obstaculizaron la creación de plataformas de

⁹³⁸ Vid. SARRA, J. (2009), p. 632 y SHADAB, H. B. (2009-2010), pp. 410-411. El régimen contractual de los CDSs ha sido estandarizado por ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) Master Agreement. Una explicación clara sobre este modelo de contratación puede encontrarse en: JOMADAR, B. K. (2007), el autor explica cómo a través de este acuerdo las partes pueden gestionar el riesgo.

⁹³⁹ Vid. la declaración de Joaquín Almunia sobre la investigación de los CDS, del 1º de julio de 2013, SPEECH/13/593.

⁹⁴⁰ Esta compañía con sede en Londres provee información sobre los CDSs que sirve para fijar su precio. La página WEB es: <http://www.markit.com/en/media-centre/about-markit-cds-pricing.page?>

⁹⁴¹ «The U.S. regulatory gap was not just the result of domestic politics or fragmented regulation, but rather, was at least in part the result of a powerful and effective political lobbying by the industry's organization, the ISDA, to exclude derivative products from regulatory oversight. Information asymmetries and collective action problems have prevented other market

negociación o mercados organizados para intercambiar CDSs, los que de haberse constituido hubieran introducido transparencia en la negociación de estos instrumentos financieros y hubieran reducido los riesgos sistémicos a ellos asociados.

2.1.1.2. Las ventas en corto

En el seno de la UE la respuesta regulatoria a las ventas en corto (muy utilizadas por los *hedge funds*⁹⁴², y por eso quizás mal vistas) se hizo esperar, acogiendo a través de medidas concretas gran parte de los principios establecidos por IOSCO⁹⁴³ en 2009. En la UE se reaccionó más tarde en cuanto a la regulación de la faceta “eventualmente manipuladora” de las ventas en corto, pero a largo plazo pudo haber sido más acertado ya que, en sí mismas, las ventas en corto no tienen este fin, solamente debe procederse a su control y neutralización cuando representen un riesgo para el mercado financiero.

No obstante lo anterior, no haber contado en su momento con una regulación previa, común, meditada, causó una especie de indefensión y de desorden en la UE, pues, los Estados miembros tuvieron que responder individualmente, según sus propios criterios y su comprensión de las circunstancias, a un fenómeno con trascendencia internacional.

En EE. UU.⁹⁴⁴ ocurrió lo contrario, pese a que había una *uptick rule*⁹⁴⁵ (*Rule 10a-1*) que desde 1938 prohibía a los inversores, con ciertas excepciones, vender en corto por debajo del precio de la última negociación, esta regla fue reemplazada en 2007 por la *Rule 201 (Regulation SHO)*⁹⁴⁶, en un escenario en el que poco antes de que se desatara la crisis financiera, había evidencias de que se estaba perfilando una estrategia de venta en corto para incidir a la baja en el precio de ciertos valores, como era el caso de *Bear Stearns*⁹⁴⁷.

participants, such as companies or investors that may be affected by the agency problems arising from CDSs, from offering an alternative vision to Congress for regulatory oversight of CDSs.» Vid. SARRA, J. (2009), p. 639.

⁹⁴² Vid. SARRA, J. (2009), pp. 632-633.

⁹⁴³ «Although the IOSCO has achieved a number of successes in coordination of international securities regulation, 81 the IOSCO falls short of the regulatory harmonization and centralization necessary to regulate and stabilize the emerging global securities markets, because the IOSCO exists only to serve an advisory function.» Vid. CHAFFEE, E. C. (2009-2010), p. 12.

⁹⁴⁴ «The SEC's policy with respect to short selling has primarily been concerned with two different sets of rules. The first is known as the "uptick rule," and requires that short sales only be effected when the market in a stock was rising. The second set of rules requires that a short seller obtain or "locate" the stock to borrow before going into the market to sell it short. It also restricts the ability of brokers to execute short sales in shares of a particular issuer if enough other short sellers have "failed to deliver" shares associated with earlier short sales.» Vid. SIRRI, E. R. (2009-2010), p. 519.

⁹⁴⁵ «The uptick rule provided that a seller could short sell a listed security at a price higher than the price of the sale preceding the last sale price, known as a plus tick, or a seller could short sell a security at the last sale price, but only if it was higher than the last different price of the security, known as a zero plus tick.» Vid. HARGENS HORVATICH, R. A. (2009-2010), p. 596.

⁹⁴⁶ Vid. Final Rule: Amendments to Regulation SHO, Securities and Exchange Commission, 26 de febrero de 2010.

⁹⁴⁷ «Bear Stearns' financial crisis arose after it was unable to obtain further credit needed to meet its commitments under the sub-prime and derivatives markets. It was rescued through brokering efforts of the U.S. Federal Reserve and U.S. Treasury, which coordinated the merger of Bear Stearns and JP Morgan Chase. Lehman Brothers filed bankruptcy because of its subprime and credit default swap exposure.' Merrill Lynch merged with Bank of America to avoid bankruptcy proceedings. The U.S. investment banks that have survived, Goldman Sachs and Morgan Stanley, for example, have become bank holding companies under jurisdiction of the U.S. Federal Reserve. 2 Together, these events marked the end of major investment banks in the United States.» Vid. SARRA, J. (2009), p. 629.

En plena crisis, escenario en el que la volatilidad cobró mayor protagonismo, la SEC se valió de sus poderes para regular en situaciones de emergencia y en dicho contexto implementó – apresurada y torpemente, según muchos⁹⁴⁸ – algunas reglas frente a las ventas en corto mucho más restrictivas respecto de la *Regulation SHO*, por ejemplo, la *Rule 10b-21*⁹⁴⁹ *naked short selling anti-fraud rule* que calificó a estas operaciones como manipulativas si se engañaba a un *broker* o a un *dealer* en lo concerniente a la intención o a la capacidad para entregar el valor al llegar la fecha de vencimiento, incumpliendo – además – con dicha entrega.

Las ventas en corto que generan más recelo son las denominadas “*naked*” *short sales* que tienen lugar cuando el vendedor de un valor (que no tiene), no solicita el préstamo del mismo, o no dispone de lo necesario para hacerlo, en orden a cumplir con su entrega al vencimiento de la operación. Por consiguiente, en esta clase de ventas es frecuente que al momento de finiquitar la operación, el vendedor incumpla su obligación de entregar el valor que ha sido objeto de la negociación.

Este incumplimiento puede estar impulsado por el interés de manipular el precio de un valor, o por evitarse los costos del préstamo del mismo, pues ordinariamente, un vendedor se interesará por hacer una venta en corto si piensa, o como dicen los financieros, si “se anticipa” a la bajada del precio de un valor. En consecuencia, el vendedor sólo tendrá beneficios si el precio del valor cae y, en caso contrario, experimentará una pérdida.

A medida que la crisis avanzaba, la intervención regulatoria de la SEC se hizo más estricta e improvisada.⁹⁵⁰ Algunos⁹⁵¹ critican que se haya revivido la *uptick rule* – aunque con ciertas modificaciones – en vez de privilegiar el empleo de *circuit breaker trading halt rules*, que tienen un carácter más temporal y pueden adaptarse a la situación que se esté presentando en el mercado financiero, es decir, se sugiere flexibilizar la restricción para que los buenos oficios de las ventas en corto no zucumban a una prohibición indiscriminada.⁹⁵²

⁹⁴⁸ Vid. PALOMBO, M. W. (2009-2010), STANLEY, C. A. (2009-2010) y FOX, M. B. / GLOSTEN, L. R. / TETLOCK, P. C. (2009). Estos autores critican duramente la prohibición de las ventas en corto, pues opinan que es innecesaria y no aumenta la confianza del inversor.

⁹⁴⁹ Vid. Rule 10b-21 naked short selling anti-fraud rule, Securities and Exchange Commission, 14 de octubre de 2008.

⁹⁵⁰ La SEC osciló entre cuatro opciones: una “*modified uptick rule*”, la denominada “*proposed uptick rule*”, la “*circuit breaker halt rule*” y, por último, la “*circuit breaker price test rule*”. Sus especificaciones técnicas son explicadas con claridad por HARGENS a partir de la página 601. Vid. HARGENS HORVATICH, R. A. (2009-2010).

⁹⁵¹ «However, regulators have at their disposal a multitude of other means to protect the market against manipulation without eliminating the liquidity and information and pricing efficiency¹⁵ benefits that short-selling seems to bring on many occasions. 16 Especially extensive disclosure, short trading halts in the case of highly precipitous market price falls, and strict penalties for non-settlement, may be sufficient to contain the adverse impact of these practices without banning short sales. 17 Therefore, the market abuse prevention rationale for banning short sales is unconvincing....» Vid. AVGOULEAS, E. (2009-2010), pp. 382-383. Este autor explica con gran sencillez el tema de las ventas en corto y el papel (al parecer de poca relevancia) que tuvieron en la reciente crisis financiera. Recomienda *halt rules* en vez de *uptick rules*.

⁹⁵² Para una explicación de estas reglas puede consultarse a: AVGOULEAS, E. (2009-2010) y a SIRRI, E. R. (2009-2010), este autor elaboró al final del texto una interesante línea del tiempo sobre la regulación de las ventas en corto en los EE. UU. desde 1938, fecha en la cual se promulgó la primera *uptick rule* en la materia.

Al final, si bien se reconoce que las ventas en corto tienen un papel importante a la hora de proveer liquidez e información a los mercados y, por ende, eficiencia al proceso de fijación de los precios de los instrumentos financieros, el principal motivo para regularlas estriba en su capacidad para manipular los mercados y precipitar la venida abajo de entidades en crisis, usualmente en compañía de los efectos devastadores de los falsos rumores. Es por ello que en la UE se ha decidido reforzar la transparencia al operar mediante ventas en corto, imponiendo ciertos umbrales, ya sea al alza o a la baja.⁹⁵³

2.1.1.3. Las agencias calificadoras de riesgo y los *hedgde funds*.

Las agencias calificadoras de riesgo o agencias de calificación crediticia (CRAs) en los EE.UU. y en la UE cumplen, indudablemente, un papel clave para mitigar las asimetrías de información existentes entre los prestamistas y los prestatarios en el mercado de deuda.

No obstante el peso de su participación en los mercados financieros, especialmente en el de los CDSs, en la dinámica de las CRAs primaba la autorregulación⁹⁵⁴, por ende, contaban con una responsabilidad muy limitada (*“Teflon advisors”*⁹⁵⁵) y estaban sometidas a reglas poco rigurosas para entrar al mercado y emitir sus dictámenes.

Lo curioso es que, apoyándose tan solo en sus propios mecanismos de autorregulación⁹⁵⁶, las CRAs fueron reconocidas en los EE.UU. como NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*), y su actividad, en particular, sus informes, fueron utilizados por la SEC a efectos de regular el quehacer de los demás intervinientes en el mercado de valores, sobre todo, cuando se trataba de imponer umbrales.

A la sazón, no se tuvo consciencia de los posibles conflictos de interés que podrían surgir al calificar los riesgos de los activos financieros de sus propios clientes (los emisores que pagaban por sus conclusiones) o de los mismos productos que ayudaban a articular, ni de cómo unas cuantas CRAs estaban monopolizando el mercado, operando, básicamente, sin competencia.

Afortunadamente, hoy por hoy, a las agencias calificadoras de riesgo se les exige que demuestren su valía, cuál es su valor agregado para el sistema financiero, supervisándolas y

⁹⁵³ Vid. Considerando núm. 7 del Reglamento (UE) n° 236/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago.

⁹⁵⁴ CESR y ESME se habían pronunciado a favor de mantener este estado de cosas: la autorregulación. Vid. ESME's report to the European Commission on Role of Credit Rating Agencies, de junio de 2008; y CESR's Report to the European Commission on the compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code, de diciembre de 2006.

⁹⁵⁵ Vid. MURPHY, A. B. (2009-2010), p. 792.

⁹⁵⁶ Vid. IOSCO (2004), Code of conduct fundamentals for credit rating agencies.

obligándolas a registrarse⁹⁵⁷, a poseer cierto capital, a rendir informes financieros, a elaborar y conservar ciertos registros y, en general, a incorporar mayor transparencia a su metodología de trabajo para elaborar informes u opiniones crediticias (*credit ratings*⁹⁵⁸).⁹⁵⁹

La legislación europea es hoy en día más rigurosa y si una CRA, cualquiera que sea su origen, quiere operar en la UE, deberá cumplir con todos y cada uno de los requisitos establecidos por el Reglamento (CE) nº 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre, sobre las agencias de calificación crediticia, y las demás normativas que lo modifiquen o complementen.

Ahora, en cuanto a los *hedge funds*,⁹⁶⁰ estos vehículos financieros fueron creados como esquemas de inversión colectiva para reunir los dineros de algunos inversores (calificados y acaudalados)⁹⁶¹ e invertirlos en instrumentos financieros. Lo antecedente, con el propósito de obtener un retorno positivo y alto de su inversión, logrando diversificar sus inversiones o propiedades y arriesgando muy poco (solo el dinero puesto en el fondo).

Las autoridades estatales no estaban muy interesadas en regularlos estrictamente, por lo cual se sometían, básicamente, a los mecanismos de autorregulación existentes en el sector. Sin embargo, debido al enorme apalancamiento⁹⁶² al que han recurrido para conseguir activos que no hubieran podido adquirir con los dineros que constituyen los fondos y a las estrategias agresivas de especulación con dinero ajeno en las que se vieron envueltos, se hicieron merecedores de un trato especial, esto es, de mayor regulación (registro y *disclosure*).⁹⁶³

2.1.1.4. Las *stock-options* u opciones sobre acciones.

⁹⁵⁷ Ante la AEVM en el ámbito de la UE.

⁹⁵⁸ «Credit ratings are not absolute measures of default probability, are not intended to indicate the value of merit of an investment, and are not recommendations to buy or sell a security.» Vid. ST. CHARLES, K. (2010), p. 400. Las CRAs fueron regulados en EE.UU. a través de la *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006. En Europa fueron reguladas mediante el Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre, sobre las agencias de calificación crediticia.

⁹⁵⁹ Vid. LISTOKIN, Y. / TAIBLESONT, B. (2010). Estos autores proponen que, en vez de dinero, se compense e incentive a las CRAs con la deuda que ellas mismas califican.

⁹⁶⁰ Una página WEB en la que puede ampliarse la información sobre este tema es: <http://www.hedgefundfundamentals.com/>. Hoy son fondos que invierten en valores de alto riesgo con poca liquidez y mucha volatilidad. «Estos fondos buscan, ante todo, una alta rentabilidad, aun a costa de aumentar la prima de riesgo.» Vid. MONROY ANTÓN, A. (2005), «El bien jurídico...», p. 36.

⁹⁶¹ Cualificados y no individuales, siempre que quieren evitar su registro ante la SEC.

⁹⁶² «In sum, when a hedge fund takes on an excessive degree of leverage in a time of poor economic conditions, significant losses in the market may lead to "collateral calls" from nervous financial institutions that want to secure their debt. The risk, therefore, of a fund being highly leveraged could substantially magnify any losses suffered by the hedge fund. The SEC is concerned that this vicious cycle will ultimately lead to unmanageable levels of systemic risk.» Vid. ROACH, W. A. JR. (2009-2010), p. 177. Este autor señala que los *hedge funds* no generan riesgos sistémicos (analizando algunos casos) ni exponen indirectamente a los inversores individuales que invierten su dinero en los fondos de pensiones.

⁹⁶³ La UE los reguló a través, principalmente, de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y a los Reglamentos de ejecución 447 y 448 de 2013.

Estos derivados⁹⁶⁴ son utilizados por algunas empresas como estrategias de compensación de sus ejecutivos a través de los valores de la propia compañía. En principio, persiguen la creación de valor para los accionistas, esto es, motivar suficientemente a los ejecutivos para que maximicen la rentabilidad de las inversiones de los primeros.

Lamentablemente, también pueden convertirse en fuente de muchos conflictos éticos al operar en función de la cotización bursátil y prestarse, por tanto, para manipular el mercado o abusar de la información privilegiada de la que disponen los administradores, gracias a su posición y al ejercicio de sus funciones en las empresas.

Obviamente, si la retribución del directivo queda ligada a la cotización, éste (quien controla cualitativa y cuantitativamente la información de la empresa) podrá verse muy tentado a inflar el precio de los valores para obtener ganancias rápidas y cuantiosas con su venta posterior. Es más, el afán de los directivos por influir en los precios de los valores, incluso a la baja⁹⁶⁵ si de ello depende el ejercicio de la opción, se convierte en un caldo de cultivo favorable para el fraude contable.⁹⁶⁶

2.1.1.5. La innovación financiera y el abuso de mercado.

Otro punto interesante es el concerniente a la innovación⁹⁶⁷ financiera, actividad que – además de servir para evadir impuestos⁹⁶⁸ – también ha servido como vehículo para esquivar la regulación estatal, incluyendo la concerniente al abuso de mercado.

Se crean y ponen en circulación en los mercados financieros productos cuyos efectos no se conocen adecuadamente, cuya naturaleza novedosa escapa a los requisitos, formalidades y cargas tributarias asignados a los productos tradicionales y que se negocian en mercados no regulados bajo la idea de que estos sabrán cómo lidiar con las nuevas creaciones.

⁹⁶⁴ Consisten en «entregar a los directivos de la empresa un paquete de opciones sobre acciones de la propia compañía a un ligero descuento sobre el precio actual de las acciones, con la obligación de no ejercerlas durante un tiempo. Por tanto, una opción sobre acciones da derecho a adquirir las acciones en un tiempo futuro a un precio fijado...» Vid. MEDINA CEPERO, J. R. (2001), s.p. Al momento de adoptar un sistema de retribución como el de las *stock-options*, hecho relevante a la luz del mercado de valores, el mercado responde positivamente, pues se supone que tal decisión contribuirá a reducir los problemas de agencia entre los directivos y los accionistas, es decir, hipotéticamente disminuiría la tensión existente entre control y propiedad en una sociedad cotizada. Sin embargo, si no están configuradas a largo plazo, especialmente, su período de ejercicio y la carencia, el resultado puede ser el contrario. Al respecto puede consultarse a MELLE HERNÁNDEZ, M. (2005).

⁹⁶⁵ «La práctica ha demostrado que cuando el valor de las acciones no sube y, en consecuencia, los directivos no obtienen los beneficios deseados, los consejos de administración de las compañías revisan el plan de opciones y fijan otro precio a las opciones para que los directivos puedan obtener beneficios. De esta forma, los ejecutivos siempre obtienen un sustancioso beneficio sin correr riesgos, independientemente de que suban o no las cotizaciones de las acciones.» Vid. MEDINA CEPERO, J. R. (2001), s.p.

⁹⁶⁶ Vid. ARROYO RODRÍGUEZ, A. M. / VAQUERO LAFUENTE, E. (2006), p. 73; y VILLARROYA LEQUERICAONANDIA, M^a B. / RODRÍGUEZ ACEBES, M^a C. (2003).

⁹⁶⁷ «Financial engineers have been designing and implementing derivative contracts to function as efficient adapters that allow the flow of funds and the sharing of risks among diverse national systems with different institutional shapes and sizes.» Vid. BODIE, Z. / MERTON, R. (2004), p. 4.

⁹⁶⁸ Vid. ESPTEIN, G. / CROTTY J. (2009), p. 287.

Pero nada más alejado de la realidad, con la reciente crisis se ha evidenciado que se elaboraron instrumentos financieros (“estructurados”) o esquemas contractuales complejos donde, en muchos casos, no podía evaluarse con claridad cómo se transformaba el riesgo, quiénes lo retenían, qué parte de él quedaba al descubierto y dónde se acumulaba.⁹⁶⁹

Una vez que se ha puesto en marcha la negociación de productos financieros novedosos en mercados opacos, pasan de mano en mano en una larga cadena comercial que hace difícil identificar con precisión cómo se ha distribuido el riesgo, quién les hace seguimiento y si los intervinientes comprendían realmente las características de los productos y los riesgos que asumían.

Es decir, por un lado, se afecta el elemento “información” que es vital para la transparencia e integridad de los mercados. Y, por el otro, la interconexión entre los distintos implicados respecto de los riesgos sólo se conoce cuando ya es muy tarde para asignarlos apropiadamente, es decir, no se sabe con certeza qué parte del riesgo asume cada uno de los sujetos intervinientes en la cadena y cuál es su magnitud, ni cómo pueden influir en otros mercados, estén regulados o no.⁹⁷⁰

La opacidad informativa característica de los mercados no regulados, a la que puede añadirse las contingencias resultantes de los procesos de innovación financiera que allí tienen un lugar privilegiado, pueden generar riesgos de toxicidad exponenciales (de contrapartida y pérdida de liquidez)⁹⁷¹ para el mercado financiero y, por contera, para el sistema económico en general.

La innovación financiera (como es esperable cuando se introduce una novedad en cualquier ámbito o actividad) puede dar lugar a productos o estrategias comerciales cuyos efectos, en especial sus riesgos, pueden no haber sido apreciados ni sospechados o; aunque hayan sido previstos, puede suceder (descartando el error) que su alcance real no haya sido determinado concluyentemente porque sea muy pronto para hacerlo.

⁹⁶⁹ «En el centro de los problemas está el modelo de originar y distribuir y la pirámide invertida de productos derivados complejos basados en las hipotecas subprime. En el modelo de originar y distribuir, los bancos tratan de deshacerse del riesgo crediticio originando préstamos hipotecarios y titulizándolos rápidamente en una cadena de productos estructurados crecientemente complejos.» Vid. VIVES, X. (2010), p. 4.

⁹⁷⁰ «Third, it is very hard to determine counterparty credit risk for state-contingent securities. In a world of full information, the state-contingent survival of counterparties would be known and nobody would accept contracts from those who could not honour them — at least not without a substantial price discount by way of compensation. But when investors cannot know the full network of exposures in the financial system, it is extremely hard to estimate where the ultimate incidence of losses from an extreme shock will occur. The failure of your counterparty's counterparty can shift you up the queue of potential losers quite quickly. Moreover, the fear of potential counterparty risk itself quickly affects the behaviour of individual firms and thus leads to a collective lowering of the appetite for risk.» Vid. JENKINSON, N. / PENALVER, A. / VAUSE, N. (2008), p. 334.

⁹⁷¹ Vid. JENKINSON, N. / PENALVER, A. / VAUSE, N. (2008), pp. 335-336.

Entonces, ¿será conveniente aplicar en materia financiera el denominado “principio de precaución” que se utiliza en temas ambientales y sanitarios para el análisis de los riesgos que pueden poner en peligro al sistema financiero?

¿Podrá ordenarse la no negociación con instrumentos financieros novedosos, haya o no sospechas de que son altamente arriesgados, cuando no exista una prueba definitiva sobre su inocuidad para el sistema financiero?

Al innovar en materia financiera, ¿habrá que demostrar a priori que no existe ningún riesgo para la estabilidad de los mercados?⁹⁷² O, ¿que no obstante los riesgos, estos pueden ser oportunamente conjurados, o que los beneficios sociales y económicos son mayores y, en consecuencia, ineludibles?

Algunos⁹⁷³ piensan que sí, que el principio de precaución debería operar en el ámbito financiero, obviamente con las adaptaciones pertinentes. Así, por ejemplo, debería existir, al igual que sucede con los nuevos medicamentos, una autoridad encargada de aprobar previamente la puesta en circulación de nuevos productos financieros. Autoridad que también debería ser competente para hacerles seguimiento y control continuos mientras sean objeto de negociación.

Recordemos que el principio de precaución, según la Comisión Europea, «presupone que se han identificado los efectos potencialmente peligrosos derivados de un fenómeno, un producto o un proceso, y que la evaluación científica no permite determinar el riesgo con la certeza suficiente...La decisión de invocar o no el principio de precaución es una decisión que se ejerce cuando la información científica es insuficiente, poco concluyente o incierta, y cuando hay indicios de que los posibles efectos sobre el medio ambiente y la salud humana, animal o vegetal pueden ser potencialmente peligrosos e incompatibles con el nivel de protección elegido.»⁹⁷⁴

Luego, si hay sospechas fundadas de que un fenómeno conllevará peligro para el medio ambiente, la salud humana, animal o vegetal habrá que identificar los riesgos y clasificarlos para luego determinar cuál es su impacto posible, y si sus efectos son reversibles o no; ¿quiénes están más expuestos?; en qué fase pueden ocurrir; qué aspectos generan incertidumbre y sobre cuáles habrá que investigar y profundizar; qué datos son fiables; de qué información o evidencia pasada se dispone, entre otras cuestiones.

⁹⁷² «La prudencia exige que no parezca probable el escenario negativo, mientras que la precaución obliga a demostrar, cosa impracticable, la imposibilidad de que vaya a ocurrir el escenario negativo.» Vid. PARELLADA. R. (2013), p. 135.

⁹⁷³ Vid. ESPTEIN, G. / CROTTY J. (2009), pp. 270-293

⁹⁷⁴ Vid. Comunicación de la Comisión sobre el recurso al principio de precaución, del 2 de febrero, COM(2000) 1 final.

Posteriormente, habrá que reflexionar sobre las medidas⁹⁷⁵ y estrategias de actuación (prohibición, abstención, limitación, recomendación, etc.) que habrá que poner en marcha para gestionar esos riesgos (eliminarlos, controlarlos o reducirlos); si existen otras cosas que puedan cumplir las mismas funciones u otorgar ventajas equivalentes a menor coste/riesgo; cómo debe comunicarse su existencia (tanto de aquellos riesgos cuyo alcance se conoce mejor como la de aquellos en que cunden las dudas) y quién debe soportarlos, etc.

En fin, a partir del análisis de los riesgos se concluirá cuáles son aceptables y en qué medida deberán asignarse a la sociedad en general o a una parte de sus individuos, es decir, se establecerá cuál es el nivel de protección adecuado para enfrentar esos riesgos.

Esta idea es defendible. La regulación financiera se enfoca demasiado en las instituciones financieras (exigencias de capital, reservas, etc.), pero olvida hacerse cargo con mayor rigor de la regulación de los nuevos productos y servicios financieros, confiando demasiado en la evaluación del impacto y de los riesgos que otros hacen de las nuevas creaciones, v. gr., las agencias calificadoras de crédito o los propios emisores, generalmente instituciones financieras.

Por lo tanto, no estaría nada mal que a partir del producto en sí mismo, del análisis objetivo de sus riesgos y de su desempeño ex-ante y ex-post (a través de simulación y pruebas de estrés tanto en momentos de expansión como de contracción), surgieran exigencias adicionales y más gravosas para quienes deseen su comercialización o su continuidad en el mercado financiero; y no al revés, como viene sucediendo, pues los riesgos y las pérdidas derivados de las innovaciones financieras las absorben todos, menos aquellos cuyo ingenio las hizo ver la luz del día, pues éstos son muy hábiles para trasladar el riesgo a otros eslabones de la cadena.

Es verdad que los productos financieros tienen un nivel de riesgo connatural, a veces moderado y otras veces muy alto, pero de alguna manera los riesgos que se conocen o que han sido revelados a los demás participantes del mercado – cumpliendo con el principio de transparencia – ya han sido asignados, con mayor o menor atino, con mayor o menor justicia.

Sin embargo, cuando se trata de un producto financiero nuevo, la asignación de los riesgos no está muy clara, ni siquiera la misma identificación de los riesgos propios de la operación y de los que resultarían para el sistema en general; por ende, la carga de soportar

⁹⁷⁵ «Invocar el principio de precaución no permite hacer una excepción a los principios generales de una buena gestión de los riesgos. Los principios generales implican: - proporcionalidad, - no discriminación, - coherencia, - análisis de las ventajas y los inconvenientes que se derivan de la acción o de la falta de acción, - estudio de la evolución científica... Las medidas basadas en el principio de precaución deben ser revisadas y, si fuere necesario, modificadas en función de los resultados de la investigación científica y del seguimiento de su impacto.» Vid. Comunicación de la Comisión sobre el recurso al principio de precaución, del 2 de febrero, COM(2000) 1 final.

los riesgos de innovación (o al menos la gran parte de ellos) deberían ser asumidos por quienes deseen vender⁹⁷⁶ los productos que crean para obtener beneficios con su puesta en circulación, tal como se hace respecto de los productos en general, ¿por qué habría de ser diferente en el ámbito financiero?

Claro está, entendemos que calcular todas y cada una de las consecuencias de una innovación es difícil, por lo que es más sencillo partir de la evidencia, de los datos del pasado. Pero las innovaciones no tienen pasado, quizás habrá productos con los que podrían asimilarse y, sin embargo, la incertidumbre de cómo funcionarían en situaciones normales y en momentos de inestabilidad sería muy alta, más aún en el sistema financiero.

No se trata de asegurar la total inocuidad de un producto financiero, sino de promover el análisis concienzudo de las ventajas y de los inconvenientes de una innovación financiera antes de que se ponga en circulación, incluso, yendo más allá, cuando ni siquiera se sospeche que es potencialmente peligrosa.

Actualmente, se acepta sin más que emisores y expertos hagan una evaluación costo-beneficio, que generalmente prescinde de la objetividad y profundidad necesarias para examinar los riesgos de un producto financiero. Es como si se diera por hecho que sus creadores tienen la mejor intención de proveer eficiencia económica al mercado y que ello es suficiente.

Pero, ¿acaso no es importante establecer cómo impactará (o al menos tratar de hacerlo) esa innovación financiera al desarrollo social y al crecimiento económico de una colectividad? Más allá de la mera eficiencia económico-financiera habría que examinar aspectos que no son estrictamente financieros y que tendrían que tener mucho más peso, como lo son los atinentes al bienestar humano, ámbito severamente afectado cuando los experimentos financieros destrozan la economía.

Por consiguiente, no sólo los productos financieros sino también la posibilidad de crear nuevos mercados (plataformas o centros de negociación) deberían someterse a un procedimiento de aprobación previa ante una autoridad competente en el cual el interesado deberá precisar detallada y claramente cuáles son las características del producto y/o mercado, sus funciones y su naturaleza; qué finalidades se persiguen; el nivel de apalancamiento que podría concentrar; el bienestar social y económico que se persigue;

⁹⁷⁶ Vid. BROWN, R. A. (2010), pp. 113-114 y p. 117. Este autor cuestiona el trato injusto que han recibido los CMBS (*Commercial Mortgage Backed Securities*) frente a los RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*). Estos últimos tuvieron incidencia en la crisis, pero los primeros no. Sin embargo, los CMBS reciben ahora la misma regulación restrictiva que los RMBS.

cómo influye en la eficacia del mercado, en su transparencia, solvencia⁹⁷⁷ y liquidez; cómo se espera que funcione en épocas normales y en situaciones de tensión; qué ventajas frente a otros mercados puede ofrecer una nueva plataforma o sistema de negociación; etc.

Si de conformidad con lo anterior, se concluye que con la puesta en circulación de un producto o con la creación de un mercado sólo se busca evitar una regulación estatal más rigurosa, obtener beneficios a corto plazo para sus creadores, especular sin que las operaciones tengan un contenido económico razonable y sin que amplifiquen los beneficios de los mercados para la sociedad, pues habría que – entre otras cosas – prohibirlos, limitar la distribución de los productos tanto en lo relacionado a sus destinatarios como en la forma y la cantidad que debe ofrecerse; y evitar que nuevos sistemas o plataformas de negociación fragmenten la liquidez de los mercados, pues su alabada flexibilidad y capacidad de innovación⁹⁷⁸ es hoy por hoy discutible.

Al fin y al cabo, los productos financieros son esencialmente como cualquier otro producto, ¿qué los haría más especiales como para exonerarlos de estas exigencias?⁹⁷⁹

Por supuesto, si el regulador llega a la conclusión de que debe prohibir un producto financiero o un mercado en concreto, el proceso de análisis de riesgos que emana de la aplicación del principio de precaución servirá para explicar y legitimar la decisión regulatoria, lo que incidirá en la percepción general sobre la razonabilidad de su actuación y en la democratización del sector financiero.⁹⁸⁰

2.1.2. Los mercados no regulados y la responsabilidad civil por abuso de mercado.

Puede decirse que en sede de regulación, para lograr mercados financieros eficientes y transparentes se ha apostado más por la armonización y la unificación (cuando es posible) de normas, principios y medidas para facilitar la negociación y la gestión del sistema financiero en general, pero se han descuidado las interconexiones existentes en dicho sistema.

⁹⁷⁷ «Por eso, el Derecho bancario (en el contrato del descuento) o el cambiario (a través de la responsabilidad solidaria de todos los firmantes de una letra, ex Art. 57 LCCh) (6) siempre vieron con recelo las cesiones de créditos en las que el cedente no aseguraba la solvencia del deudor cedido.» Vid. RECALDE CASTELLS, A. (2010), p. 123.

⁹⁷⁸ Vid. POITRAS, G. (2009), p. 42.

⁹⁷⁹ «The Securities and Exchange Commission (SEC) alleges that Goldman Sachs intentionally created a mortgage-backed financial instrument comprised of high-risk mortgages with the purpose of inducing private investors to purchase securities in this instrument while Goldman Sachs shorted the instrument to make money on the collapse of the housing market.¹¹ Under such an arrangement, investors lost money as the crisis unfolded and Goldman Sachs made money by betting that the instrument's value would decline.¹²» Vid. HAYCOCK, J. N. (2010-2011), p. 176.

⁹⁸⁰ «By banning box office derivatives, Congress halted an opportunity to bring additional financing to the movie industry and potentially stifled future creativity in the derivative markets.⁸ Additionally, the ban on box office receipt derivatives marks the first time in nearly thirty years that Congress has prohibited trading of a derivative instrument for a specific underlying asset, and only the third time in U.S. history that it banned trading of derivatives for a specific commodity⁹ After passage of the new regulations, the only two commodities on which derivatives cannot be traded in the United States are onions and box office receipts.» Vid. GOGEL, J. A. (2011), p. 416.

Hoy, más que nunca, debemos tener en cuenta que el mercado financiero tiene una dimensión global, y que las políticas y medidas de regulación y vigilancia de los mercados no pueden aplicarse unilateral ni parcialmente, pues, quienes quieren abusar del mercado siempre estarán altamente motivados para trasladarse allí donde vean laxitud, lagunas, fallos regulatorios y de supervisión.

No obstante haber incluido reglas de actuación y de prevención de fraudes, ha predominado cierta negligencia a la hora de configurar los elementos que le permitan a un inversor (o a otro tipo de perjudicado dentro del mercado), reclamar por los daños que ha sufrido, sin barreras y sin exigencias arbitrarias.

Por supuesto, unas condiciones más justas y transparentes de acceso y negociación en los mercados financieros, regulados o no, son presupuestos indispensables para un sistema financiero estable y eficiente, y cómo no, para proteger al inversor cuando se desenvuelve en el mismo, nadie lo duda, pero cuando el inversor es a la vez un perjudicado, no suele estar respaldado por un sistema judicial ni extrajudicial ágil, barato y favorable desde el punto de vista probatorio⁹⁸¹.

Más allá del voluntarismo político que pudo apoderarse del legislador comunitario, la propuesta de Reglamento de abuso de mercado acogió una solución interesante, pero insuficiente y de difícil aplicación práctica en supuestos transfronterizos y en ausencia de uniformidad legislativa, coordinación y cooperación intracomunitarias.

El RAM propone un criterio de conexión para legitimar la intervención de la autoridad competente de un mercado regulado cuando exista abuso de mercado. Ese criterio consiste en que las actuaciones y/o operaciones con instrumentos financieros negociados en SMN, SON (ahora SOC) y mercados OTC puedan menoscabar un mercado regulado.

Recordemos que en los mercados OTC se negocian productos casi a medida, su contenido no es estándar y se ajustan a las condiciones que los participantes deseen pactar. Son mercados poco líquidos, en los que se privilegia la opacidad (porque los precios se forman casi a la sombra...) y en los que hay riesgos de contrapartida y de mercado muy

⁹⁸¹ «We are concerned with the degree of variation in financial redress provided by securities commissions across Canada. The fact that some provinces provide financial redress that is binding while others do not is not comforting to investors who find themselves subject to wrongdoing in a province with weaker redress mechanisms. Seeking redress in the court system is an option, but it might not be a viable one, as the cost of engaging the court might exceed the compensation being sought. The lack of uniform financial redress in Canada is troubling and a direct result of Canada's fragmented securities regulatory structure. We find that the process of financial redress established by the AMF in Quebec is a best practice in Canada. An investor, after receiving a ruling in his or her favour by Quebec's independent adjudicative tribunal, can submit a claim for compensation to the AMF for up to \$200,000. The amounts paid in compensation are drawn from the financial services compensation fund, Fonds d'indemnisation des services financiers. Fees levied on regulated entities in Quebec are used to fund it. The AMF will, as required, undertake action to recoup the payment of compensation from those responsible. The benefit of this approach is that settlements are binding and investors are compensated expeditiously without having to wait for a court to enforce the ruling and collect compensation.» Vid. AA. VV. (2009), "Final Report...", p. 35.

significativos. ¿Cómo se llega a estos mercados opacos sin que se pierdan aquellas características que los hacen flexibles y, por ello, valiosos económicamente?⁹⁸²

¿Cuál es el alcance concreto de esta afectación si sobrepasa las fronteras de un Estado miembro, es decir, si – por ejemplo – el mercado no regulado está en otro Estado miembro? ¿La afectación vendrá determinada por el incumplimiento de la normatividad que prohíbe el abuso de mercado en el Estado miembro cuya autoridad competente la alega (donde tiene efectos la conducta) o en el que las acciones tienen lugar?

Recordemos que lo básico de las conductas de abuso de mercado está armonizado, pero en la transposición de la DAM, según la cultura jurídica de cada Estado miembro, pueden apreciarse muchas diferencias en cuanto a los conceptos, las medidas y las formas de interpretar los fenómenos de abuso de mercado y su normatividad.

¿Quién debe determinar la existencia de dicha afectación y cómo se prueba? ¿Basta que lo determine así la autoridad competente del Estado miembro cuyo mercado ha resultado supuestamente afectado? O ¿se requerirá de un procedimiento especial que observe los derechos del infractor y por el cual legitime previamente su intervención en mercados no regulados?

¿A quién recurre, qué mecanismos y qué herramientas específicos están a disposición de la autoridad competente del mercado regulado – presuntamente afectado – para investigar y sancionar la conducta de abuso de mercado cuando ésta última tiene lugar en un mercado no regulado ubicado en otro Estado miembro?

En el ámbito del abuso de mercado, la racionalidad normativa exigiría que todo su régimen sancionatorio fuera aplicable tanto a mercados regulados como no regulados, sin distinción, pues las ventajas intrínsecas de un mercado no regulado en cuanto a la no exigencia de muchas formalidades para su establecimiento y funcionamiento, no reñirían con las prohibiciones y sanciones por abuso de mercado en los términos en que han sido configuradas comunitariamente, es más, podrían reforzar la confianza inversora.

Lo anterior, al menos desde un enfoque general, esto es, la determinación de unas conductas base que son proscritas (supuestos de hecho) y la asignación de unas sanciones a título de consecuencias jurídicas, y el empoderamiento de una autoridad competente para la investigación y sanción.

⁹⁸² «De manera genérica, se puede afirmar que los mercados O.T.C. están orientados principalmente a adaptarse a las necesidades particulares de cada cliente, mientras que los mercados organizados están diseñados para permitir la transmisión eficiente de grandes volúmenes de riesgo.» Vid. DE CRISTÓBAL, L. (1994), p. 54.

Habría que entender que si las operaciones en un mercado no regulado van dirigidas a abusar del mercado en un mercado regulado o tienen incidencia en él, esa operación en el mercado no regulado es un instrumento o herramienta para el abuso de mercado y formaría parte del supuesto de hecho en sí mismo.

Esto quiere decir que con una norma general que permita a una autoridad intervenir, en caso de abuso de mercado, tanto en los mercados regulados como en los que no lo están, el criterio de conexión de una conducta de abuso de mercado ocurrida en un mercado no regulado, cuyo efecto trascienda a un mercado que sí lo está, ya no sería necesario, pues ya no se requerirá de un factor que genere legitimación y competencia para intervenir de alguna forma en un mercado no regulado.

Adelantándonos a algunas críticas, habrá que admitir que el régimen de prevención del abuso de mercado, en particular ciertas formalidades dirigidas a fortalecer la transparencia de los mercados sí que podrían ser percibidas como desventajas.⁹⁸³

Recordemos que la razón de ser de los mercados no regulados estriba efectivamente en la tolerancia de cierto grado de opacidad, en la mayor autonomía comercial y el mayor desembarazo en cuanto a controles, formalidades y trámites, lo que se traduce, según los expertos, en innovación financiera, rapidez y ahorro de costes, pero que también pasa una factura muy alta a la información, que se vuelve más difícil y costosa de conseguir en mercados opacos.

Sin embargo, como se expuso en la primera parte de este trabajo, la tendencia con MIFID II es también la de extender, en cuanto sea posible, la normativa de los mercados regulados a los no regulados⁹⁸⁴, y el abuso de mercado es tan sólo uno de los tantos regímenes que serían objeto de aplicación extensiva, es más, de aplicación justificada en tanto la crisis financiera global se alimentó intensamente de los desmanes y abusos que fueron cometidos a través de los mercados no regulados, principalmente, de derivados.

⁹⁸³ «Efectivamente, la determinación del nivel óptimo de transparencia se complica si, además, existe competencia entre distintos mercados, como necesariamente será el caso tras la entrada en vigor de la MiFID. Cada uno de ellos no sólo ha de contar con reglas de transparencia adecuadas para las necesidades de sus miembros e inversores, sino también para impedir el peligro de parasitismo consistente en que la información que –costosamente proporciona sea utilizada – gratuitamente– por los mercados competidores. En otro caso, los inversores más informados abandonararán los sistemas de contratación con un mayor nivel de transparencia hacia los sistemas que les permitan diferir la revelación de cada operación, al menos, hasta después de haber tenido la oportunidad de aprovechar la información –onerosamente adquirida– que la motiva 29» Vid. ROBLES MARTÍN-LABORDA, A. (2007), p. 50.

⁹⁸⁴ Tendencia regulatoria que se hace evidente en EE. UU. con la promulgación del *Dodd -Frank Act* que «ha establecido que las operaciones con derivados por parte de los bancos se deberán realizar a través de organismos centralizados y no en transacciones over-the-counter, que quedan bajo supervisión federal. Al mismo tiempo se establecen reglas prudenciales y de transparencia para que el mercado de titulaciones recupere su papel crucial en la financiación de la economía. Por ejemplo, la entidad originadora deberá retener una parte del riesgo (stake del 5%), para que así mantenga los incentivos a supervisar los créditos. Se establece también una agencia de protección del consumidor, el Bureau of Consumer Financial Protection (como una oficina dentro de la Reserva Federal pero independiente de ésta). Esta agencia podría ser un elemento que ayude a recuperar la confianza de los inversores y superar los conflictos de interés que han contagiado al sector. Las agencias de calificación de riesgos estarán sujetas a la supervisión de la SEC.» Vid. VIVES, X. (2010), p. 10.

Si mediante la propuesta de Reglamento del abuso de mercado, el legislador comunitario se dota de herramientas para llegar allí donde no podía llegar (a los mercados no regulados), no tendría que hacerlo, en sede de abuso de mercado, acudiendo a criterios como los efectos en un mercado regulado. Sería suficiente con que dijera claramente que todos los mercados, con reglas más o menos flexibles para funcionar y operar, estarían sujetos a un control más o menos riguroso (según el caso) por parte de una autoridad competente y que detallara cómo debe ejercerse ese control, qué implica y a quién le corresponde.

Reiteramos, según el criterio de algunos podríamos cercenar, desde lo económico, las ventajas intrínsecas de los mercados no regulados, pero habría que analizar con cuidado, a través de un examen de la racionalidad de la regla que se propone, cómo afectaría esta opción legislativa a dichas ventajas y si las molestias o dificultades que pudieran crearse son menores frente a los eventuales beneficios.⁹⁸⁵

En cuanto a la protección del inversor (o de cualquier otro perjudicado en el mercado) y ya desde la perspectiva de la responsabilidad civil, una propuesta en virtud de la cual el régimen de responsabilidad por abuso de mercado se aplique tanto a los mercados regulados como a los no regulados, goza de racionalidad pragmática, teleológica y ética.⁹⁸⁶

Esta última afirmación en razón a que la construcción de un régimen especial de responsabilidad por abuso de mercado en mercados financieros regulados o no, no es impracticable, no impone gravámenes excesivos ni desencadena efectos no previstos.

Por el contrario, respondería a una lógica jurídico-económica básica de reparar los daños y perjuicios ocasionados con conductas que ya de por sí son consideradas y reconocidas como ilícitas e injustas por parte de los mismos operadores económicos, pues, el fenómeno del abuso de mercado ha sido objeto de reproche moral⁹⁸⁷ y normativo desde antaño y, desde luego, ha sido objeto de constante regulación y autorregulación (códigos de conducta y reglamentos sectoriales, por ejemplo).

⁹⁸⁵ «Third, Congress must ensure that government has responsibility and accountability to redress every crisis and authority to regulate every new product, service, or activity, all subject to appropriate review and oversight. The phenomenon of regulators asking themselves-and each other-who, if anyone, had authority to act in the face of a market crisis and of no regulator having authority over a product or activity cannot be permitted to recur...robust risk assessment is a government-wide need, requiring coordination among all financial regulators.» Vid. PITT, H. L. (2009-2010), p. 26.

⁹⁸⁶ Vid. ATIENZA, M. (1989).

⁹⁸⁷ «En el plano moral, esas responsabilidades llevan consigo la asunción de las consecuencias de las decisiones propias, cuando se han tomado libremente, aunque sean costosas –incluyendo la posible obligación moral de compensar a los perjudicados, aunque no lo exija la ley. Incluyen el cumplimiento de la ley, pero van más allá de ella. Llevan consigo un deber (variable según las circunstancias) de tener en cuenta las consecuencias de las acciones propias sobre los demás, incluyendo las consecuencias para la sociedad en su conjunto: si las decisiones de un banco pueden tener efectos importantes sobre otras entidades, hasta llegar a convertirse en factores de riesgo sistémico, el decisor no puede omitir la consideración de esos efectos.» Vid. ARGANDOÑA, A. (2010), p.11.

De esta guisa, ofrecer a los perjudicados una vía específica o directa para ser indemnizados, no tiene por qué ser visto como algo anormal o desalentador para los operadores financieros; por el contrario, la alternativa propuesta es tan sólo una consecuencia natural de una actuación antijurídica que puede servir para fortalecer el régimen del abuso de mercado, favoreciendo las prácticas dirigidas a prevenirlo.

Dentro del abanico de sanciones penales y administrativas, las multas o las penas de prisión, por ejemplo, no tienen como propósito esencial la compensación de los daños y perjuicios sufridos por un afectado. En cambio, la vía indemnizatoria tiene como fin primordial la recomposición del patrimonio de los perjudicados en cuanto sea posible, lo que incrementaría la credibilidad de los operadores y del sistema financiero en general que ya de por sí, hay que reconocerlo, es percibido por la gente del común como voraz, impiadoso, implacable y ajeno a las necesidades e intereses de los ciudadanos.

Ciudadanos que cada vez tienen claro que en esta crisis los riesgos los crearon otros, las ganancias se las llevaron unos pocos, y las pérdidas y los recortes los sufren las mayorías, incluso quienes no han tenido o tienen apenas contacto con el sistema financiero. Y a esas mayorías, en las que habrá inversores perjudicados, el Estado les traslada los costos del restablecimiento del sistema financiero mediante la socializando del déficit y del riesgo⁹⁸⁸ creado por unos cuantos.

Llegar hasta cualquier mercado, sea regulado o no, conciliaría de alguna forma los intereses del ciudadano – harto de verse victimizado y desoído – con los de las empresas y los operadores financieros, ya que estos podrán buscar legítimamente enriquecerse, pero si lo hacen abusando del mercado, cualquiera que este sea, serán castigados y deberán asumir frente a los perjudicados los costos económicos de sus infracciones.

Cualquier mercado, regulado o no (llámese MTF, OTF, etc.),⁹⁸⁹ debe tener un régimen disciplinario mínimo para prevenir y sancionar el abuso de mercado. Los sistemas en los que impera la autorregulación y la opacidad (y que por ello están fácilmente expuestos a graves

⁹⁸⁸ «En el sector financiero se dan todos los fallos de mercado clásicos. En primer lugar, las importantes externalidades que se producen cuando quiebra una institución bancaria, en particular si tiene carácter sistémico, tanto para el resto del sector financiero como para la economía real. La fragilidad, el contagio y los problemas de coordinación de los inversores son ubicuos en el sistema financiero. En segundo lugar, las asimetrías de información en los mercados financieros, que dejan desprotegido al pequeño inversor y pueden hacer que el mercado se colapse. Al mismo tiempo, los problemas de agencia (conflicto de intereses) entre accionistas y depositantes inducen una asunción excesiva de riesgo, que se ve acrecentada por los mecanismos de garantía y de ayuda a las entidades sistémicas para evitar su quiebra. El riesgo moral y la selección adversa son fenómenos recurrentes en el sector. Los conflictos de interés son generalizados. En tercer lugar, el poder de mercado de las entidades, dado que muchos sectores bancarios tienden a estar concentrados y existen barreras a la entrada. Finalmente, la racionalidad limitada de los agentes económicos agudiza los ciclos financieros y alimenta las burbujas» Vid. VIVES, X. (2010), p. 3.

⁹⁸⁹ *Multilateral Trading Facility* y *Organised Trading Facility*. Este último fue creado por la normativa que deroga a MIFID – Art. 2.1.(7) –, y consiste en: «...a multilateral system which is not a regulated market or MTF and in which multiple third-party buying and selling interests in bonds, structured finance products, emission allowances or derivatives are able to interact in the system in a way that results in a contract in accordance with the provisions of Title II of Directive .../.../EU*...»

conflictos de interés) deben tener una profunda vocación tuitiva del inversor y de quienes actúan de buena fe en el mercado, pues, su mayor flexibilidad⁹⁹⁰ regulatoria no habilita a sus operadores para trasladar riesgos sin más, sacrificando a quienes, expertos o no, sean víctimas del abuso de mercado.

No está de más afirmar que en un sistema financiero globalizado y por ello estrechamente interconectado, las malas prácticas y las crisis no distinguen entre mercados regulados o no.⁹⁹¹ Además, las plataformas o sistemas electrónicos mediante los que operan los mercados, permiten acceder a servicios y productos ubicados en otros mercados, incluso de otros Estados, con independencia de que estén regulados o no.

De esta forma, una operación o una estrategia de negociación puede producir efectos muy extendidos e incumbir a más de una jurisdicción, con lo que todo esto supone, a saber, las dudas sobre dónde y cuándo se perfeccionan los negocios, el contenido de las obligaciones, los requisitos que deben cumplirse, cuál es la autoridad a la que hay atender o recurrir en caso de ser necesario, etc.

No basta, entonces, que las normas que otorgan mayor autonomía a un sector, o lo liberalicen (desregulándolo), sean defendidas como racionales desde lo económico. Esa racionalidad que está compuesta por el binomio eficiencia-ahorro para lograr mayor crecimiento y desarrollo económico, no debe prescindir de los principios de la justicia y de la protección de los intereses de los más débiles, y ciertamente un perjudicado es alguien que ha sido puesto en una situación de desequilibrio patrimonial, de debilidad, más aún, cuando se menoscaba hasta su propia solvencia.

Una opción como la que se propone haría evidente la orientación ética⁹⁹² que exige la protección del inversor y del perjudicado (aunque no sea inversor) reforzando – al mismo tiempo – la integridad de los mercados financieros y el cumplimiento de las normas existentes en materia de *insider trading* y manipulación del mercado.

⁹⁹⁰ «A number of disadvantages arise for smaller companies on the capital markets, which make the curb market segment more attractive. Smaller companies often cannot afford large investor relations departments to maintain the company website and provide financial analysts, funds and other investors with regular information. In addition, large investment services providers seldom produce financial analyses of small listed companies. Finally, the securities of these companies are traded far less relative to larger companies.» Vid. MÖLLERS, T. MJ. (2010-2011), p.62

⁹⁹¹ «The financial crisis resulted in part from weaknesses in international securities regulation that were created by the waning dominance of the United States in terms of its capital markets and its role as a securities regulator. Because the dominance of the United States has been challenged, many have pushed for an unhealthy level of federal deregulation in hopes of restoring the United States to its former dominant position. This push for deregulation contributed to an international race-to-the-bottom in which national systems of securities regulation were ratcheted down to suboptimal levels that did not allow for the proper level of regulation of the mortgagebacked securities that were at the heart of the crisis.» Vid. CHAFFEE, E. C. (2009-2010), p. 7.

⁹⁹² Vid. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (1993), p. 10.

La autorregulación y la desregulación (liberalización) no pueden ser absolutas, parciales ni ciegas, como tampoco puede serlo la regulación⁹⁹³ en sí misma, que debería fomentar la mejor distribución y/o gestión de los riesgos⁹⁹⁴ derivados de las actividades financieras, pues está visto que el mercado por sí mismo no corrige muchas de sus disfuncionalidades ni de sus consecuencias injustas.⁹⁹⁵

Un asunto interesante, desde la óptica de la autorregulación, es el que cuestiona, por ejemplo, la continuidad de NYSE (*New York Stock Exchange*) como una SRO (*Self-regulatory Organisation*⁹⁹⁶). Algunos consideran que a la vista de ciertas malas prácticas admitidas por parte de las firmas de especialistas⁹⁹⁷ que operan en el mismo, en concreto prácticas de “*inter-positioning*”, “*front-running*”⁹⁹⁸ y “*freezing*”, no es conveniente que ostente la calidad de SRO.

Lo anterior debido a los conflictos de interés que pueden surgir respecto de sus funciones como ente regulador que coopera con la SEC para hacer cumplir sus reglas, y las que tiene como mercado propiamente dicho, pues, los especialistas operan como *brokers* y *dealers*, además de reguladores.

En teoría, estas firmas (que se desenvuelven como *market-makers*), tienen que actuar incluso en contra de sus intereses cuando el mercado lo precise, en orden a mantener la estabilidad y el funcionamiento adecuado de NYSE, pero en su momento el régimen disciplinario vigente no se aplicó rigurosamente y NYSE fue bastante benévola con las firmas infractoras.

Asimismo, la ausencia de una *private cause of action* expresa dio lugar a decisiones judiciales diversas, poco favorables para el inversor perjudicado, privado de la posibilidad de acudir ante la justicia para reclamar los perjuicios que una SRO, en particular, sus firmas especializadas, le hubieren ocasionado con sus abusos. Para rematar, la Corte Suprema de

⁹⁹³ «La regulación no ha tenido en cuenta el riesgo sistémico, ni el regulador ha tenido la necesaria información sobre el mismo, ni las instituciones potencialmente sistémicas han tenido un tratamiento diferenciado. La opacidad del sistema bancario paralelo y de los mercados de derivados no organizados (*over-the-counter*) han contribuido a ocultar el riesgo sistémico...En general, la regulación no ha tenido en cuenta de manera apropiada los conflictos de interés y se ha apoyado en exceso en los mecanismos de autorregulación y de gobierno corporativo. La influencia del sector financiero, y de la banca de inversión en particular, no son ajenas al establecimiento de regulaciones laxas.» Vid. VIVES, X. (2010), p. 6.

⁹⁹⁴ «La prudencia es la virtud principal del banquero y, en general, del hombre de negocios¹⁶. Pero es difícil ejercitarla, sobre todo en un entorno como el de los años recientes, de alto crecimiento, abundancia de liquidez, bajos tipos de interés y oportunidades extraordinarias de beneficio, lo que ha llevado al elevado apalancamiento de familias, empresas y entidades financieras, y a una reducción de la percepción del riesgo, que constituyen el entorno propicio para una mala gestión del riesgo por parte de todos los agentes implicados, incluyendo los reguladores.» Vid. ARGANDOÑA, A. (2010), p. 5.

⁹⁹⁵ Vid. SHEARING, C. D. (1993), p. 69.

⁹⁹⁶ Vid. KOEBEL, J. T. (2010-2011), pp. 67-70

⁹⁹⁷ Las firmas eran: *Goldman Sachs Group Inc.'s Spear, Leeds & Kellogg, Van der Moolen Holding NV's Van Der Moolen Specialists USA, Bear Wagner Specialists, Performance Specialist Group, Susquehanna Specialists Inc. LaBranche & Co. y FleetBoston Financial Corp.'s Fleet Specialist Inc. unit.*

⁹⁹⁸ «Front Running: when a broker, knowing that a client has a large or market-sensitive order, puts through a transaction on the broker's or another client's behalf, thus benefitting from the pre-warning.» Vid. VIJAYENDRAN, G. (2001), s.p.

Justicia de EE. UU. (Asunto *CALSPERS v. NYSE Inc. et ál*, 1:03-cv-09968, 2008) concedió inmunidad procesal (acciones civiles) a la NYSE por ser SRO, es decir, por su rol cuasi-gubernamental de hacer cumplir sus propias reglas y las de la SEC.⁹⁹⁹

No obstante que NYSE ha realizado algunos ajustes en su estructura, encaminados a separar las funciones como regulador y como mercado en sí mismo, fortaleciendo la negociación electrónica (a lo que ha contribuido su fusión con EURONEXT), el sistema de especialistas se ha mantenido por lo que éstos siguen gozando de una protección inmerecida bajo el armazón de SROs.

Es precisamente esta protección, bajo la figura de la inmunidad procesal, lo que resulta injustificado porque actualmente NYSE – EURONEXT puede considerarse como una empresa de carácter transnacional, enfocada a maximizar sus beneficios como cualquier otra compañía y con la suficiente capacidad para sobrepasar la regulación de un solo Estado.

En conexión con este tema, en el ámbito de la vigilancia y detección de conductas abusivas del mercado de carácter transfronterizo se afirma que los Estados mejor posicionados para efectuar dicha vigilancia son aquellos que cuentan con reguladores específicos del mercado de valores, y no con autorreguladores encargados de una sola plataforma de negociación o mercado, pues éstos últimos tienen un mejor desempeño cuando sólo tienen que vigilar y detectar el abuso en los mercados que gestionan.¹⁰⁰⁰

Lo antecedente porque, de un lado, dicha vigilancia, que se ejecuta actualmente nacional e internacionalmente mediante programas informáticos sofisticados (enfocados en patrones y no en operaciones aisladas), requieren un esfuerzo de coordinación y cooperación de más fácil consecución entre reguladores estatales, ya que los autorreguladores suelen manejar un grado mayor de opacidad, son más renuentes a la hora de intercambiar información y, usualmente, no tienen poderes coercitivos suficientes para obtener información de otros mercados.

De otro lado, estos *softwares* de detección de abuso de mercado son muy costosos, precisan ser complementados por la acción de personal muy cualificado, que desempeñe su labor preferiblemente por departamentos (en orden a garantizar su ecuanimidad) y, por

⁹⁹⁹ Vid. ELLIST, N. S. / FAIRCHILD, L. M. / FLETCHER, H. D. (2010), p. 127. Las páginas 121 a 127 se ocupan del tema de las *private cause of action* y de algunas decisiones judiciales que se han dado en este ámbito.

¹⁰⁰⁰ «But arguably, in view of the intense competition for both new listings and trades, companies and investors should be in a position to compare and contrast the capabilities of different surveillance authorities as part of making a considered judgment about the risk/benefits of listing and investing in particular markets. Because manipulative activities are likely to have adverse consequences in terms of attracting new listings/investors to, and retaining existing listings/investors in, a marketplace, both exchanges and securities commissions have developed appropriate regulations and invested in security market surveillance.» Vid. CUMMING, D. / JOHAN, S. (2008), p. 457

último, si ya su manejo es complejo cuando se trata de un solo mercado, ni qué decir cuando estamos ante operaciones transfronterizas.¹⁰⁰¹

En fin, existen innumerables ejemplos que pueden ilustrar cómo mediante productos – especialmente los derivados –, mercados alternativos y sistemas o plataformas de negociación no sujetos a una atención y regulación adecuadas, se puede abusar del mercado en un sentido amplio, y también en el sentido estricto de esta investigación, esto es, incurriendo en conductas catalogadas como *insider trading* o manipulación del mercado de valores.

Por las razones mencionadas, es bueno recordar, a modo de conclusión, que a efectos de la delimitación del ámbito de aplicación objetiva de la responsabilidad civil, se propone aplicar el régimen de abuso de mercado a todos los mercados, sistemas, plataformas o centros de negociación de instrumentos financieros, estén o no regulados.

Lo anterior, independientemente de las estrategias o las políticas estatales o comunitarias de regulación del abuso de mercado, es decir, de la decisión de hacerlo por la vía de los principios (*principles-based regulation*), de las reglas (*rules-based regulation*) o de una conjunción de todos ellos.¹⁰⁰² Aunque, claro está, insistiendo en la idea de que la integridad de los mercados de valores no sólo se logra con su regulación y el grado de coordinación que pueda alcanzarse en este campo, sino también con el grado de acoplamiento y cooperación entre los Estados para vigilar mercados financieros con un marcado carácter transnacional.¹⁰⁰³

Se dejará para más adelante el examen de algunos aspectos conflictuales que pueden afectar al régimen de abuso de mercado desde la perspectiva del ámbito objetivo de aplicación, esto es, del mercado y los instrumentos financieros a los que resultaría aplicable; con el propósito de evitar repeticiones y facilitar un razonamiento menos fragmentado.

2.2. Los instrumentos financieros a los que se aplica la regulación por abuso de mercado.

¹⁰⁰¹ «Surveillance staff members need to coordinate surveillance across the different markets monitored, which requires proper organizational alignment among all those involved. As well, for cross-market and cross-border surveillance there needs to be formal information-sharing arrangements and coordination of surveillance for cross-market and cross-border surveillance to be legally authorized, permissible, and effective. Such coordination is further complicated by the protectionist policies arising from the commercial self-interest of the respective markets and the related cross-jurisdictional legality issues. In short, cross-market surveillance is much more costly and complicated than singlemarket surveillance.» Vid. CUMMING, D. / JOHAN, S. (2008), p. 464

¹⁰⁰² Vid. FORD, C. L. (2008).

¹⁰⁰³ Vid. CUMMING, D. / JOHAN, S. (2008) y VACAS GARCÍA-ALÓS, L. (2000).

Como pudo advertirse en la primera parte de esta investigación, la DAM no se circunscribió a los valores mobiliarios o negociables en los mercados secundarios, pues, empleó la expresión “instrumentos financieros”, término omnicompresivo de los conceptos “valor negociable” y “valor mobiliario”. Es más, la DAM incluyó dentro de su ámbito de aplicación a aquellos instrumentos para los cuales se haya presentado una solicitud de admisión, es decir, los que se encuentran en el mercado primario o de emisión.

Lo anterior, sin perjuicio de aclarar que el RAM y la Directiva sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado sólo mencionan a los instrumentos financieros; efectuando una remisión sobre su definición a MIFID II.

No obstante lo dicho, circunscribiéndonos a la DAM, que es la regulación vigente en materia de abuso de mercado, la determinación de los instrumentos financieros cubiertos por la nueva normativa se ciñó a una lista detallada de los mismos (sin una definición o concepto general), y a una especie de cláusula abierta para subsanar posibles omisiones y/o vacíos, en caso de que un instrumento financiero haya sido admitido o vaya a ser admitido a un mercado regulado, sin que haya sido incluido en la lista mencionada.

En aras de alcanzar mayor transparencia, la propuesta RAM propuso que los operadores de los mercados regulados, un SMN o un SON (hoy SOC) deben notificar a las autoridades competentes sobre las características y detalles de los instrumentos financieros cuando han sido admitidos a negociación, se ha recibido una solicitud sobre su admisión a negociación o cuando se han negociado en un centro de negociación. A dicha obligación de notificación se añade la de informar a dichas autoridades cuando un instrumento financiero ya no sea admitido a negociación.

Con apoyo en esta información, la AEVM elaborará una lista de dichos instrumentos financieros, aclarando que el simple hecho de no constar en la lista no significa la inaplicabilidad automática del régimen sobre abuso de mercado (considerando 8 bis y Art. 2 de la propuesta RAM).

En virtud de lo anterior, se analizará con mayor profundidad el concepto de “instrumento financiero”, a partir de su configuración normativa y tomando como referente a la LMV y al derecho comunitario; pues, si bien la médula de este trabajo es plantear un modelo de responsabilidad civil por abuso de mercado – útil para la UE y tomando como punto de partida al derecho español –, es lógico que haya que aproximarse a la naturaleza jurídica de los elementos que se negocian en este escenario económico y que, en general, reciben el calificativo de “instrumentos financieros”.

Sumado a lo anterior pueden encontrarse otras razones para intentar delimitar la noción de instrumento financiero, entre ellas, las de facilitar al operador jurídico su entendimiento, interpretación y aplicación a los casos concretos de abuso de mercado, ya que el asunto no es sólo de claridad terminológica sino trascendental a la hora de concretar, entre otras cuestiones¹⁰⁰⁴, el ámbito de aplicación material de las regulaciones sectoriales correspondientes.

En otras palabras, la determinación de qué es un instrumento financiero, un valor o un valor negociable es vital para establecer si a una realidad o a un fenómeno económico en concreto, le resulta aplicable la regulación del mercado de valores o no; qué entidad tiene la competencia de regular su puesta en circulación y en qué forma; quién deberá supervisar su negociación; quién y cómo se deberá sancionar las infracciones al régimen de abuso de mercado, etc.

Por ello, en primer lugar, se estudiarán los antecedentes más inmediatos del concepto de “instrumento financiero”, para luego examinar su contenido y el mecanismo con el cual este es delimitado; al tiempo que se aclararán sus relaciones con otros conceptos afines, particularmente, el de valor negociable.

2.2.1. Antecedentes generales

2.2.1.1. El término “valores negociables”.

En su redacción inicial, la de 1988, la LMV¹⁰⁰⁵ indicó en su exposición de motivos que pese a reconocer la dificultad para definir el concepto “valores negociables”,¹⁰⁰⁶ lo acogía como fundamento del sistema de regulación del mercado de valores que a través de su articulado estaba implementando, marcando así distancia respecto de los conceptos de “títulos valores” y de “valores mobiliarios”¹⁰⁰⁷ que habían sido tradicionalmente utilizados, pero que ahora resultaban insuficientes e inadecuados para responder a las exigencias de una reciente ordenación bursátil (que, entre otras cuestiones, admitía ahora una nueva forma de representación de los valores mediante anotaciones en cuenta¹⁰⁰⁸).

Sin articular el concepto de valores negociables propiamente dicho, la LMV estableció como sus características diferenciales: la posibilidad de agruparlos en emisiones y la

¹⁰⁰⁴ Vid. SÁNCHEZ, A. (2005), p. 8.

¹⁰⁰⁵ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

¹⁰⁰⁶ Las siguientes directivas son antecedentes del concepto de “valores negociables”: la Directiva 89/298/CEE y la Directiva 592/CEE derogada por la Directiva 2003/6/CE.

¹⁰⁰⁷ Las siguientes directivas comunitarias utilizaron el concepto de “valores mobiliarios”: Directiva 79/279/CEE; Directiva 80/390/CEE y Directiva 85/611/CEE.

¹⁰⁰⁸ Vid. CALVACHE MARTÍNEZ, A. M.^a (2007), pp. 221-252.

negociabilidad en un mercado.¹⁰⁰⁹ Estas cualidades eran, según la misma ley, “notas adicionales” que comprenderían, conforme a las prácticas de los mercados financieros de aquel momento, a más instrumentos que por su heterogeneidad económica escapaban de su competencia.

Es decir, la LMV fijó unos lineamientos generales para que el operador jurídico, particularmente la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), pudiera incluir en la categoría de valores negociables a aquellas negociaciones o contratos que resultara necesario encuadrar dentro del sistema que apenas se estaba construyendo. Lo anterior, redundaría en la ordenación del mercado de valores español y en su flexibilización a la hora de calificar como valores negociables a operaciones novedosas o poco tradicionales en circulación.

Más tarde, la Directiva 89/298/CEE del Consejo (derogada por 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) indicó en su Art. 3.e) que: «A los efectos de la presente Directiva se entenderá por: e) «valores negociables», las acciones y demás títulos asimilables a acciones, las obligaciones con un plazo de amortización de un año por lo menos y demás títulos asimilables a obligaciones, así como cualquier otro título que permita adquirir dichos valores negociables mediante suscripción o canje.»

La Directiva 89/298/CEE fue transpuesta al ordenamiento español por el RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre Emisiones y Ofertas Públicas de venta de Valores.

El Art. 2.1 de este RD consideró como valores negociables a: «a. Las acciones de Sociedades anónimas y las cuotas participativas de Cajas de Ahorros y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, así como cualesquiera valores, tales como derechos de suscripción, warrants u otros análogos, que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.»

«b. Las obligaciones y valores análogos representativos de partes de un empréstito, emitidos por personas o entidades privadas o públicas, ya sean con rendimiento explícito o

¹⁰⁰⁹ Fragmento de la exposición de motivos de la LMV: «...En cuanto a la negociabilidad, baste señalar que con tal expresión se ha querido hacer referencia a algo más amplio que la mera transmisibilidad, propia de prácticamente todos los derechos, y que deberá definirse en términos de un mercado que, aunque sea de proporciones reducidas, se caracterice por el predominio de los términos económicos en que se produzca la transmisión sobre las características personales de los contratantes. En cuanto a la agrupación en emisiones, se ha abandonado el concepto de valores emitidos "en serie", tanto por la difícil concreción legal del mismo, como por el hecho de que no hay razón para no considerar agrupados en una "emisión", de conformidad con las prácticas actuales de numerosos mercados financieros, instrumentos que puedan ser bastante heterogéneos en algunas de sus características económicas (vgr. plazo o tipo de interés) y que en ausencia de este planteamiento podrían escapar totalmente a las previsiones de la presente Ley.»

implícito, los que den derecho directa o indirectamente a su adquisición, así como los valores derivados que den derecho sobre uno o más vencimientos de principal o intereses de aquéllos. c. Las letras de cambio, pagarés, certificados de depósito o cualquier instrumento análogo, salvo que sean librados singularmente y, además, deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables del público.»

«d. Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias. e. Las participaciones en Fondos de Inversión de cualquier naturaleza. f. 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 valores o créditos.»

Simultáneamente, en el Art. 2.2, el RD 291/1992 excluyó como valores negociables a: «a. Las participaciones en Sociedades de responsabilidad limitada. b. Las cuotas de los socios de Sociedades colectivas y comanditarias simples. c. Las aportaciones al capital de las Sociedades cooperativas de cualquier clase. d. Las cuotas que integran el capital de las Sociedades de Garantía Recíproca. e. Las acciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y de los demás organismos rectores de mercados secundarios organizados, de la Sociedad de Bolsas, y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, así como las cuotas asociativas de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.»

Es interesante resaltar, desde ya, que la mayor o menor extensión al momento de definir por la vía del listado lo que debe ser apreciado como valor negociable dependerá de cada regulación normativa y los objetivos que pretenda cumplir (más cercanos a los aspectos prácticos que a la elaboración dogmática) e, incluso, se limitará a los estrictos términos de su campo de acción para no entrar en conflicto con otras áreas normativas, tal y como se colige del texto del duodécimo considerando¹⁰¹⁰ de la Directiva 2003/71/CE¹⁰¹¹ ya mencionada.

¹⁰¹⁰ «Es también necesario para asegurar la protección de los inversores la cobertura completa de los valores participativos y los valores no participativos ofrecidos al público o admitidos a cotización en un mercado regulado, tal como se definen en la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (1), y no sólo los valores admitidos a cotización oficial. La definición amplia de valores de la presente Directiva, que incluye las warrants, covered warrants y certificados cubiertos, es válida sólo para la presente Directiva, por lo que en ningún modo afecta a las diversas definiciones de instrumentos financieros utilizadas en la legislación nacional para otros fines como los fiscales. Algunos de los valores definidos en la presente Directiva permiten al titular adquirir valores transferibles o recibir sumas en metálico mediante un ingreso en metálico determinado por referencia a otros instrumentos, sobre todo valores transmisibles, divisas, tipos de interés o rendimientos, títulos sobre materias primas u otros índices o medidas. Los certificados de depósito y los efectos financieros sobre activos específicos, convertible notes, como por ejemplo valores convertibles a opción del inversor, están incluidos en la definición de valores no participativos de la presente Directiva.»

¹⁰¹¹ Transpuesta por el RDL 5 /2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública. Esta transposición es complementada por el RD 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 de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

También es importante destacar que el antedicho RD recurrió a una enumeración positiva y a una negativa de lo que era un valor negociable, evidenciando que existía cierta claridad, al menos presunta, respecto de la naturaleza de los instrumentos allí consignados para comprenderlos o excluirllos.

Adicionalmente, se incorporó en el literal f) una cláusula de inclusión o apertura hacia otros elementos que, en ese momento desconocidos o atípicos, reunieran ciertas condiciones, recuérdese: «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.»

Esta cláusula de cierre podría considerarse como una definición, al menos, a efectos reglamentarios¹⁰¹²; sin embargo, su ubicación y la forma en que quedó redactada pareciera responder a un simple desarrollo del sistema de lista abierta que venía empleando el RD para no dejar por fuera de la LMV a muchos de los elementos negociados en mercados de índole financiera.¹⁰¹³

El RD en estudio fue derogado por el RD 1310/2005, de 4 de noviembre mediante el cual se modificó la LMV y se completó la transposición de la Directiva 2003/71/CE al ordenamiento jurídico español.

La técnica empleada por este último RD para fijar lo que tendría la consideración o no de valor negociable difiere de su predecesor, ya que en esta oportunidad se le caracterizó de manera general – a través del Art. 3 – como un 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 de índole financiera»; para luego, en particular, apelar a un listado positivo y negativo de valores negociables.¹⁰¹⁴

¹⁰¹² Algunos autores consideran que sí existe una noción general de valor negociable a partir del RD en estudio, por ejemplo: RUIZ PERIS, J. (1995), p. 1451; y GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. (2010), p. 10 y ss.

¹⁰¹³ «Vid. DE CARLOS BERTRAN, L. (1998), pp. 171-172.

¹⁰¹⁴ «2. En particular, son valores negociables: 1. 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. 2. Las cuotas participativas de las cajas de ahorros y las cuotas participativas de asociación de la Confederación Española de Cajas de Ahorros. 3. Las obligaciones, incluidas las obligaciones convertibles y canjeables, y otros valores análogos, representativos de parte de un empréstito. 4. Las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias. 5. Los valores de titulización, entendiéndose por tales todos los valores que representan un interés en activos, incluido todo derecho destinado a asegurar a los tenedores de activos el servicio, el pago o la puntualidad de los importes pagaderos en virtud de aquellos; y todos los valores que están garantizados por activos cuyos términos prevén pagos relacionados con pagos o provisiones razonables de pagos calculados por referencia a activos identificados o identificable. 6. Las participaciones preferentes. 7. Las cédulas territoriales. 8. Los warrants y demás valores derivados que confieran el derecho a adquirir o vender cualquier 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. 9. Las acciones y participaciones emitidas por instituciones de inversión colectiva. 10. Los certificados que representen acciones o bonos. 11. Los instrumentos del mercado monetario como pagarés, certificados de depósito y otros valores análogos, salvo que sean librados singularmente, excluyéndose los instrumentos de pago que deriven de operaciones comerciales antecedentes que no

El RD 1310/2005 utilizó el contenido de la cláusula de cierre del RD 291/1992 para discernir lo que podría tratarse o calificarse como valor negociable, eso sí, bajo el entendido de que esta especie de noción se encuentra limitada a la admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, en particular, a la realización de ofertas públicas de venta o suscripción y a la elaboración de su folleto.

No obstante la afirmación anterior, la redacción del RD deja abierta la posibilidad a, siquiera, dos interpretaciones: Primero, el uso de la expresión «A los efectos de este Real Decreto, tendrá la consideración de valor negociable cualquier derecho...» solamente suministra señas, lo suficientemente generosas, para abarcar como valores negociables a los elementos que reúnan las condiciones previstas en la descripción general, sin que se consigne un verdadero concepto jurídico mercantil de valor negociable válido por fuera del RD.

Segundo, la norma introduce una verdadera definición de los valores negociables ya que luego de establecer sus características generales se vale de la ejemplificación a través la expresión: «En particular, son valores negociables:...». Esta noción podría calificarse como meramente reglamentaria¹⁰¹⁵ o servir de punto de partida para la configuración de un concepto de valores negociables útil al derecho mercantil y al mercado de valores.

Un poco después, en el contexto comunitario y estrechamente vinculada con lo que hoy se conoce como una modalidad de abuso de mercado, la Directiva 89/592/CEE¹⁰¹⁶ (sobre las operaciones con información privilegiada y derogada por la DAM) estableció en su Art. 1.2. que eran “valores negociables” los siguientes:

«a) las acciones y las obligaciones, así como los valores asimilables a los mismos, b) los contratos o derechos que permitan la suscripción, adquisición o cesión de los valores contemplados en la letra a), c) los contratos a plazo, las opciones y los instrumentos financieros a plazo relativos a los valores contemplados en la letra a), d) los contratos sobre índices relativos a los valores contemplados en la letra a), siempre que estén admitidos a

impliquen captación de fondos reembolsables. 12. Certificados de transmisión de hipoteca. 13. Aportaciones financieras subordinadas de las cooperativas de crédito. 3. A los efectos de este Real Decreto, no se considerarán valores negociables, entre otros: 1. Las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada. 2. Las cuotas de los socios de sociedades colectivas y comanditarias simples. 3. Las aportaciones al capital de las sociedades cooperativas de cualquier clase, salvo las que por su régimen jurídico específico tengan la consideración de valores negociables 4. Las cuotas que integran el capital de las sociedades de garantía recíproca. 4. No obstante lo dispuesto en el apartado 2.i, este Real Decreto no será de aplicación a las acciones y participaciones emitidas por instituciones de inversión colectiva de tipo abierto cuyo régimen de admisión a negociación en mercados secundarios oficiales y folletos exigibles para ello se ajustará a las previsiones contenidas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y en sus normas de desarrollo.»

¹⁰¹⁵ «Se puede advertir así, que el RDE no sólo no define a los «valores negociables» sino que opta por un sistema de lista abierta que permite calificar como valor negociable a cualquier otro derecho que reúna las características mencionadas en el artículo 2.1.f) del RDE. No obstante, de esta cláusula de cierre puede deducirse lo que podríamos considerar como un concepto reglamentario de valor negociable...». Vid. DE CARLOS BERTRAN, L. (1998), p. 173.

¹⁰¹⁶ Su correspondiente medida de ejecución nacional fue la LMV.

negociación en un mercado regulado y controlado por autoridades reconocidas por los poderes públicos, de funcionamiento regular y accesible directa o indirectamente al público.»

La alusión a los valores negociables que hace la Directiva 89/592/CEE se vale – como la mayoría de las normativas nacionales y de derecho comunitario en esta área – del mecanismo del listado para identificar o precisar las operaciones que habían sido consideradas de interés en aquel instante para regular el fenómeno del *insider trading* en los mercados de valores.

De esta forma, sin atribuir expresamente un determinado sentido o características al concepto mismo de valores negociables, la Directiva sólo estaba demarcando, a efectos prácticos, aquellas operaciones o estructuras negociables que podían caer dentro de su ámbito, sin intención de exacerbar las discusiones jurídicas en torno a esta cuestión, pero haciendo más patente la dificultad de dotar a su significación de claridad y precisión.

Más tarde, sin abandonar el concepto de “valor negociable”, aparece en el derecho comunitario europeo el de “instrumento financiero” por virtud, especialmente, y a los efectos que nos interesan, de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (DSI)¹⁰¹⁷, derogada por MIFID.

El considerando número nueve de la DSI expresaba que «por valores negociables se entienden las categorías de valores habitualmente negociados en el mercado de capitales, por ejemplo, deuda del Estado, acciones, valores que den derecho a adquirir acciones mediante suscripción o canje, recibos de depósito, obligaciones emitidas en serie, certificados de opción de compra con índice y los títulos que den derecho a adquirir tales obligaciones mediante suscripción».

Lo antecedente revela, una vez más, el desinterés del legislador comunitario por definir exactamente la noción de “valor negociable”, pues, recurre para su determinación a ejemplificar aquella clase o grupo de elementos que, desde la perspectiva de su negociación habitual, reciben dicho carácter; asunto que desarrolla un poco más en el Art. 1.4.¹⁰¹⁸

A continuación, en el considerando número once, la DSI anuncia que adoptará definiciones amplias respecto a los “valores negociables” y los “instrumentos del mercado

¹⁰¹⁷ Transpuesta, en principio, por el RD 692/1996, de 26 de abril, y la L. 30/1995, de 8 de noviembre, de ordenación y supervisión de los Seguros Privados (vigente hasta el 2004) y la L. 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

¹⁰¹⁸ «valores negociables: - las acciones y otros valores asimilables a acciones, - las obligaciones y otros títulos de crédito negociables en el mercado de capitales, y - cualesquiera otros valores habitualmente negociados que permitan adquirir esos valores por suscripción o canje, o den lugar a un pago en metálico. Con exclusión de los instrumentos de pago.»

monetario” sin la pretensión de incidir en las distintas definiciones de “instrumentos financieros” de las legislaciones de los Estados miembros y sin afectar materias ajenas a sus propios alcances como la fiscal.¹⁰¹⁹

En consecuencia, a efectos de claridad terminológica, la DSI adoptó un concepto amplio de “instrumentos” a través de la sección B de su anexo,¹⁰²⁰ sin incluir la palabra “financieros” en el título de la sección anotada.

Dicha sección contenía un listado de lo que debía entenderse por instrumentos y consideraba a los valores negociables como modalidad específica de aquellos, así: «1. a) Valores negociables. b) Participaciones de un organismo de inversión colectiva. 2. Instrumentos de mercado monetario. 3. Los contratos financieros a plazo (futuros¹⁰²¹), incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo. 4. Los contratos a plazo sobre tipos de interés (FRA). 5. Los contratos de permuta (swaps)¹⁰²² sobre tipos de interés, sobre divisas o los contratos de intercambios ligados a acciones o a un índice sobre acciones («equity swaps»). 6. Opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos que se contemplan en la presente sección del Anexo, incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo. Concretamente, se incluyen en esta categoría las opciones sobre divisas y sobre tipos de interés».

En realidad, no se trataba de una definición en estricto sentido, sino de una remisión a un inventario de componentes que podían identificarse como instrumentos financieros.

¹⁰¹⁹ «Considerando que las definiciones, muy amplias, de valores negociables y de instrumentos del mercado monetario que figuran en la presente Directiva sólo serán válidas para la presente Directiva que, por consiguiente no afectará en absoluto a las distintas definiciones de instrumentos financieros adoptadas en las legislaciones nacionales con otros fines y, en particular, con fines fiscales; que por lo demás, la definición de valores negociables se refiere únicamente a los instrumentos negociables y, por consiguiente, no están incluidos en dicha definición las acciones o los valores asimilables a acciones, emitidos por organismos tales como las «Building societies» o las «Industrial and Provident societies» cuya propiedad, de hecho, solamente puede transferirse mediante su recompra por parte del organismo emisor; »

¹⁰²⁰ Vid. Art. 29.: «El Consejo, hasta tanto se adopte una Directiva que establezca las disposiciones de adaptación de la presente Directiva al progreso técnico en los sectores indicados a continuación y de conformidad con la Decisión 87/373/CEE del Consejo (15) adoptará por mayoría cualificada y a propuesta de la Comisión, aquellas adaptaciones que puedan ser necesarias en lo relativo a: - la ampliación del contenido de la lista que figura en la sección C del Anexo; - la adaptación de la terminología de las listas que figuran en el Anexo con el fin de tener en cuenta la evolución de los mercados financieros; - las materias en las cuales las autoridades competentes deban intercambiarse información, según se enuncian en el artículo 23; - la clarificación de las definiciones, con objeto de lograr que la aplicación de la presente Directiva se haga de manera uniforme en toda la Comunidad; - la clarificación de las definiciones, con objeto de que en la aplicación de la presente Directiva se tenga en cuenta la evolución de los mercados financieros; - la adaptación de la terminología y formulación de las definiciones en función de posteriores medidas relativas a las empresas de inversión y materias conexas; - las demás tareas previstas en el apartado 5 del artículo 7.»

¹⁰²¹ BIANCO sostenía que a los futuros en los EE. UU., debía regulárseles como a las *securities*. «Commodity futures markets are often miscast as forums for the exchange of tangibles. Insofar as they are intangibles and insofar as their prices are subject to the peculiar vagaries of crop forecasts, consumption estimates, and meteorological forecasts, futures contracts should be regulated in the same manner as corporate securities, whose prices are determined by the equally uncertain predictions of book value and earnings. Securities are to their underlying corporations as futures are to their underlying commodities.» Vid. BIANCO, J. J. (1977-1978), pp. 29-30.

¹⁰²² Vid. REDONDO TRIGO, F. (2013). Este autor hace un análisis interesante sobre el carácter sinalagmático (genético y funcional) del swap, de su carácter aleatorio y bilateral y de las consecuencias que se derivan de la jurisprudencia reciente en España, a efectos de la calificación del crédito derivado del swap en los concursos de acreedores.

Lo antecedente evidencia el pragmatismo que impera en las técnicas de creación normativa empleadas por la mayoría de normativas comunitarias en materia financiera (aunque no sólo en este campo), inspiradas por el propósito de armonizar las legislaciones internas utilizando un lenguaje más común o aceptado, incluso, descriptivo, para así eludir las profundas diferencias de dogmática jurídica en cada Estado miembro y de cada parcela normativa, pues, realidades o elementos de igual o similar naturaleza pueden recibir distintas denominaciones y caracterizarse de forma distinta, a veces, en confrontación; lo que restaría eficacia a los esfuerzos de armonización comunitaria.

2.2.1.2. El término “instrumentos financieros”.

Seguidamente, MIFID en su Art. 4.1.17. señaló que por instrumento financiero debía entenderse los instrumentos especificados en la sección C del anexo I¹⁰²³; listado que amplió¹⁰²⁴ notoriamente el consignado en la DSI y que vuelve a la misma técnica descriptiva de los productos que deben calificarse, a juicio del legislador comunitario, como instrumentos financieros.

Las propuestas de modificación de MIFID, tanto la Directiva como el Reglamento, hacen alusión a los instrumentos financieros y a los valores negociables.

En la sección de las definiciones, la primera propuesta entendió por instrumentos financieros a los que estaban comprendidos por la sección C del anexo I, y por valores negociables a aquellas “categorías de valores que son negociables en el mercado de capitales, a excepción de los instrumentos de pago...”, citando algunos ejemplos de valores negociables.

¹⁰²³ «(1) Valores negociables; (2) Instrumentos del mercado monetario; (3) Participaciones de organismos de inversión colectiva; (4) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo; (5) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato); (6) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps») y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan liquidarse en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o SMN; (7) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el punto 6 de la Sección C y no destinados a fines comerciales, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía; (8) Instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito; (9) Contratos financieros por diferencias. (10) Contratos de opciones, futuros, permutas («swaps»), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato), así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en la presente sección C, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado o SMN, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.»

¹⁰²⁴ El considerando número cuatro exterioriza el objetivo de incluir muchos más instrumentos financieros que los contenidos por la DSI: «Conviene incluir en la lista de instrumentos financieros determinados instrumentos derivados sobre materias primas y otros constituidos y negociados de un modo que plantea cuestiones de reglamentación comparables a las de los instrumentos financieros tradicionales.»

Sin embargo, luego de algunas revisiones de la propuesta en cuestión, sólo sobrevive la referencia a los instrumentos financieros, lo que hace manifiesta la voluntad del legislador comunitario de emplear un término más omnicompreensivo como objeto de regulación en los mercados financieros, a saber, los instrumentos financieros¹⁰²⁵ y agrega a los derechos de emisión.

La DSI fue transpuesta al ordenamiento jurídico español, entre otras normativas¹⁰²⁶, a través de la L. 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la LMV que hizo explícita, en su exposición de motivos¹⁰²⁷, la necesidad de introducir nuevos instrumentos financieros dentro del marco de regulación y competencia de los mercados de valores ya que su número y variedad superaban, en ese momento, a la categoría de los valores negociables sobre la que se articulaba la dinámica bursátil y su disciplina.

De igual forma, la L. 37/1998 introdujo en su Art. 1 las siguientes modificaciones al Título I de la LMV, en particular al Art. 2 de esta última: «También quedarán comprendidos dentro de su ámbito los siguientes instrumentos financieros: a. Los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.»

«b. Los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus objetos sean valores negociables, índices, divisas, tipos de interés, o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma en que se liquiden y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no. c. Los contratos u operaciones sobre instrumentos no

¹⁰²⁵ Vid. Art. 4.1.15) MIFID II: «15) «instrumento financiero»: los instrumentos especificados en el anexo I, sección C;» El anexo I, sección C: «1) Valores negociables. 2) Instrumentos del mercado monetario. 3) Participaciones y acciones en instituciones de inversión colectiva. 4) Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, derechos de emisión u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo. 5) Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps), contratos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato. 6) Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps) y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física, siempre que se negocien en un mercado regulado o un SMN o un SOC, excepto por lo que respecta a los productos energéticos al por mayor que se negocien en un SOC y deban liquidarse mediante entrega física. 7) Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps) acuerdos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el punto 6 de la presente sección y no destinados a fines comerciales, que presenten las características de otros instrumentos financieros derivados. 8) Instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito. 9) Contratos financieros por diferencias. 10) Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato, así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en la presente sección C, que presenten las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado, SOC o SMN. 11) Derechos de emisión consistentes en unidades reconocidas a los efectos de la conformidad con los requisitos de la Directiva 2003/87/CE (Régimen de comercio de derechos de emisión).»

¹⁰²⁶ Ver nota de pie de página número ocho.

¹⁰²⁷ «Pasando ya al texto de la Ley de Reforma, el artículo inicial introduce algunos cambios en el Título Primero de la Ley 24/1988. En primer lugar, como consecuencia del elenco de instrumentos financieros comprendidos en el nuevo ámbito de la ordenación de los mercados, que sobrepasan la categoría de los valores negociables, se extiende a aquéllos la disciplina aplicable a los últimos, para de este modo integrar a las nuevas realidades financieras (v. gr. "swaps", "fras", opciones, futuros, etc.) que tienen presencia en nuestros mercados.»

contemplados en las letras anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiendo, a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible”.

Como cierre final, agregó: “A los instrumentos financieros, les serán de aplicación, con las adaptaciones precisas, las reglas previstas en esta Ley para los valores negociables.»

Respecto de la L. 37/1998, antes mencionada, es importante destacar que al referirse a los valores, entiéndase negociables, y a los instrumentos financieros refleja que son conceptos distintos y dotados de cierta autonomía. La introducción de estos últimos, más que un esfuerzo teórico por encontrar a la especie o al género, o a un supraconcepto o concepto único que deleve, en últimas, la inutilidad de recurrir a otros conceptos, cumple una función delimitadora más amplia del objeto de regulación.¹⁰²⁸

Huelga decir que muchas otras normativas relacionadas con el mercado de valores español¹⁰²⁹ – de modificación o complementación y que no se tratarán por evitar extensiones innecesarias –, también distinguen entre valores e instrumentos financieros sin atreverse a construir una verdadera noción jurídica respecto de estos últimos, como si su sola mención y ejemplificación bastaran para comprender de qué se trata, pues, son objeto habitual del mundo de los negocios y, por ende, al parecer, ahondar en su perfil jurídico no haría más que entenebrececer el estado del asunto, más aún, cuando en la realidad económica son objetos usuales de negociación en el mercado de capitales.

Posteriormente, desde el ámbito comunitario y en consonancia con el tema objeto de estudio, con ocasión de la creciente preocupación por lograr un mercado financiero integrado y eficiente se reguló a través de la DAM al abuso del mercado, actuación que en sus distintas modalidades y según su segundo considerando: «daña la integridad de los mercados financieros y a la confianza del público en los valores y productos derivados.»

La DAM no define el concepto de “instrumento financiero”, vocablo que aparece desde el considerando 16 (al menos en la traducción española) cuando se hace alusión al significado de la noción de “información privilegiada”. Sin embargo, en el Art. 1.3. el texto

¹⁰²⁸ «Realmente sería más adecuado y más simple adoptar la alternativa de la Directiva de servicios de inversión, tal y como recomienda el Dictamen del Consejo de Estado de 28 de septiembre de 1995: - Instrumento financiero - Valor negociable - Otros instrumentos financieros distintos del valor negociable. El concepto (amplio) de instrumento financiero tiene una función delimitativa del mercado de valores, lo que permite la existencia de un concepto restringido de valor negociable, vinculado al concepto tradicional de valor mobiliario (incluso se hubiera podido realmente mantener el concepto de valor mobiliario actualizado).» Vid. CACHÓN BLANCO, J. (1996), p. 788.

¹⁰²⁹ Por ejemplo, la L. 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (modificada por la L. 22/2003, de 9 de julio Concursal) que al referirse en su Art. 38 al régimen de la comunicación de información relevante y del uso de información privilegiada utiliza ambas expresiones “valores” e “instrumentos financieros”, denotando que distingue entre ellas.

comunitario delimita el concepto, aunque no sustancialmente y bajo la vieja fórmula del listado.¹⁰³⁰

La propuesta RAM (Art. 2¹⁰³¹) señala que el régimen de abuso de mercado se aplicará a los instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado o a un SMN; a aquellos para los que se haya presentado una solicitud de admisión a negociación en un mercado regulado o un SMN; o, finalmente, a aquellos instrumentos financieros negociados en un SMN o un SON.

Si un instrumento financiero no se encuentra contemplado en los supuestos anteriores, le será aplicable el régimen sobre abuso de mercado siempre que su precio o valor dependa de los instrumentos que sí están contemplados, o cuando tengan efecto sobre el precio o valor de estos últimos, incluyendo de forma expresa a las permutas de cobertura de impago y a los contratos por diferencias.

Con lo anterior la propuesta RAM da una idea sobre su ámbito de aplicación en el caso de los instrumentos financieros, aunque no brinda una definición material sobre lo que son.

A la propuesta RAM le basta una precisión formal de lo que entiende por instrumento financiero de dos maneras: a) Mediante una remisión a otra normativa comunitaria, así: “A efectos del presente Reglamento, se entenderá por: 1) «instrumento financiero»: todo instrumento a tenor de lo establecido en el artículo 4, apartado 2, número 14, de la Directiva .../.../UE [nueva DMIF]”; y, b) Enunciando que se aplicará a ciertos instrumentos financieros en determinados contextos, que por lo general constarán en una lista – siempre que las autoridades correspondientes cumplan con sus obligaciones de notificación –, y que de no estarlo, esto no obstará para que el régimen sobre abuso de mercado les resulte aplicable.

¹⁰³⁰ «— valores negociables, según lo definido en la Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (1), — participaciones de un organismo de inversión colectiva, — instrumentos del mercado monetario, — contratos de futuros financieros, incluidos los instrumentos equivalentes liquidados en efectivo, — contratos futuros sobre tipos de interés, — permutas de tipo de interés, de divisa y de participaciones, — opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos previstos en estas categorías, incluidos los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo, en particular las opciones sobre divisas y sobre tipos de interés, — instrumentos derivados sobre materias primas, — cualquier otro instrumento admitido a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro o para el cual se haya presentado una solicitud de admisión a negociación en dicho mercado;»

¹⁰³¹ «a) Los instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado o para los que se haya presentado una solicitud de admisión a negociación en un mercado regulado. b) Los instrumentos financieros negociados, admitidos a negociación o para los que se haya presentado una solicitud de admisión a negociación en un SMN; b bis) los instrumentos financieros negociados en un SON; c) los instrumentos financieros no contemplados en las letras a), b) o b bis) cuyo precio o valor depende de los instrumentos financieros mencionados en esas letras o tiene un efecto sobre el precio o el valor de los mismos, incluidos, aunque no de forma exclusiva, las permutas de cobertura de impago y los contratos por diferencias. El presente Reglamento se aplicará asimismo a las ofertas relativas a las subastas de derechos de emisión u otros productos subastados basados en ellos de acuerdo con el Reglamento (UE) nº 1031/2010. Sin perjuicio de las disposiciones específicas sobre las ofertas presentadas en el contexto de una subasta, cualquier requisito y prohibición del presente Reglamento relativo a las órdenes para realizar operaciones debe aplicarse a dichas ofertas.»

El Art. 2.1. del RAM indica que esta normativa se aplicará a los instrumentos financieros, siempre que éstos, a) hayan sido admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro, o hayan sido objeto de una solicitud de admisión a dicho mercado; agregando, los siguientes instrumentos financieros: b) los que sean negociados en un SMN, hayan sido admitidos a negociación en un SMN, o respecto de los cuales se haya solicitado su admisión a negociación en un SMN; c) los que sean negociados en un SOC; y los no comprendidos en las letras a), b) o c), cuyo precio o valor dependa de dichos instrumentos o tenga un efecto sobre el precio o el valor de los mismos (v.gr., las permutas de riesgo de crédito y los contratos por diferencias).

De igual manera, el RAM señala que la manipulación del mercado se extiende, en primer lugar, a los contratos de contado sobre materias primas (que no sean productos energéticos al por mayor), siempre que la operación, orden o conducta tenga, pueda tener o pretenda tener efecto en el precio o el valor de alguno de los instrumentos financieros recientemente detallados, esto es, los del Art. 2.1. del RAM.

En segundo lugar, a los instrumentos financieros (concretamente, los derivados) cuya operación, orden, oferta o conducta tenga o pueda tener algún efecto en el precio o valor de un contrato de contado sobre materias primas, cuando el precio o valor dependan del precio o valor de dichos instrumentos financieros. Y, por último, a las conductas relacionadas con índices de referencia.

En cuanto a la delimitación de lo que es un instrumento financiero, el RAM¹⁰³² sigue a la propuesta RAM, realizando una remisión a la MIFID – Art. 3.1.1) –.

El sentido de muchas disposiciones contenidas en el proyecto de la DAM fue acogido anticipadamente por la L. 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. Mediante esta nueva normativa se modificó la redacción de los artículos 80 a 83 de la LMV y, al mismo tiempo, se le incorporaron dos artículos adicionales, el 83 bis y el 83 ter.

Como expresa el número IV de su exposición de motivos, la L. 44/2002 reconoció el gran valor de la información – diferenciando entre la información relevante¹⁰³³ y la privilegiada

¹⁰³² El RAM precisa lo que debe entenderse por valor y por instrumento asociado en los Arts. 3.2.a) y 3.2.b) respectivamente.

¹⁰³³ «Aquella “diferente denominación no se les atribuye para definir su naturaleza, sino para delimitar el tratamiento que debe darse a cada una. Así el legislador español habla de ‘información privilegiada’ cuando regula el uso que debe hacerse de determinada información, y de ‘información relevante’ para regular cuándo y en qué circunstancias la misma debe difundirse al mercado” (160). Esto es, cuando se alude a “información relevante” se resalta que “la información a divulgar debe ser veraz, clara y completa, de manera que no induzca a confusión o engaño (artículo 82.2 LMV), mientras que (cuando se alude a) información privilegiada basta con que sea concreta” (161). Además de la “información relevante”, en el contexto de información no pública nuestro ordenamiento contempla la “información reservada genérica”, pues “no toda

– como herramienta indispensable y valiosa para la toma de decisiones de inversión, por consiguiente, creó reglas y mecanismos encaminados a proteger a los inversores y a fomentar la transparencia de los mercados de capitales.

Sin embargo, la L. 44/2002 no elaboró ningún concepto de “valores negociables” ni de “instrumentos financieros”, aunque sí hizo evidente la diferencia entre ambas figuras desde la redacción de muchos de sus artículos, entre ellos, los números 4, 16 y 78, a la par que implicó en su régimen de la información privilegiada a elementos distintos de los valores negociables, es decir, a los instrumentos financieros, muy especialmente, los derivados.

La DAM, propiamente dicha, fue transpuesta por el RD 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolló la LMV. Actualmente, los artículos 80 a 83 quáter de la LMV reflejan la regulación del abuso del mercado con las adaptaciones exigidas por el derecho comunitario y un reciente aporte, en materia penal, a través de la Ley Orgánica 5/2010, de 22 de junio, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.

El RD 1333/2005 no suministró nociones sobre “valores negociables” o “instrumentos financieros”, limitándose a entender por estos y aquellos a los elementos comprendidos dentro del ámbito de aplicación de la LMV.¹⁰³⁴ Esta misma tendencia fue seguida por la normativa penal citada que en el número XVIII del preámbulo se refiere a “valores negociados” e “instrumentos financieros” y en su septuagésimo segundo artículo – que contiene los tipos penales correspondientes al abuso de información privilegiada y la manipulación de valores – menciona a los “títulos valores”, a los “valores” y los “instrumentos financieros”

Si como se advirtió, la MIFID derogó a la DSI, la remisión que realiza la DAM a esta última para determinar los instrumentos financieros a los que resulta aplicable no es estática gracias al Art. 69¹⁰³⁵ (Art. 94 de MIFID II). Este artículo de la MIFID no dejó por fuera de la regulación de abuso del mercado a aquellos instrumentos o esquemas de negociación que

información que no esté en posesión del público en general puede encajarse en las categorías de información privilegiada o relevante, y sin embargo debe ser objeto de una especial protección en cuanto a su confidencialidad, dado que su posesión por terceros podría tener consecuencias perjudiciales para el interés social” (162), pudiéndose definir tal información de forma negativa, esto es, como aquella que no siendo ni privilegiada ni reservada no sea pública y esté protegida por un deber desecretismo y confidencialidad que pese sobre sus poseedores, detentadores, o conocedores (163).» Vid. TAPIA HERMIDA, A. (2010), “El concepto de...”, pp. 107-108.

¹⁰³⁴ Arts. 1 y 2.

¹⁰³⁵ «Derogación de la Directiva 93/22/CEE. Queda derogada la Directiva 93/22/CEE con efectos a partir de... (*). Las referencias a la Directiva 93/22/CEE se entenderán hechas a la presente Directiva. Las referencias a un término definido en la Directiva 93/22/CEE o a alguno de sus artículos se entenderán hechas al término equivalente definido en la presente Directiva o a su correspondiente artículo.». El Art. 94 de MIFID II hace lo mismo: «...Las referencias a la Directiva 2004/39/CE o a la Directiva 93/22/CEE se entenderán hechas a la presente Directiva o al Reglamento (UE) no 600/2014 y se interpretarán con arreglo a la tabla de correspondencias establecida en el anexo IV de la presente Directiva. Las referencias a un término definido en la Directiva 2004/39/CE o en la Directiva 93/22/CEE, o a alguno de sus artículos, se entenderán hechas al término equivalente definido en la presente Directiva o a su correspondiente artículo.»

allí son enunciados, pues, de lo contrario se hubiera podido restar alcance a una preceptiva indispensable para el buen funcionamiento de los mercados de valores en la UE.

La MIFID fue transpuesta al ordenamiento español mediante la L. 47/2007, de 19 de diciembre, por la cual se modifica la LMV. En concordancia con su preámbulo, era necesario modernizar a los mercados de valores españoles ya que sus productos e inversores habían aumentado en complejidad y variedad. De aquí que, para atender a estas nuevas circunstancias se hiciera imprescindible, entre otras medidas, ampliar “la gama de instrumentos financieros negociables”.

A partir de este momento, la LMV acoge el vocablo “instrumento financiero” sin abandonar el de “valores negociables” ni prescindir del recurso a la palabra “valores”¹⁰³⁶. Empero, la LMV puntualiza, desde el Art. 1, que su objeto de regulación son los sistemas españoles de negociación de instrumentos financieros, razón por la cual sus disposiciones fijarán – entre otros extremos – los principios necesarios para su organización y funcionamiento y, muy especialmente, las normas atinentes a los instrumentos financieros como objetos de negociación.

Posteriormente, en su Art. 2, la LMV elabora un listado de los elementos que quedan comprendidos a título de instrumentos financieros dentro de su ámbito de aplicación, combinando varias técnicas legislativas a efectos de precisarlos, así:

En primer lugar, se refiere a los valores negociables de forma similar a como lo hacía el RD 1310/2005 al que se hizo alusión en párrafos anteriores, es decir, comienza por considerar como valor negociable a aquellos derechos de contenido patrimonial (independientemente de su denominación) que, agrupados en emisiones, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero.

En segundo lugar, realiza un listado positivo y, en veces negativo, de lo que debe recibir la consideración de valor negociable¹⁰³⁷ para concluir con una cláusula general de

¹⁰³⁶ Art. 3 de la LMV: «Las disposiciones de la presente Ley serán de aplicación a todos los valores cuya emisión, negociación o comercialización tenga lugar en el territorio nacional.»

¹⁰³⁷ «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. h. Las participaciones preferentes. i. Las cédulas territoriales. j. Los warrants y demás valores negociables»

inclusión dentro de la categoría de todo aquel instrumento que sea calificado por las disposiciones legales o reglamentarias como valor negociable (Art. 2.1.k.).¹⁰³⁸

Finalmente, en tercer lugar, mediante un listado positivo – con algunas salvedades¹⁰³⁹ –, la LMV identifica aquellos elementos que siendo instrumentos financieros no son valores negociables, haciéndoles extensivas, como lo hacía la L. 37/1998, las reglas que ha concebido para estos últimos.

2.2.2. Noción de instrumento financiero

En orden a reflexionar sobre el contenido o significado que suele atribuirse al concepto “instrumento financiero” por parte de la doctrina – específicamente, la española –, es necesario escudriñar en las nociones que le sirvieron de precedentes, muy especialmente, la de “valores negociables” (a la que está inevitablemente asociado), advirtiendo desde ya que no se pretende realizar un estudio pormenorizado de esta materia, pues esta labor excede los objetivos de este escrito y se encuentra extensamente desarrollada por estudiosos

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.»

¹⁰³⁸ «Como se podrá apreciar, las exclusiones se refieren a derechos que, o bien carecen de las condiciones precisas para servir como instrumentos de inversión y, por tanto, no pueden estar destinados a un mercado financiero (6), o bien no pueden incorporarse a títulos-valores, por carecer de esencial vocación circulatoria y/o estar teñidas de un cierto intuitus personae. A este respecto, quiero llamar la atención sobre una aparente contradicción, que no lo es: por una parte, se excluyen las participaciones representativas del capital de la SRL, mientras que —por otra— se consideran como valores negociables, “[e]n particular, (...) las participaciones o derechos negociables que se refieran a valores o créditos”. No hay, realmente, tal contradicción: las participaciones que son valores negociables no son las que conforman el capital social de la SRL, sino aquellas que “se refieran a valores o créditos”; es decir: se trata de derechos que confieren participación en otros derechos, pudiendo éstos ser valores o créditos, lo cual constituiría una nueva puerta abierta a la atipicidad en los valores negociables, y podría —muy bien— contener una referencia implícita al fenómeno de la titulización.» Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. (2010), pp. 13-14

¹⁰³⁹ «2. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos financieros derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo. 3. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato). 4. Contratos de opciones, futuros, permutas y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con materias primas que puedan liquidarse en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación. 5. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el apartado anterior de este artículo y no destinados a fines comerciales, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía. 6. Instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito. 7. Contratos financieros por diferencias. 8. Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro supuesto que lleve a la rescisión del contrato), así como cualquier otro contrato de instrumentos financieros derivados relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en los anteriores apartados del presente artículo, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación, se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía.»

del Derecho mercantil, en general, y del Derecho financiero, en particular, a los que puede acudir para una investigación más profunda.¹⁰⁴⁰

No obstante lo anterior, un examen dogmático no podía prescindir del contexto que ofrecen las normas comunitarias y nacionales analizadas en la primera parte de la presente exposición y, por ello, el término “valor negociable” convive con el de “instrumento financiero”, no necesariamente porque alguno de los dos complete o abarque sustancialmente al otro, sino más bien como resultado de la dinámica propia de los negocios y por la necesidad de ajustar la intervención jurídica y, especialmente, la administrativa, a los retos impuestos por la innovación financiera.

Si bien esta última se halla alentada por el principio de libertad de emisión¹⁰⁴¹, este se encuentra sometido a excepciones que traslucen una política normativa dirigida a asegurar la transparencia informativa, eliminar las prácticas abusivas y permitir la existencia de mecanismos y herramientas flexibles de ordenación y, por supuesto, de sanción o castigo de las conductas o prácticas desviadas del buen funcionamiento del mercado de capitales.

Así las cosas, corresponde ahora considerar, brevemente, qué ha entendido la doctrina por los conceptos de “valor negociable” e “instrumento financiero”, advirtiendo, desde ya, que será necesario apelar a conceptos como el de “título valor”¹⁰⁴² y “valor mobiliario”¹⁰⁴³, pues, se constituyen en puntos de partida clave para la construcción y/o adopción de los primeros.

Hace poco tiempo, el Derecho del Mercado de Valores (antiguamente, Derecho Bursátil)¹⁰⁴⁴ se valía del término “valor mobiliario” para identificar su objeto de regulación que, en aquel entonces, estaba conformado – esencialmente – por acciones y obligaciones de sociedades anónimas y títulos de deuda pública.

¹⁰⁴⁰ Puede consultarse, entre otros, a los siguientes autores: CACHÓN BLANCO, J. (1996); SÁNCHEZ, A. (2005); RECALDE, A. (2010); RECALDE, A. (1999); SALINAS, C. (1996); y, LÓPEZ, N. (2002). En las obras citadas existe una extensa bibliografía para profundizar sobre la evolución de los conceptos reseñados.

¹⁰⁴¹ Preámbulo de la LMV: «4. La Ley proclama un principio general de libertad de emisión sin necesidad de autorización previa, salvo en ciertos supuestos excepcionales. Asimismo, se declara libre el sistema de colocación que cada emisor desee utilizar, sin más requisito que el de quedar definido y hacerse público en todos sus extremos antes de proceder al lanzamiento de la emisión. Otro tanto ocurre en cuanto a la elección del desarrollo temporal de las emisiones. No obstante, para defender los intereses de los inversores, se exige la comunicación a la comisión de los proyectos de emisión, con publicidad de los mismos, el registro en aquélla del folleto informativo de la emisión y la existencia previa de una auditoría de cuentas de los estados financieros del emisor. La Ley contempla, sin embargo, posibles excepciones a estos requisitos en determinados casos.»

¹⁰⁴² Vid. CACHÓN BLANCO J. (1996), p. 793 yss.

¹⁰⁴³ Vid. LABARIEGA VILLANUEVA, P. A. (2002), pp. 44-45.

¹⁰⁴⁴ «Sin embargo, actualmente ha de utilizarse una terminología y un concepto más amplio que el de Derecho Bursátil (4), cual es el de Derecho del Mercado de Valores, entendido como una extensión del tradicional Derecho Bursátil (5) en la medida que el Derecho del Mercado de Valores contempla no solo ya la negociación propia de la Bolsa de Valores (6), sino además el mercado primario de valores y los demás mercados secundarios oficiales y organizados que han surgido o surjan en el mercado financiero español.» Vid. CACHÓN BLANCO J. (1996), p. 774

Los valores mobiliarios¹⁰⁴⁵ y los efectos de comercio (ej. letra, pagaré y cheque) son especies de títulos valores;¹⁰⁴⁶ sin embargo, los primeros, se emiten en serie y, los segundos, a título singular o aislado.

Actualmente, en lugar de hablar de emisiones en serie, se prefiere hablar de emisión en masa para contemplar tanto a las emisiones antedichas como a las no seriadas que gozan de heterogeneidad económica y fungibilidad, extendiendo así el concepto de valor mobiliario/negociable.

Dicho lo anterior, debe aclararse que la viabilidad para agrupar emisiones no seriadas bajo criterios de homogeneidad (desarrollados reglamentariamente) fue impulsada por la LMV en su redacción original, normativa que prefirió el concepto de valores negociables, «por cuanto lo relevante a efectos del mercado de valores es la capacidad del valor para ser objeto de negociaciones masivas.»¹⁰⁴⁷

Si los valores mobiliarios son, en esencia, títulos valores y están considerados como equivalentes de los valores negociables (ej., ZUNZUNEGUI¹⁰⁴⁸, MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A.¹⁰⁴⁹, y GARCÍA-PITA Y LASTRES¹⁰⁵⁰), claro está, con algunos ajustes o modificaciones introducidos por el régimen de los mercados de valores; es imprescindible recabar un poco sobre los títulos valores que, al final de cuentas, pueden reputarse como cimientos jurídicos de los antedichos conceptos.

Los títulos valores son una respuesta jurídica a la necesidad de agilizar y dar seguridad a la circulación de bienes y/o derechos en el tráfico económico¹⁰⁵¹, incorporando el derecho a exigir una determinada prestación y, por lo tanto, la correlativa obligación de cumplir con ella, a un documento suscrito por el deudor que legitima a su tenedor para exigir dicho derecho, sin tener que probar su existencia ni tener que recurrir a la cesión de

¹⁰⁴⁵ Un examen de las participaciones en fondos de inversión como valores mobiliarios negociables puede encontrarse en: CERVERA-MERCADILLO, V. (1999). En la página 134, el autor consigna las siguientes ideas: «La naturaleza jurídica de la participación es la de un valor mobiliario negociable (Art. 20.1 LIIC). La participación es, en primer lugar, un valor, ya que, con independencia de que se encuentre cartular o tabularmente representada, constituye el soporte material o inmaterial para la incorporación de un derecho o conjunto de derechos. Además, las participaciones se caracterizan como valores mobiliarios, toda vez que son objeto de emisión en serie y no de manera aislada o particular. Por último, estos valores presentan una naturaleza negociable, ya que pueden ser objeto de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de carácter financiero [Art. 2.2.f) RD 291/1992](4).»

¹⁰⁴⁶ «En una primera aproximación, títulos valores (o títulos de crédito) en la denominación tradicional, aún utilizada por URÍA son una serie de documentos, de muy diferentes características, pero que tienen un elemento común: –el emisor – se compromete a efectuar determinada prestación a favor del que resulte ser el legítimo tenedor del documento.» Vid. FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. / DE CARLOS BERTRAN, L. (1992), p. 427.

¹⁰⁴⁷ Vid. CACHÓN BLANCO, J. (1996), p. 782

¹⁰⁴⁸ «Valor negociable es la versión actual de valor mobiliario, conceptos, por otro lado, equivalentes.» Vid. ZUNZUNEGUI, F. (1997), p.132.

¹⁰⁴⁹ Vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. (1997), p. 116 y ss.

¹⁰⁵⁰ GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. considera que los títulos valores son el género y los valores mobiliarios y/o negociables son las especies. Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. (2010), p. 9.

¹⁰⁵¹ Vid. GADEA, E. (2007), pp. 17-18. A efectos de conocer más sobre el concepto de título valor, se recomienda la lectura de los siguientes textos: EIZAGUIRE BERMEJO, J. (1995) y ARROYO MARTÍNEZ, I. (1993).

créditos¹⁰⁵² que resultaba menos expedita (Arts. 1526 y ss. del C.c. y Arts. 347 y 348 del C. Com.).

La ficción de la incorporación consiste en que ese derecho, susceptible de valoración patrimonial, es materializado en un documento que contiene todas y cada una de sus particularidades y vicisitudes, delimitando así sus alcances en los estrictos términos en los que esas circunstancias son reflejadas en dicho soporte material. Por consiguiente, sin perjuicio de la plena operatividad del principio de la buena fe, las posibles defensas o excepciones frente al tenedor que exige el cumplimiento de la prestación se reducen a las que puedan desprenderse del documento respectivo.¹⁰⁵³

De esta manera, los títulos valores representan un aporte invaluable del Derecho mercantil al intercambio económico, reduciendo los costes de transacción (lentitud, asimetrías informativas, desconfianza e inseguridad) y facilitando la circulación y transmisión de derechos sin que tenga que existir, siquiera, desplazamiento de las cosas sobre las que puedan recaer, en aplicación – con algunas peculiaridades – del régimen de transmisión de los bienes muebles¹⁰⁵⁴ (recuérdese que los títulos valores pueden ser objeto de negocios jurídicos y de derechos reales).

Lo anterior, no significa que los títulos valores sean sólo cosas por estar documentados, dado que su especial configuración jurídica apunta a lograr la tangibilidad de los derechos que, a través de un soporte material, circulan en el tráfico económico. Por ende, el valor intrínseco y la trascendencia del título valor radica en el derecho que se materializa a través de él y no, en estricto sentido, de la cosa o documento que constituye su vehículo.

Así pues, ubicar a los títulos valores solamente dentro del Derecho de las cosas, prescindiendo del Derecho de las obligaciones, es una postura limitada y equivocada.¹⁰⁵⁵

El fenómeno de la incorporación aludido¹⁰⁵⁶, a más de vincular – a efectos de su circulación y ejercicio – la suerte del derecho subjetivo a la del soporte documental¹⁰⁵⁷,

¹⁰⁵² «Nuestra legislación no define el título valor, ni lo regula con carácter general (a diferencia del Cc. italiano) ni emplea una terminología uniforme para referirse a ellos (“documentos mercantiles”, “efectos de comercio”, “títulos”, “valores negociables”, “valores mobiliarios”), siendo casi insólita la expresión “título valor” (Art. 1384 Cc. y E. de M. de la Ley cambiaria y del cheque y de la Ley del Mercado de Valores). Nuestra regulación de los títulos valores es dispersa. 2. Los títulos valores han contribuido a facilitar la circulación de los derechos.» Vid. VICENT CHULIÁ, F. (2010), s.p. Puede consultarse también a: GADEA, E. (2007), p. 17 y ss.; y, PÉREZ DE LA CRUZ, A. (2008), p. 835 y ss.

¹⁰⁵³ Un interesante recuento de los riesgos que conlleva el tráfico jurídico-económico de derechos de crédito puede encontrarse en: MÉNDEZ GONZÁLEZ, F. (2007), pp. 2074- 2075.

¹⁰⁵⁴ Puede profundizarse sobre las necesidades de circulación de los créditos y la forma con la cual el derecho respondió a ellas, a través de: MÉNDEZ GONZÁLEZ, F. (2007), p. 2079 y ss.; y PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. (1996), p. 10 y ss..

¹⁰⁵⁵ Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. (1999), “Los títulos-valores...”, pp. 174-175.

¹⁰⁵⁶ Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. (2010), p. 26.

¹⁰⁵⁷ «Si ciertamente lo importante, en el título-valor, es el derecho (personal; relativo) que se incorpora, no es menos cierto que el “Título-valor”, como documento, sobrepasa notablemente la eficacia del documento probatorio; es decir: que el documento—la “cosa”, la res mobilis et corporalis—proporciona ciertas características de régimen jurídico al derecho

produjo otras consecuencias que pueden, así mismo, apreciarse como rasgos característicos¹⁰⁵⁸ de los títulos valores, a saber:

1. Legitimación: la facultad de exigir el cumplimiento de la prestación por parte del deudor, acreditando la calidad de tenedor/acrededor por medio de la posesión y exhibición del documento¹⁰⁵⁹ (títulos al portador) y, por supuesto, la posibilidad del deudor de liberarse de la obligación frente a quien acredita tal estado de cosas.

2. Autonomía: los títulos valores no integran las contingencias que puedan llegar a afectar la posición del anterior titular cuando no se encuentran consignadas en el documento, por lo tanto, el deudor/emisor no puede oponer a los subsiguientes tenedores o adquirentes – siempre que obren de buena fe – las excepciones personales que podría hacer valer contra el poseedor originario. Es decir, las eventualidades de la relación de origen no afectan a los vínculos que de ella se derivan.

3. Literalidad:¹⁰⁶⁰ el documento da cuenta, por sí mismo, de la dimensión del derecho que materializa, es decir, refleja, en términos generales, su contenido, naturaleza, alcance y distintas modalidades.¹⁰⁶¹

Existen muchos criterios para clasificar a los títulos valores, con todo eso, como se entenderá, hacer un examen profundo de este asunto, excedería los cometidos del presente acápite¹⁰⁶² y, por ello, se hará referencia a la tipología que atiende a su función económica. Desde esta perspectiva puede distinguirse, entonces, entre títulos valores de crédito o pago, de participación y de tradición.¹⁰⁶³

Los primeros incorporan una obligación de pago dineraria; los segundos reúnen un conjunto de derechos – de diversa índole – que son atribuibles a la condición de socio; y, finalmente, los terceros acogen el derecho a la posesión mediata de ciertos bienes.¹⁰⁶⁴

documentado, que—en la medida en que existe lo que se describe como “incorporación”— suponen una vinculación entre ambos (derecho y soporte material), que justifica la referencia a este tándem económico/jurídico, en términos de cosas y de derechos sobre cosas (derechos in re; “derechos reales”).» Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. (1999), “Los títulos-valores...”, p. 180

¹⁰⁵⁸ Vid. GADEA, E. (2007), p. 17 y ss.; y, PÉREZ DE LA CRUZ, A. (2008), p. 835 y ss.

¹⁰⁵⁹ Existen títulos que requieren, además de la posesión, del cumplimiento de otras formalidades, por ejemplo, del endoso (títulos a la orden), de la notificación al deudor (títulos nominativos) e, incluso, de la inscripción.

¹⁰⁶⁰ Vid. MÉNDEZ GONZÁLEZ, F. (2007), p. 2090.

¹⁰⁶¹ «Mas es de advertir que el dato de la literalidad del derecho no aparece con la misma fuerza en todos los títulos. Cobra todo su significado en los títulos perfectos o completos, como la letra de cambio, el cheque o el pagaré, donde la incorporación del derecho al título es absoluta. Pero en los títulos llamados imperfectos o incompletos (v.gr., acciones de sociedades anónimas), que incorporan un derecho cuya vigencia y contenido se determinan por elementos extraños al título (escritura y estatutos de la sociedad, esencialmente), la nota de la literalidad queda debilidad.» Vid. PÉREZ DE LA CRUZ, A. (2008), p. 840.

¹⁰⁶² Pueden consultarse algunos criterios de clasificación en: AA.VV. (2009) en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. (Coord.), p. 13 y ss.

¹⁰⁶³ Puede obtenerse más información sobre esta clasificación en GADEA, E. (2007), p. 21 y ss.

¹⁰⁶⁴ Vid. FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. / DE CARLOS BERTRAN, L. (1992), pp. 427-428.

En este catálogo se echa en falta otra función que los títulos valores pueden desempeñar desde un punto de vista económico-financiero, a saber: la inversión. La realidad comercial dio origen a multitud y variedad de documentos que, emitidos en masa y, no obstante, su eventual heterogeneidad, permitían a los emisores captar ahorro del público, vale decir, financiarse.¹⁰⁶⁵ Ciertamente, ese documento incorporaba la obligación del emisor de responder ante sus acreedores/tenedores en los estrictos términos de la emisión realizada y éstos, a la vez, disponían de otras alternativas para rentabilizar o ubicar su ahorro.

La complejidad técnica y la gran dimensión de estos elementos rebasó la dinámica y estructura tradicional de los títulos valores, pues, los nuevos títulos o documentos – dirigidos a obtener y colocar capitales – generaron costos de creación, custodia y manejo, indudablemente, exorbitantes.

Consiguientemente, la incorporación de los derechos a través de soportes físicos resultó insuficiente para encarar las necesidades de las emisiones en masa; pero, los avances tecnológicos, específicamente, los informáticos, permitieron a los juristas recurrir a una nueva ficción jurídica: la incorporación de los derechos en soportes inmateriales – concretamente, registros o anotaciones contables –, que les permitieron circular con mayor celeridad y ahorro de costes.

A partir de ese momento, la legitimación del tenedor/adquirente se contrastó con la vigencia del asiento registral y no con la posesión del documento. Así, pues, la aparición de las anotaciones contables en el Derecho mercantil – por virtud del empalme de la contabilidad y de la informática – es expresión del fenómeno de la desmaterialización de los títulos valores, donde el uso del documento como soporte (entendido en sentido estricto),¹⁰⁶⁶ es reemplazado, substancialmente, por impulsos electrónicos.

Ahora bien, hoy por hoy, el soporte electrónico no es una opción circunscrita a los títulos valores emitidos en masa, ni exclusiva de los valores que coticen en Bolsa, ya que esta posibilidad se extiende, así mismo, a los títulos emitidos individualmente¹⁰⁶⁷ y a los no cotizados.

La anotación contable fue dotada de un valor jurídico especial, más allá de la mera eficacia probatoria, porque aunque no puede incorporar materialmente nada, mediante un

¹⁰⁶⁵ En TAPIA HERMIDA, A. (1993) pueden encontrarse algunas reflexiones valiosas acerca de la financiación empresarial a través de los pagarés de empresa y otras figuras de interés, consideradas como valores negociables.

¹⁰⁶⁶ Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. (2010), p. 19.

¹⁰⁶⁷ Vid. ALBA FERNÁNDEZ, M. (2010).

esfuerzo de abstracción medio, puede afirmarse que representa formalmente el derecho que se negocia a través de ella, reflejándolo registralmente.¹⁰⁶⁸

Expresado lo anterior, puede colegirse que a pesar de que los valores anotados en cuenta (valores registrales)¹⁰⁶⁹ son distintos de los títulos valores, tienen puntos de encuentro en lo que a su régimen jurídico concierne (v. gr., el Art. 9.1 de la LMV y Art. 12.1. del RD 116/1992 que remiten al régimen de tradición de los títulos) y cumplen – igualmente – una función económica semejante en calidad de herramientas de representación/incorporación de derechos, condición ésta que los transforma en vehículos para su circulación y transmisión, expuestos a infinidad de negocios jurídicos, incluyendo los de garantía real.¹⁰⁷⁰

Con la firme determinación de facilitar, lo máximo posible, la circulación y la transmisión de los valores, se recurrió a dos tipos de sistemas correctores: En primer lugar, los de inmovilización y, en segundo lugar, los de sustitución donde, en últimas, se reemplazó al papel por los sistemas informáticos.

Antes de que en España tuviera lugar la posibilidad de representar los títulos valores (en particular, los valores mobiliarios) mediante un soporte electrónico, el Decreto 1128/1974,¹⁰⁷¹ de 25 de abril, por el que se establece un sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios,¹⁰⁷² puso en marcha un sistema de inmovilización de los títulos cotizados que se encontraban depositados en las entidades de crédito. De esta forma, los títulos comenzaron a circular, jurídico-económicamente hablando, por medio de anotaciones en un sistema informatizado, aunque todavía se requería de su emisión material y correlativa custodia.¹⁰⁷³

Así mismo, en virtud de la masificación de los valores mobiliarios y como medida encaminada a desalentar el uso del papel en la emisión de títulos (actuación justificada por el consecuente ahorro de costes de transacción¹⁰⁷⁴), el Art. 53.1 de la LSA¹⁰⁷⁵ permitió que las acciones pudieran ser representadas mediante títulos múltiples, valga decir, aquellos que agrupan varios títulos singulares.

¹⁰⁶⁸ Vid. MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. (2005). Como no es este el espacio apropiado para discutir sobre la naturaleza jurídica de la anotación contable, puede consultarse la obra de este autor, quien desarrolla el tema de una forma clara y detallada.

¹⁰⁶⁹ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (1989), p. 1217. En la misma obra, a partir de la página 1219, el autor realizó un estudio crítico sobre la naturaleza y las características del sistema mobiliario registral acogido por la LMV, que bien vale la pena leer.

¹⁰⁷⁰ Vid. DÍAZ MORENO, A. (1991) y CORTÉS GARCÍA, E. (1999).

¹⁰⁷¹ Se puede consultar la opinión de ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA acerca de este Decreto y sus aspectos más importantes en: ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C. (2005), pp. 158-160.

¹⁰⁷² Este Decreto fue derogado por el RD 116/1992, de 14 de febrero, sobre Representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

¹⁰⁷³ Vid. RECALDE CASTELLS, A. (2001).

¹⁰⁷⁴ Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. (1999), "Naturaleza jurídica...", pp. 15-16.

¹⁰⁷⁵ RDLeg 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de LSA, derogado por el RDLeg 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

A continuación, el RD 656/1982¹⁰⁷⁶, de 12 de febrero, por el que se dispone la emisión de Deuda del Tesoro, interior y amortizable, permitió la emisión de pagarés del tesoro mediante anotaciones en cuenta en el Banco de España y, posteriormente, el RD 505/1987, de 3 de abril, ordenó la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la emisión de deuda estatal,¹⁰⁷⁷ que puso en evidencia la voluntad del legislador de crear para éstas «un tratamiento jurídico propio y específico que se aleja de la tradicional doctrina del título-valor, en cuanto que lo que ahora se plantea es la sustitución de éste por una técnica operativa más ágil y funcional cuyo fundamento teórico se halla más cercano al concepto de derechos-valores que al de títulos-valores.»

El sistema de anotaciones en cuenta hizo eco en la LMV que, en su antigua redacción, lo contempló para los valores mobiliarios y, en su actual texto, respecto de los valores negociables¹⁰⁷⁸ y, a más de estos, para las opciones y futuros¹⁰⁷⁹ en el ámbito estatal.

La LMV¹⁰⁸⁰ erigió un régimen legal específico¹⁰⁸¹ para los valores negociables que adoptaran la calidad de anotaciones en cuenta, cuyo tratamiento permite deducir una predilección por este mecanismo de representación de valores, en principio, irreversible: «El Gobierno podrá establecer, con carácter general o para determinadas categorías de valores, que su representación por medio de anotaciones en cuenta sea condición necesaria para la admisión a negociación en uno u otro mercado secundario oficial de valores. Asimismo, determinará los supuestos excepcionales en que no será de aplicación lo dispuesto en el párrafo segundo.»¹⁰⁸²

En nuestros días, el Derecho mercantil, específicamente, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital¹⁰⁸³, sigue utilizando la noción de “valor mobiliario” respecto de las acciones; sin embargo, como se recordará, la LMV prefirió referirse a los valores negociables, a los valores¹⁰⁸⁴ y, ulteriormente, a los instrumentos financieros.

¹⁰⁷⁶ Antes, el RD 1849/1981, de 20 de agosto, por el que se dispone la emisión de deuda del Tesoro interior y amortizable, por un importe de 30.000 millones de pesetas, autorizó «la representación de dichos títulos mediante anotaciones en cuenta y la no intervención de federatario público en su transmisión y negociación.»

¹⁰⁷⁷ Este RD fue modificado por el RD 1009/1991, de 21 de junio, en materia de adquisición y pérdida de la condición de miembro del Mercado de Deuda Pública de Anotaciones.

¹⁰⁷⁸ Art. 5.1. de la LMV

¹⁰⁷⁹ Art. 59.1. de la LMV

¹⁰⁸⁰ La LMV fue complementada por el RD 116/1992 de 14 de febrero, sobre representaciones de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. Según este RD, concretamente, su Art. 43.1. (texto modificado por el RD 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores), lo dispuesto en él respecto de “representación de valores por medio de anotaciones en cuenta será aplicable con carácter supletorio a la deuda pública y demás valores que se negocien en el mercado a que se refiere el Capítulo III del Título IV de la Ley del Mercado de Valores, que se regirán por su normativa específica.”

¹⁰⁸¹ A fin de profundizar sobre este régimen, puede consultarse, entre otros, a: MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. (2007), en SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. (Dir.), p. 212 yss.; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. (1999), “Naturaleza jurídica...”; MARTÍ SÁNCHEZ, J. (1999); FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (1991).

¹⁰⁸² Art. 5.4. de la LMV.

¹⁰⁸³ Art. 92 del RDLeg 1/2010, de 2 de julio.

¹⁰⁸⁴ Por ejemplo: los artículos 3, 5, 6, 7, 25, 26, 27, 28, 30, 31, 32, 34 y 35 de la LMV.

El uso del vocablo “valores negociables” por parte de la LMV, es efecto – fundamentalmente – de la adaptación al Derecho comunitario de la normativa española del mercado de valores, y procede del término anglosajón “*transferable securities*”,¹⁰⁸⁵ cuya aceptación intentó atenuar los apuros de otras terminologías para englobar aquellos fenómenos negociales que, desde un punto de vista técnico – financiero eran novedosos y/o de uso frecuente, pero difícilmente asimilables o articulables dentro de las figuras jurídicas tradicionales.

No obstante lo anterior, la acogida del término anglosajón fue solamente formal o nominativa, a efectos de su traducción al castellano, pues, la delimitación del concepto de “*security*”, proveniente de los EE.UU. y tomado por el derecho inglés, no ha sido tarea fácil – dentro de sus propias fronteras- y ha estado sometido a una casuística abrumadora, eso sí, con algunos pocos principios generales que se desprenden de la jurisprudencia y que han sido utilizados por la doctrina – en clave de test¹⁰⁸⁶ – para indicar que es necesario contextualizar cada supuesto,¹⁰⁸⁷ pues, simplemente: “There is no universal or generic test of the term.”¹⁰⁸⁸

Es más, en el Derecho estadounidense, la definición del concepto de “*security*”¹⁰⁸⁹ se realiza a partir de una enunciación de distintos elementos que son considerados como tales y que, por razón de los fines de protección de la normativa del mercado de valores, son sometidos a su disciplina, reconociendo su naturaleza variada y compleja. Sin embargo, estos mismos elementos pueden ser descalificados¹⁰⁹⁰ como “*securities*” si desde la perspectiva económica no cumplen con finalidades de inversión.

Dicho lo anterior, como se explicó en la parte preliminar de este estudio, puede observarse que a través del tiempo y según las circunstancias que el legislador español

¹⁰⁸⁵ «En lugar de hacer referencia al término tradicional de «valores mobiliarios» o de confirmar la utilización del término técnico- económico de «activo financiero» prefiere la novedad que ofrece la expresión de «valor negociable». El término procede de la traducción literal en las directivas comunitarias sobre banca y bolsa del término inglés «transferable securities». En lugar de utilizar el término tradicional de «valores mobiliarios», técnica seguida en Francia e Italia, se ha preferido dejar constancia del origen anglosajón de la normativa con el uso de la expresión «valores negociables». Tal vez se ha tenido también en cuenta que la expresión contaba con algún precedente aislado en el Derecho español. El Art. 67 del Código de comercio declaraba que podían incluirse en las cotizaciones oficiales de las bolsas los valores “declarados negociables”.» Vid. ZUNZUNEGUI, F. (1997), pp.130-131

¹⁰⁸⁶ Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (2005), pp. 22-23.

¹⁰⁸⁷ “In contrast, the Eight and District of Columbia Circuits apply the test we created in SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293... (1946), to determine whether an instrument is an “investment contract” to the determination whether an instrument is a “note”. Under this test, a note is a security only if it evidences “(1) an investment; (2) in a common enterprise; (3) with a reasonable expectation of profits; (4) to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others.” Vid. LOSS, L / SELIGMAN J. (1995), p. 174.

¹⁰⁸⁸ Vid. LOSS, L / SELIGMAN J. (1995), p. 170.

¹⁰⁸⁹ «The term “security” is defined in § 2(1) of the Federal Securities Act of 1933 to include “any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidences of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, or, in general, any interest or instrument commonly known as a ‘security’, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.” Substantially identical definitions are found in the other federal securities laws, see SEA § 3(a)(10), ICA § 2(a)(36), and in most state securities laws, see USA § 401(e).» Vid. RATNER, D. (1988), pp. 21-22

¹⁰⁹⁰ Vid. RATNER, D. (1988), pp. 22-24

apreciaba como relevantes, el objeto de regulación en materia del mercado de valores, esto es, su ámbito de aplicación objetiva, adquirió denominaciones y propiedades variadas, a tenor de las necesidades de ordenación y protección del momento y, por supuesto, de los recursos materiales y jurídicos disponibles.

Las técnicas legislativas para fijar el objeto de regulación pueden encuadrarse en dos modelos: uno conceptual y otro descriptivo. El primero, puede orientarse a la definición a partir del procedimiento (las ofertas o emisiones masivas) o del producto, dando una idea general de sus propiedades. El segundo, se decanta por el catálogo o descripción casuística de los productos y/o negocios.

Estas formas de definir, aunque imperfectas, reflejan, esencialmente, que los cambios de terminología tenían lugar cuando los conceptos previamente utilizados se quedaban cortos para abarcar las realidades económico-financieras que resultaba deseable o inevitable someter a la regulación del mercado de valores.

Como pudo observarse en este apartado, en algún momento, a causa de su masificación, el concepto de “títulos valores” ofrecido por el Derecho mercantil se quedó corto para demarcar el objeto del Derecho del mercado de valores, por lo que se acudió al de “valor mobiliario”.

Adicionalmente, la aparición de emisiones no seriadas y heterogéneas, y la irrupción en el mercado de productos de diversa índole económica y jurídica, terminaron por desbordar las características que se habían otorgado a los valores mobiliarios que, sin una interpretación amplia,¹⁰⁹¹ podían considerarse estrechas para dar cabida al nuevo estado de cosas.

En consecuencia, la LMV¹⁰⁹², en su texto original, prácticamente acogió al vocablo “valores negociables” para abarcar aquellos cabos sueltos y ampliar su campo de operaciones, siempre y cuando se dieran dos condiciones: la agrupación en emisiones y la negociabilidad en un mercado organizado.

¹⁰⁹¹ Al final pareciera que se trata más bien de un problema de interpretación. En el fondo la mayoría de autores sostiene que los valores negociables son valores mobiliarios, realizando – ciertamente – algunos ajustes a este último concepto. Por ejemplo: «Valor negociable (140) es, a mi juicio, un valor-mobiliario – objeto, pues, de emisión en masa –, representado en títulos o anotaciones en cuenta y que es susceptible de negociación a través de un mercado organizado con carácter público o abierto, sea primario o secundario (141). Ello permite diferenciar el concepto de transmisión (negocio jurídico traslativo de dominio) y que incluye tanto las transmisiones efectuadas directamente entre las partes como las efectuadas a través de un mercado, incluyendo las transmisiones gratuitas, del concepto de negociación, que sería una transmisión onerosa realizada a través o en el marco de un mercado organizado (142).» Vid. CACHÓN BLANCO, J. (1996), p. 826

¹⁰⁹² «Pretende superar las categorías tradicionales de valor mobiliario y de efecto de comercio con la única finalidad de someter a las previsiones de la Ley, especialmente a los deberes de verificación y registro de la emisión, a las letras de cambio y a los pagarés, efectos de comercio según la doctrina tradicional y que, sin embargo, en la práctica anterior a la aprobación de la LMV, venían utilizándose como instrumentos de captación del ahorro del público.» Vid. DE CARLOS BERTRAN, L. (1998), p. 156

El texto vigente de la LMV, cuyos antecedentes ya fueron comentados, considera como valores negociables, sin importar su denominación, a cualquier derecho de contenido patrimonial de variada configuración jurídica y régimen de transmisión, susceptible de ser negociado de manera generalizada e impersonal en un mercado financiero (Art. 2). En su momento, se advirtió que podrían derivarse dos interpretaciones, una que negaba la formulación de una definición de valor negociable y otra que, por el contrario, afirmaba su existencia, ya sea con carácter general o sólo reglamentario.

Al hacer alusión directa al tipo de mercado en el cual estos derechos circulan, la LMV deja ver que, además de cumplir con las funciones que inicialmente estaban reservadas a los títulos valores, los valores negociables responden a fines de inversión, financiación y liquidez. Igualmente, al hablar de negociabilidad de manera generalizada e impersonal, se presupone la transmisibilidad y la fungibilidad de los valores para, potencialmente, ser objeto del tráfico económico.

No obstante lo anterior, en la precisión del concepto la LMV no se pronuncia acerca de la agrupación en emisiones que, sin embargo, sí considera como condición para que estas especies de “instrumentos financieros” sean objeto de regulación por la LMV¹⁰⁹³. Tampoco se incluye, al menos inmediatamente, referencia a la posibilidad de representarlos por medio de anotaciones en cuenta, asunto que es resuelto luego por el Art. 5.1.¹⁰⁹⁴

En lo concerniente a la precisión de sus caracteres como figura autónoma respecto de otras conocidas hasta ese momento, como los títulos valores y los valores mobiliarios, la LMV se aventura con una definición que puede ser, según quien la analice, tan completa o tan imperfecta como lo crea conveniente.

Al final de cuentas, combinando el modelo conceptual y el de catálogo, del texto de la LMV se desprende una intención por fijar la naturaleza de los valores negociables e incluir dentro de su ámbito de aplicación a todos aquellos instrumentos que, emitidos en masa, representados en títulos o anotaciones en cuenta, típicos o no, se utilizan para captar ahorro del público.¹⁰⁹⁵

¹⁰⁹³ «Desde el punto de vista del Derecho patrimonial, y —concretamente— en el plano jurídico-cartáceo o cartular [si se me permite describirlo así], lo expuesto, hasta el momento, determina que los valores mobiliarios y/o negociables constituyan títulos: 1. Causales. 2. Literales incompletos o imperfectos. 3. De contenido complejo, que suele traducirse —además— en que confiere el derecho a la percepción de prestaciones periódicas, en forma de intereses o de dividendos. 4. Normalmente compuestos [existe el título principal y, con frecuencia, lleva asociados títulos accesorios]. 5. Homogéneos, e incluso idénticos, lo que —frecuentemente— se traduce en que, desde la perspectiva del Derecho de cosas, se consideren genéricos y fungibles.» Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. (2010), p. 14.

¹⁰⁹⁴ Vid. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. (2010), pp. 29-30.

¹⁰⁹⁵ «Así las cosas parece claro que el concepto de valor empleado en la Ley hay que entenderlo en el más amplio sentido de instrumento financiero susceptible de emisión, negociación o comercialización, sin que se perciba ningún argumento suficiente intrínseco a la propia Ley para reducir dicho concepto y dejar fuera alguno de los instrumentos más recientes en el mercado de valores. En apoyo de esta interpretación se puede mencionar también, como hace la Sentencia impugnada, la propia exposición de motivos de la Ley. Así, cabe señalar la deliberada generalidad pretendida por el legislador, quien en

Si bien el texto vigente de la LMV introdujo una definición del concepto de “valor negociable”, no ocurrió lo mismo en relación con la noción de “instrumento financiero”, pues, la normativa se redujo a emplearlo como un concepto amplio, que incluye a los valores negociables, sin interesarse por su significación exacta y sin incluir una cláusula general para englobar elementos análogos.

La circulación de productos, contratos o estrategias negociales – imposibles de encuadrar como valores negociables –, pero de gran trascendencia económica, despertó el afán del legislador por sujetarlos al régimen del mercado de valores, como ocurrió con los productos derivados y los instrumentos del mercado monetario. Sin embargo, pese a esta extensión del ámbito objetivo de la LMV, el recurso al dispositivo del catálogo para determinar los instrumentos financieros bajo su órbita excluyó de la ordenación del mercado de valores a los componentes no listados.

Sin perjuicio de lo expuesto, tomando algunas notas económicas de los instrumentos que suelen calificarse como financieros y atendiendo al texto de la LMV, en particular, a sus finalidades; podría decirse que un instrumento financiero – a efectos del mercado de valores – es cualquier valor o derecho patrimonial, documento, título, contrato, acuerdo o esquema negocial utilizado para captar ahorro del público, que puede representarse por anotaciones en cuenta y que es susceptible de negociarse en un mercado de índole financiera.

2.3. Reflexión final sobre el ámbito de aplicación objetiva del abuso de mercado desde la responsabilidad civil. Propuesta específica.

Ahora, en cuanto al abuso de mercado, temática que constituye el eje de este trabajo, puede concluirse que al no disponer de una noción propia de “valores negociables” ni de “instrumentos financieros”, debe soportar las dificultades de determinación que persiguen a estos componentes en las regulaciones comunitarias y nacionales pertinentes, con lo que esto representa, al final, para su debida interpretación y aplicación.¹⁰⁹⁶

el punto 1 de la referida exposición de motivos alude al amplio número de remisiones a ulteriores desarrollos reglamentarios para hacer frente a los importantes cambios a que estaba sometido el entorno financiero y a la necesidad de dar cobertura a la actuaciones potenciales de la Administración, hasta el punto de atribuir a la Ley un “cierto carácter de Ley marco”, todo lo cual chocaría con una definición restrictiva de valor negociable que dejase fuera instrumentos ya presentes en los mercados financieros.» Vid. El tercer fundamento de derecho de la STS, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª, del 31 de marzo de 2004, Recurso núm.: número 118/1997.

¹⁰⁹⁶ «No es realmente un concepto jurídico, sino un elemento de hecho (económico, fundamentalmente) o meramente clasificador. No tiene, pues, un contenido o caracterización jurídica unitaria sino que responde simplemente al hecho de que si una realidad negocial se incorpora al mercado de valores, queda englobada en dicha terminología genérica. Así pues, el concepto de instrumento financiero se aplica con independencia de la forma de representación del derecho negociado, de la existencia o no de emisión, e incluso del régimen jurídico de transmisión y por ello no necesariamente han de extenderse de forma genérica a los instrumentos financieros los sistemas jurídicos propios de los títulos valores o de las anotaciones en cuenta. La única utilidad del concepto de instrumento financiero desde el punto de vista jurídico es, pues, la delimitación del ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores (y, en consecuencia, de control de la CNMV) y de sus normas de desarrollo de forma tal que incorporado un determinado derecho una negociación propia de mercado de valores, recibe el calificativo de instrumento financiero y, por ello, surge la aplicación de las normas propias del mercado de

Este problema se agudiza más cuando lo que queremos es imponer obligaciones, limitaciones o prohibiciones, pues el régimen de abuso de mercado, por su propia naturaleza, la de prevenir y sancionar el *insider trading* y la manipulación del mercado de valores, se vale de este tipo de normas jurídicas. Por ello, en circunstancias de indeterminación de los conceptos jurídicos, en este caso de lo que es un instrumento financiero o un valor negociable, las interpretaciones extensivas¹⁰⁹⁷ o por analogía no suelen ser muy bien recibidas, mucho más cuando se trata de imponer sanciones, sean de la naturaleza que sean.

Efectivamente, si se repasa la primera parte de esta investigación podrá observarse que el régimen de abuso de mercado no se articula a través de leyes permisivas que pretendan asegurar las libertades de quienes negocian en los mercados de valores (libertades de emisión, innovación, circulación de capitales, etc.).

Por el contrario, el régimen del abuso de mercado tiene una prioridad: la protección del mercado financiero y de sus intervinientes respecto del fraude o del abuso del mercado, según los valores y los fundamentos del orden socio-económico correspondiente, como tantas veces nos lo recuerdan los preámbulos y las exposiciones de motivos de las distintas leyes existentes en la materia.

En este orden de ideas, es normal que el régimen del abuso de mercado acuda más a la prohibición, al mandato o a la orden de comportarse de cierta manera, bajo la justificación de que así se protegerán las libertades de los individuos y las características deseadas de los mercados de valores. Es parte de ese concepto de libertad el tener la seguridad de que no se estará sujeto a más riesgos o daños que los que deban soportarse en el ejercicio de una actividad, en este caso, la propia de quienes participan en los mercados financieros.

Así las cosas, el régimen del abuso de mercado se dirige a la prevención, corrección y represión de aquellos supuestos que caen bajo su órbita de intervención. Prever todos los supuestos de hecho que pueden ser calificados como abuso de mercado es muy difícil (tal como se observó al analizar la regulación sobre abuso de mercado en España y a nivel comunitario), como también lo es establecer los elementos normativos y descriptivos de cada uno de esos supuestos de hecho, en aras de lograr la máxima eficacia jurídica a través del tiempo.

De esta manera, la propuesta de este trabajo de investigación en cuanto a la delimitación de los elementos que componen los supuestos de hecho propios del abuso de

valores (con su marcado carácter tutelar del inversor) y la tutela administrativa de la CNMV.» Vid. CACHÓN BLANCO, J. (1996), pp. 829-830.

¹⁰⁹⁷ Vid. HERNÁNDEZ SAÍNZ, E. (2007), p. 166.

mercado, consiste en dar relevancia a la función económica de las herramientas o medios que se emplean para negociar en el mercado de valores, cualquiera que sea la denominación particular que reciban.

Esto significa que lo más importante a la hora de definir qué objeto se negocia en los mercados de valores y a qué régimen queda sujeto, es la función económica que cumple, esto es, la inversión y/o captación de recursos del público. Luego, la regla general sería la aptitud de un instrumento para poner un capital a disposición de otro buscando una rentabilidad, o la capacidad de un instrumento para conseguir capital del público y utilizarlo en una actividad o negocio (financiación).

Por supuesto, si el regulador desea introducir excepciones a esta regla general, caracterizada por la inclusión de un instrumento cualquiera dentro del ámbito de aplicación de una normativa destinada a regular los mercados financieros, siempre que cumpla con un fin económico de inversión/financiación; pues habría que atender a su particular política de ordenación o, en otras palabras, al nivel de protección que desee en un área determinada.

Con todo, en atención a la complejidad y a la constante innovación que se da en el sistema financiero, sería deseable esta flexibilidad para permitir que exista un concepto del objeto de regulación enfocado en la función económica del bien, instrumento o negocio, que circule o sea utilizado en los mercados.

Aún más, poner la atención en la función económica es coherente con la propia definición de los mercados financieros a la que se aludió como espacios (reales o virtuales) en los que se canaliza el ahorro del público desde las unidades con superávit hasta las unidades con déficit.

Así pues, ***el régimen de responsabilidad civil por abuso de mercado debería aplicarse a todo instrumento financiero que se negocie o pretenda negociarse en un mercado, plataforma, sistema o centro de negociación, regulado o no***, y a todo índice, tasa de interés y cualquier otro elemento o estructura comercial vinculada a dicho instrumento financiero o de cuyo valor o precio dependa, se relacione o incida en él, con independencia del centro de negociación en el que ocurra el abuso de mercado.

Este sería el ámbito objetivo de aplicación propuesto con el que, al menos teóricamente, se espera dar un nivel de protección alto, flexible y que resista al paso del tiempo, adaptándose a la innovación financiera y a las particularidades de las regulaciones estatales, independientemente de que pueda recurrirse a las listas que enuncien los

instrumentos financieros y demás elementos a los que pueda ser aplicable la normatividad por abuso de mercado.

Además, por instrumento financiero habrá que entender todo título o documento (material o inmaterial), todo acto, contrato, acuerdo o esquema negocial que cumpla una función de inversión y/o financiación, y que se negocie o pueda negociarse en los mercados financieros, en las plataformas y en los sistemas o centros de negociación, regulados o no.

Podemos observar que en esta definición no tiene trascendencia hablar, como se hacía respecto de los valores negociables, de “tráfico generalizado e impersonal”, de emisiones en serie, de títulos individuales, etc. Lo fundamental es la función económica.

Seguidamente, por mercado financiero habrá que entender todo sistema, plataforma, espacio o mecanismo – físico o electrónico –, de carácter multilateral, en el que se intercambian instrumentos financieros o elementos considerados o asimilados por las normas como tales. Un mercado financiero estaría regulado si para operar requiere de una autorización, de un gestor y si funciona conforme a unas reglas precisas y comunes impuestas a todos los partícipes del mercado.

Algunos podrán estimar que los conceptos sugeridos son muy generales y, que al final, no son más que un intento de introducir en la normatividad una cláusula abierta para dar mayor poder a los reguladores, quienes con la crisis financiera se vieron en clara desventaja ante situaciones de abuso de mercado.

Es posible que a estos críticos les asistan razones, pero para nadie pasa desapercibido el hecho de que la innovación financiera, la libertad de emisión y de negociación en los mercados financieros desborda la capacidad de reacción del legislador; y que frente al abuso desmedido de los manipuladores y de los *insiders*, el régimen del abuso de mercado resiste un buen grado de flexibilización, si se tienen en cuenta los intereses jurídicos protegidos, la naturaleza y alcance de las conductas prohibidas y la magnitud de los daños que pueden llegar a ocasionarse.

3. ALGUNAS CUESTIONES DE DIPr. RELACIONADAS CON EL ABUSO DE MERCADO.

3.1. Reflexiones generales.

La intensificación del comercio internacional y, por ende, de los intercambios financieros – en el marco de un proceso continuo y cada vez más acelerado de globalización

económica –, sigue representando enormes retos para la regulación de los mercados financieros, y muchísimos más para la ordenación del abuso de mercado.

Los emisores pueden buscar financiación a nivel global y sus instrumentos financieros, generalmente, acciones, pueden cotizar en múltiples mercados, por lo tanto, lo que afecte – negativa o positivamente – a uno de éstos, incidirá en el proceso de formación de los precios de los instrumentos financieros que han emitido. Es más, muchas de las actividades económicas de los emisores se llevan a cabo en el extranjero, y la información que se produce allí es vital para la valoración de los instrumentos financieros en los mercados donde coticen sus valores.

Muchos productos derivados que se negocian en un Estado determinado tienen activos subyacentes o precios de referencia ubicados en mercados extranjeros. Si éstos últimos son manipulados, los efectos de esta conducta también llegarán al mercado de derivados correspondiente. De ahí que sea necesario hacer un seguimiento tanto del mercado nacional como del extranjero, lo que resulta extremadamente complejo y costoso.

Además, gracias al avance de las tecnologías (v. gr., Internet o la negociación automatizada¹⁰⁹⁸) y a la democratización de los mercados financieros, no sólo los inversores institucionales buscan oportunidades de inversión más allá de sus fronteras, también lo hacen los pequeños inversores (particulares y empresas de tamaño reducido) – directamente, o mediante fondos de inversión – para obtener recursos, rentabilidad o cubrirse de los distintos riesgos que puedan llegar a afectar a sus inversiones¹⁰⁹⁹, por ejemplo, los resultantes de las fluctuaciones monetarias.

De esta suerte, si los mercados financieros y las actividades¹¹⁰⁰ que se desarrollan en ellos han logrado un cariz internacional evidente, las conductas de abuso de mercado también gozan de esa dimensión, pues ocurren dentro de los mercados de valores y con ocasión de las actividades que en ellos pueden desplegarse.

¹⁰⁹⁸ BHUPATHI explica en qué consisten la negociación de alta frecuencia (*high frequency trading*), la *co-location*, el *naked access* y las *flash orders*, todas ellas, formas de negociar en los mercados de valores asociadas con las innovaciones tecnológicas. A su vez, la autora expone cuáles son sus riesgos para la estabilidad del mercado financiero y la consecución de inversionistas a largo plazo, concluyendo que sólo las dos últimas representan un peligro real, mientras que las primeras no son más que nuevas maneras – mejoradas tecnológicamente – de negociar en los mercados financieros. Vid. BHUPATHI, T. (2010), pp. 388-391.

¹⁰⁹⁹ «The volatility of exchange rates, interest rates, and equity prices resulting from rapid economic change causes the prudent investor to diversify internationally. The investor "will seek to spread investment exposure over various economies and thereby reduce portfolio risk. Globalization thus compensates for volatile markets."(45)» Vid. BALTIC, C. V. (1992), s.p.

¹¹⁰⁰ «Cada vez se comercializan más instituciones de inversión colectiva en jurisdicciones diferentes a aquellas en las que son gestionadas. Es habitual que no sólo pertenezcan a distintas jurisdicciones los promotores, gestores y depositarios de estas instituciones, sino también los inversores entre los que éstas se comercializan.» Vid. MUÑOZ PÉREZ, A. F. (2009), s.p.

En general, la creación y el funcionamiento de los mercados de valores están sujetos a la ley del Estado en que van a operar. La emisión de los instrumentos financieros debe ajustarse a la normatividad del Estado donde ocurre la emisión y la de los demás Estados en que su negociación sea autorizada. Los intermediarios deben someter su actuación a la ley de los Estados en que desarrollarán sus actividades; y los inversores tienen que tener en cuenta las distintas leyes que afectarán a sus inversiones actuales, y a sus decisiones futuras de inversión, cuando varias jurisdicciones están implicadas.

El tener que cumplir con los requisitos de las regulaciones de varios Estados para llevar a cabo una inversión, o cualquier otra actividad relacionada con ésta, incrementa enormemente los costes de transacción en los mercados financieros. El abuso de mercado es uno más de esos costes de transacción que puede realmente, dependiendo de su intensidad y frecuencia, torpedear los intercambios financieros. Costes que pueden reducirse aproximando¹¹⁰¹, en cuanto sea posible, las regulaciones y las prácticas supervisoras de los Estados.

Con los años, innumerables cuestiones relativas a los mercados financieros han sido objeto de un alto grado de consenso y confluencia normativa internacional, superando las posturas proteccionistas muy comunes y arraigadas entre los distintos Estados. Sin embargo, otros ámbitos no habían recibido la suficiente atención –quizás para no afectar las ventajas competitivas de cada regulación a la hora de atraer inversionistas –, hasta que recientemente entró en escena una crisis económica generalizada¹¹⁰² o, mejor dicho, de dimensiones globales.

Dentro de esos temas que no habían sido objeto de una consideración adecuada y suficiente, encontramos al abuso de mercado, fenómeno cuyos efectos nocivos pueden ser devastadores para la economía de un Estado y, en un contexto de globalización, para la economía mundial.

Por ejemplo, en el caso de la manipulación del mercado, la distorsión de los precios que resulta de esta conducta – o mejor, la alteración abusiva de los mecanismos que

¹¹⁰¹ CHAFFEE relata cómo ha sido el proceso de aproximación de la regulación atinente a los mercados financieros, tanto en los EE.UU. como en Europa. Este autor afirma que este proceso ha sido similar, pues se ha pasado de una regulación privada a una regulación armonizada y centralizada. CHAFFEE afirma también que, a nivel internacional, debe comenzarse un proceso de armonización y centralización, ya no por bloques como ocurrió con los EE.UU. y Europa, sino más generalizado. Aunque el autor admite que esto llevará mucho tiempo, propone – entre otras cosas – darle gran poder a IOSCO para regular y monitorear los mercados, crear cuerpos especiales (task forces) para investigar los fraudes, e instaurar un sistema de reconocimiento mutuo mundial. Vid. CHAFFEE, E. C. (2010), pp. 613-616.

¹¹⁰² «The financial crisis that began in 2008 also evidences that patchwork regulation is ineffective in regulating securities markets. In the past few decades, global securities markets have begun to emerge, and national and regional based systems of securities law have created a patchwork of securities regulation on the international level.9 This patchwork of regulation has created competition among nations and regions to attract issuers, investors, and other market participants.» Vid. CHAFFEE, E. C. (2010), p. 588.

confluyen a la formación de los precios –, incide negativamente en la volatilidad¹¹⁰³ de los instrumentos financieros (aumentándola), y provoca, entre otras cuestiones, la pérdida de la capacidad para cubrir los riesgos que surgen de las actividades económicas (afectando, por ejemplo, la función de los *hedgers* en los mercados de derivados¹¹⁰⁴), y la pérdida de liquidez de los mercados financieros.

Asimismo, el abuso de mercado atenta contra la posibilidad de los mercados financieros de funcionar apropiadamente y cumplir con sus principales objetivos (financiación, cobertura y rentabilidad); despojándolos de las características necesarias (eficiencia¹¹⁰⁵, transparencia, integridad y confiabilidad) para que los mecanismos de formación de los precios operen libre y adecuadamente, y para que los inversores concurren al mercado en condiciones de igualdad.

Reconociendo la importancia de los mercados financieros para la consolidación de un verdadero mercado único, desde hace algún tiempo – y con mayor razón – a raíz de la crisis financiera más reciente, la UE empezó a intensificar su intervención en lo concerniente al abuso de mercado, principalmente mediante la Directiva de Abuso de Mercado (DAM) y la normativa complementaria correspondiente (más que todo reglamentos técnicos).

Iniciativa que recibió algunos ajustes a través del Reglamento sobre Abuso de Mercado (RAM) y la Directiva de Sanciones Penales aplicables al Abuso de Mercado; y que resulta favorecida y fortalecida por la existencia de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM)¹¹⁰⁶ o, en otras palabras, del supervisor europeo de los mercados de valores, que posee un papel prioritario al momento de establecer y garantizar la coherencia y

¹¹⁰³ «Overall, these results suggest that prior to the manipulation, manipulated stocks are unexceptional in terms of returns, but they tend to be more volatile. During the manipulation period, manipulated stocks exhibit higher returns, higher liquidity, and higher volatility. Volatility remains higher for manipulated stocks in the postmanipulation period. These results are interesting in their own right since they establish some basic facts about stock market manipulation in the United States.» Vid. AGGARWAL, R. K. / WU, G. (2006), p. 1942

¹¹⁰⁴ En el mercado de derivados, la distorsión de los precios que ocasiona la manipulación por la vía del acaparamiento afecta la función de cobertura que los caracteriza. Los *hedgers* que han vendido protección, es decir, que han vendido futuros fuera del mercado donde se entregan los productos físicos, tendrán pérdidas por las subidas de los precios de los futuros en relación con los precios del objeto de la cobertura.

¹¹⁰⁵ Vid. AGGARWAL, R. K. / WU, G. (2006), pp. 1947-1948. En este artículo, las autoras hacen un estudio del impacto de la manipulación en la eficiencia y en la transparencia de los mercados. Explican cómo los buscadores de información (*information seekers*) o arbitrajistas ayudan a mantener la manipulación, al ser utilizados por quienes ponen en marcha estrategias manipuladoras. Normalmente, en un mercado sin manipuladores, quienes buscan información sobre el valor real de los instrumentos financieros y negocian conforme a tal información, empujan los precios de los valores según el nivel de información que revelan las actuaciones de las partes informadas; pero, en los mercados donde hay manipuladores, facilitan la entrada y la actividad de éstos. El texto también se ocupa de estudiar el efecto de la manipulación en la volatilidad de los valores, su liquidez y los rendimientos, en particular, su aumento durante la manipulación, especialmente cuando el manipulador vende (donde los precios y la liquidez son mayores). Luego de la manipulación los precios caen, pero al tiempo en que vende, los precios son mayores cuando la liquidez es mayor (los rendimientos también). Cuando el manipulador vende, los precios son también mayores cuando la volatilidad es mayor.

¹¹⁰⁶ «La crisis financiera de 2007 y 2008 puso de relieve graves deficiencias en la supervisión financiera, tanto en casos particulares como en relación con el sistema financiero en su conjunto. Los modelos de supervisión de ámbito nacional no han estado a la altura de la globalización en el ámbito financiero y de la situación real de integración e interconexión que caracteriza a los mercados financieros europeos, en que muchas entidades financieras operan a escala transfronteriza. La crisis puso al descubierto carencias en la cooperación, la coordinación, la coherencia en la aplicación del Derecho de la Unión y la confianza entre supervisores nacionales.» Vid. el considerando primero del Reglamento (UE) No. 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010.

la calidad de las normas y prácticas reguladoras comunes, de supervisar dichos mercados y proteger a los inversores.

Con la adopción del RAM se pretende dar un paso más allá en la regulación del abuso de mercado, ya no basta la armonización, a partir del camino que ésta ha allanado – especialmente, en el aspecto sustantivo – la unificación se hace necesaria para que en los Estados miembros, las distintas actuaciones y/u operaciones de los inversionistas – tanto nacionales como transfronterizas – que tengan lugar o afecten sus mercados, plataformas o sistemas de negociación de instrumentos financieros reciban un tratamiento homogéneo, evitando los peligros de la competencia regulatoria para la consecución de un mercado único, y para el mantenimiento de la estabilidad financiera¹¹⁰⁷ de la Eurozona.

Una sola jurisdicción no es capaz de enfrentar de manera solvente todos los desafíos que presentan las conductas constitutivas de abuso de mercado, por más alcance extraterritorial que quiera auto-atribuirse (v. gr., los EE.UU.¹¹⁰⁸). El carácter complejo de estos comportamientos, favorecidos por los avances tecnológicos y las telecomunicaciones,¹¹⁰⁹ impone el surgimiento de políticas y estándares comunes; además de una colaboración muy estrecha y activa entre las autoridades competentes, para prevenir, investigar y sancionar el *insider trading* y la manipulación del mercado.

Así pues, la existencia de mercados de valores cada vez más dinámicos, grandes y consolidados; el desarrollo alcanzado por los mercados financieros de países emergentes; la aparición constante de sistemas o plataformas de negociación financiera a lo largo y ancho del mundo; la constante innovación financiera; la influencia de las tecnologías en la aparición de nuevos métodos de negociación;¹¹¹⁰ más la competencia continua, y casi que agresiva,

¹¹⁰⁷ Vid. CHAFFEE, E. C. (2010), p. 607

¹¹⁰⁸ «The SEC's traditional approach has been to "police the international markets by attempting to extend its jurisdiction, both with respect to its power to obtain information regarding certain foreign activities and with respect to enforcing American securities laws more or less on a worldwide basis."(118) The SEC has asserted broad jurisdiction based on securities transactions conducted through interstate or foreign commerce involving any point in the United States or use of the mails--the so-called "jurisdictional means."(117) The federal securities laws have been construed to have extraterritorial application to "transactions initiated in the United States and consummated abroad, as well as those initiated abroad and concluded in the United States."(118) U.S. courts have been willing to extend such extraterritorial jurisdiction to matters that entail relatively significant conduct within the United States,(119) or which produce or are likely to produce relatively significant effects in the United States.(120)... in practice, the exercise of such extraterritorial jurisdiction has been severely hampered by secrecy laws and blocking laws of foreign jurisdictions that make the gathering of evidence to pursue extraterritorial jurisdiction extremely difficult, thereby protecting transactions originating abroad(123).» Vid. BALTIC, C. V. (1992), s.p.

¹¹⁰⁹ «...given the number of recent manipulation cases involving the use of the Internet, the Internet may be an important channel that makes manipulation through information dissemination easier. The case of Jonathan Lebed, a teenager in New Jersey who successfully manipulated stocks 11 times by posting messages on Yahoo Finance message boards and made profits of \$800,000, is instructive.4» Vid. AGGARWAL, R. K. / WU, G. (2006), p. 1918

¹¹¹⁰ «Technological developments have certainly increased opportunities for cross-border manipulation of securities markets.70 In Australia, for example, ASIC's investigation and criminal prosecution of Steven George Hourmouzis and Wayne John Loughnan for, inter alia, making a statement or disseminating information that was false or misleading and likely to induce the purchase of the securities of a United States company was one of the first in the world involving the transmission on the Internet of spam messages and the posting of messages on web boards.71 Both men pleaded guilty to the charges laid by ASIC and both were sentenced to two years in jail, with Mr Loughnan's sentence being wholly suspended.72» Vid. CONSTABLE, P. (2011), p. 63

entre todos ellos, han logrado dotar a los intercambios financieros de un nivel de complejidad, interrelación e interdependencia colosales.

Por ello, reaccionar ante el abuso de mercado con políticas y normatividades aisladas y fragmentarias es y ha sido una gran torpeza.¹¹¹¹

En vista de que las conductas de abuso de mercado no se limitan a una sola jurisdicción, la normatividad pertinente debe permitir que las competencias y facultades de investigación de las autoridades correspondientes, resulten suficientes cuando tienen una naturaleza transfronteriza. De tal manera, que entre las propias autoridades se reconozcan la capacidad de una para recabar la colaboración e intervención de otra, en orden a esclarecer el asunto y conseguir las pruebas necesarias para sancionar el abuso de mercado.

Por las razones mencionadas, tanto el RAM como la Directiva sobre Sanciones son esfuerzos significativamente plausibles para regular el abuso de mercado, pues otorgan más herramientas a los reguladores de los Estados miembros para examinar la naturaleza y los efectos de las conductas transfronterizas que afectan sus mercados financieros, previniendo y sancionando el abuso de mercado cuando hubiere lugar a ello.

Sin embargo, para conseguir mercados cada vez más eficientes, justos y transparentes, y para proteger a los inversores, los esfuerzos regulatorios mencionados podrían ser complementados y reforzados, a través de la consideración de algunos aspectos concretos de DIPr. relacionados con la responsabilidad civil producida por el abuso de mercado. A esto último va dirigida esta sección de la investigación.

3.2. Las normas regulatorias de los mercados de valores que influyen en el abuso de mercado y el principio del Estado miembro de origen.¹¹¹²

Antes de analizar algunos de los aspectos de DIPr. que inciden en la responsabilidad civil por abuso de mercado, examinemos primero aquellos que afectan al funcionamiento de

¹¹¹¹ CHAFFEE distingue seis modelos de regulación internacional de los mercados financieros, según el grado de cooperación y coordinación que requiere su implementación, a saber: 1) privatización; 2) competencia regulatoria (el más utilizado internacionalmente, aunque no sea el ideal); 3) convergencia regulatoria; 4) reconocimiento mutuo; 5) armonización; y, finalmente, 6) centralización regulatoria. La privatización requiere menos cooperación y coordinación internacionales, mientras la centralización es la que más necesita de ellas. No obstante lo anterior, dichos modelos pueden solaparse. La armonización de la regulación de los mercados financieros es presupuesto de la centralización, de la creación de un regulador global de los mercados. Vid. CHAFFEE, E. C. (2010), pp. 595-598. El autor recomienda los dos últimos para la regulación internacional de los mercados financieros (ver la página 600).

¹¹¹² «Este principio del Estado miembro de origen se recoge específicamente en algunas Directivas a través de la denominada cláusula de mercado interior y su funcionamiento es similar al que hemos descrito en relación al Derecho originario. La diferencia fundamental entre uno y otro caso radica en que en el caso de las Directivas la materia se encuentra armonizada de manera que esa equivalencia que es su condición de funcionamiento efectivamente existe y las razones imperiosas de interés general que justifican, en su caso, las restricciones quedan muy limitadas. En estos casos, las cláusulas de mercado interior tampoco contienen una norma de conflicto implícita.» Vid. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S. (2011), p. 348. Consultar también la p. 352 donde la autora descarta que el principio del Estado miembro de origen esconda una norma de conflicto que desplace al RRIL.

los mercados de valores y entre éstos, los relacionados con la regulación propiamente dicha del abuso de mercado.

En la dinámica de los mercados de valores influyen muchas áreas del derecho, principalmente, el denominado derecho del mercado de valores¹¹¹³ y el derecho societario, donde normas del derecho privado y del derecho público convergen para regular adecuadamente este tipo particular de mercado financiero y los intercambios que en él ocurren.

Al mercado de valores concurren gran diversidad de sujetos para desarrollar algún tipo de actividad negocial con instrumentos financieros, determinar la ley que regulará sus actuaciones en un contexto nacional no representa mayores problemas, o si lo hace, en principio, la ley aplicable será la del Estado en que dichas actividades y sus efectos tengan lugar.

Pero cuando esas actuaciones trascienden el ámbito nacional, es decir, tienen un carácter transfronterizo, la cuestión no es tan clara y es necesario determinar la ley que resultará aplicable cuando estas actividades – o parte de ellas – se lleven a cabo en otros estados, o cuando afecten mercados distintos de aquellos en los que se desarrollan; por ejemplo, si una empresa que cotiza en España desea cotizar en la bolsa de otro Estado miembro, o si se desea crear instrumentos financieros innovadores dirigidos a inversores de varios estados.

Así las cosas, en algunos temas que ya han sido objeto de armonización material, y por virtud, principalmente del principio del reconocimiento mutuo¹¹¹⁴, la regla general es que se reconocerá lo realizado o lo aprobado por el Estado de origen; dejando a salvo la posibilidad de que la normatividad comunitaria autorice al Estado de acogida para exigir el cumplimiento de otros requisitos, o para ser el único competente para regular o intervenir en una determinada situación, y evitar el menoscabo de los mercados que operen en su territorio y, desde luego, proteger a los inversores.¹¹¹⁵

¹¹¹³ Vid. RECALDE CASTELLS, A. (2010), pp. 10-12.

¹¹¹⁴ «El principio de reconocimiento mutuo no supone la aplicación de las normas del Estado miembro de origen, como ocurriría en caso de que fuese una norma de conflicto, sino su “toma en consideración” para determinar la inaplicación de las normas del Estado miembro de destino que supongan un obstáculo para las libertades básicas. Aunque no se puede descartar que las normas de Derecho privado puedan suponer un obstáculo a las libertades, el ámbito de actuación privilegiado del principio del Estado miembro de origen es el jurídico-público.» Vid. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S. (2011), p. 347. La autora descarta que la existencia de distintas normativas estatales de responsabilidad civil sean un obstáculo para el mercado interior y, por ello, no hay que aplicar el principio de reconocimiento mutuo como una excepción (vid. pp. 353-356)

¹¹¹⁵ «Por lo tanto, una regla de conflicto basada en el criterio de la ley de origen evita la necesidad de comparar en cada caso las legislaciones materiales implicadas para concretar cuál es más favorable y elimina el riesgo de fragmentación inherente a la aplicación de las legislaciones de varios Estados, lo que favorece la previsibilidad y seguridad jurídica»⁶¹.» Vid. DE MIGUEL ASENSIO, P. A. (2005), p. 93.

Esos asuntos que ya han sido objeto de armonización son, por ejemplo, la admisión a cotización oficial en las bolsas de los Estados miembros y la elaboración del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores; la realización de una oferta pública de adquisición; el cumplimiento de las obligaciones de transparencia; el suministro de servicios de inversión y el desarrollo de actividades de inversión, entre otros.

Reflexionemos brevemente sobre la forma en que la normatividad comunitaria soluciona las posibles divergencias respecto al derecho aplicable y los conflictos de competencias, sobre todo, de control, entre los distintos Estados miembros en los ámbitos recientemente aludidos, para luego dedicarnos enteramente al tema del abuso de mercado.

La Directiva de Admisión.

En primer lugar, la Directiva 2001/34/CE¹¹¹⁶, de 28 de mayo de 2001, en adelante, Directiva de Admisión, establece las condiciones mínimas (artículos 42 a 63)¹¹¹⁷ para la admisión a cotización de valores negociables¹¹¹⁸ en las bolsas situadas o que operen en los Estados miembros.

La decisión de admisión de un valor a cotización oficial la tiene el Estado en que la bolsa esté ubicada o que opere en su territorio (*lex mercatus*)¹¹¹⁹, independientemente de que el valor negociable ya haya sido admitido a cotización en otro Estado miembro, pues puede – incluso – imponer obligaciones adicionales para la admisión.¹¹²⁰

Sin embargo, respecto del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o de admisión a cotización, la Directiva 2003/71/CE (en adelante, Directiva de folletos), estableció algunas condiciones específicas para la elaboración y reconocimiento de los folletos que, en

¹¹¹⁶ Modificada por la Directiva 2003/71/CE y por la Directiva 2004/109/CE.

¹¹¹⁷ Las condiciones se refieren a la sociedad solicitante (Arts. 42-44), al instrumento financiero (si son acciones se aplican los Arts. 45 a 51, y si son obligaciones se aplican los Arts. 52 a 57), existen unas condiciones especiales (Arts. 58 y 59) y otras específicas de las obligaciones emitidas por el Estado o sus entes públicos territoriales o por un organismo internacional de carácter público (Arts. 60 a 63).

¹¹¹⁸ Considerando número veintiocho de la Directiva de Admisión: «...las obligaciones convertibles, canjeables o con warrants únicamente pueden admitirse a cotización oficial si las acciones a las que se refieren han sido admitidas con anterioridad a cotización o en otro mercado regulado, de funcionamiento regular, reconocido y abierto, o se admiten al mismo tiempo. Los Estados miembros sólo pueden eximir de este principio cuando sus autoridades competentes tengan la seguridad de que los tenedores de obligaciones disponen de toda la información necesaria para formarse una opinión acerca del valor de las acciones a que se refieren aquéllas.»

¹¹¹⁹ Vid. el Art. 11 de la Directiva de Admisión.

¹¹²⁰ Vid. el Art. 14 de la Directiva de Admisión y el considerando número quince de la Directiva de Folletos: «Los requisitos de publicidad previstos en la presente Directiva no deben impedir que un Estado miembro, la autoridad competente o una Bolsa a través de su reglamento impongan otros requisitos particulares en el contexto de la admisión a cotización de valores en un mercado regulado (en particular respecto de la gobernanza corporativa). Dichos requisitos no podrán restringir directa o indirectamente la elaboración, el contenido y la divulgación de un folleto aprobado por una autoridad competente.»

este ámbito, dan primacía a lo aprobado por el Estado de origen¹¹²¹ (hasta en temas de publicidad¹¹²²).

El hecho de que cada Estado miembro exigiera diversas garantías respecto al contenido y la presentación, principalmente, de los folletos de oferta pública¹¹²³ o los folletos de admisión a cotización¹¹²⁴ (o de documentos equivalentes a éstos), dificultaba «la admisión de valores negociables a cotización oficial en las bolsas de varios Estados miembros», y obstaculizaban «la adquisición de valores cotizados en las bolsas de otros Estados miembros a los inversores residentes en un Estado miembro», entorpeciendo así «la financiación de las empresas y la colocación de fondos por parte de los inversores en el conjunto de la Comunidad».¹¹²⁵

Si se quiere lograr la admisión de valores negociables en varios Estados miembros, habrá que determinar cuál es la autoridad competente para controlar y aprobar el folleto. Si el folleto se elabora conforme a la normatividad comunitaria y es aprobado por un Estado miembro, opera el principio del reconocimiento mutuo y los demás Estados interesados¹¹²⁶ deberán reconocerlo como folleto de oferta pública (Art. 29 de la LMV), aunque podrán exigir la inclusión de informaciones específicas de cada mercado (cuestiones fiscales¹¹²⁷, por ejemplo).¹¹²⁸

¹¹²¹ Considerando número catorce de la Directiva de Folletos: «La concesión de un pasaporte único al emisor, válido en toda la Comunidad, y la aplicación del principio del Estado miembro de origen requiere que dicho Estado miembro se defina como el mejor situado para regular el emisor a efectos de la presente Directiva.»

¹¹²² Art. 15.6. de la Directiva de Folletos: «La autoridad competente del Estado miembro de origen estará facultada para controlar que la actividad de publicidad relativa a una oferta pública de valores o a una admisión a cotización en un mercado regulado respeta los principios mencionados en los apartados 2 a 5. »

¹¹²³ Considerando número dieciséis de la Directiva de Admisión: «Es conveniente, asimismo, prever el reconocimiento del folleto de oferta pública como folleto de admisión a cotización cuando la admisión a cotización oficial de un valor sea solicitada poco tiempo después de la oferta pública.» y considerando número diecisiete: «El reconocimiento mutuo del folleto de oferta pública y de admisión a cotización oficial no conlleva en sí mismo un derecho a la admisión.»

¹¹²⁴ Respecto del cual operará el reconocimiento mutuo (considerando núm. 13 de la Directiva de Admisión)

¹¹²⁵ Vid. el considerando núm. 10 de la Directiva de Admisión.

¹¹²⁶ Considerando núm. 36 de la Directiva de Folletos: «La autoridad competente del Estado miembro de acogida debe tener derecho a recibir un certificado de la autoridad competente del Estado miembro de origen que declare que el folleto se ha elaborado con arreglo a la presente Directiva. Para garantizar que se alcanzan plenamente los fines de la presente Directiva es necesario incluir en su ámbito de aplicación los valores emitidos por emisores que se rigen por la legislación de terceros países.»

¹¹²⁷ Art. 6.2. de la Directiva de OPAS: «...Cuando el folleto de oferta contemplado en el primer párrafo esté sujeto a la aprobación previa de la autoridad supervisora y reciba dicha aprobación, se reconocerá, sin perjuicio de la traducción que pudiera resultar exigible, en todos los demás Estados miembros en cuyos mercados se admitan a negociación los valores de la sociedad afectada sin que sea necesario obtener la aprobación de las autoridades supervisoras de cada Estado miembro. Estas últimas únicamente podrán exigir que se incluya información complementaria en el folleto de oferta si dicha información es propia del mercado del Estado o Estados miembros en cuyos mercados se admiten a negociación los valores de la sociedad afectada y se refiere a los trámites que deben cumplirse para aceptar la oferta y recibir la contraprestación debida a consecuencia de la oferta, así como al régimen fiscal a que quedará sujeta la contraprestación ofrecida a los titulares de valores.»

¹¹²⁸ Vid. los considerandos 13 a 17 de la Directiva de Admisión. El Art. 17 de la Directiva de Folletos expresa: «1. Sin perjuicio del artículo 23, cuando una oferta pública o admisión a cotización en un mercado regulado se efectúe en uno o más Estados miembros, o en un Estado miembro distinto del Estado miembro de origen, el folleto aprobado por el Estado miembro de origen, así como sus suplementos, serán válidos para la oferta pública o la admisión a cotización en cualquier número de Estados miembros de acogida, siempre que se notifiquen a la AEVM y a la autoridad competente de cada Estado miembro de acogida de conformidad con el artículo 18. Las autoridades competentes de los Estados miembros de acogida se abstendrán de someter los folletos a procedimientos administrativos o de aprobación de cualquier tipo. 2. Si aparecen nuevos factores significativos, errores materiales o inexactitudes según lo mencionado en el artículo 16, tras la aprobación del folleto, la autoridad competente del Estado miembro de origen podrá requerir que se apruebe la publicación de un suplemento, de conformidad con el artículo 13, apartado 1. La AEVM y la autoridad competente del Estado miembro

Según el Art. 13 de la Directiva de Admisión, si la solicitud se hace de forma simultánea o en fechas próximas (cuestión de la que se dejará constancia en la solicitud), todas las autoridades competentes implicadas deberán compartir la información pertinente y acelerar los procedimientos de admisión, reduciendo – en lo posible – las formalidades y condiciones suplementarias.

Si un valor ya ha sido admitido a cotización oficial en el mercado de valores de otro Estado miembro, la Directiva de Admisión reconoce la posibilidad de que un emisor pueda ser eximido (total o parcialmente¹¹²⁹) de la obligación de publicar el folleto de admisión a cotización para acceder al mercado de valores de otro Estado miembro, por ejemplo, suministrando información simplificada. Esa admisión a cotización no tiene por qué estar sujeta a la admisión previa a cotización oficial en una bolsa de valores situada o que opere en un Estado miembro.¹¹³⁰

No obstante lo antecedente, y salvo las excepciones previstas por la Directiva de Admisión, los Estados miembros pueden imponer condiciones más rigurosas o exigir el cumplimiento de requisitos adicionales, siempre que reúnan las siguientes características: 1) que sean de aplicación general para todos los emisores o para su respectiva categoría; 2) que hayan sido publicadas antes de la solicitud de admisión, para evitar arbitrariedades y respetar el principio de legalidad¹¹³¹.

Claro está, que el Art. 12 de la Directiva de Admisión permite a los Estados miembros exigir el cumplimiento de condiciones especiales, siempre que se hayan estimado oportunas y hubiesen sido comunicadas de manera explícita al solicitante.

Resumiendo, si una sociedad cotizada en un Estado miembro desea cotizar en un mercado de valores de otro Estado miembro, esa decisión y el procedimiento para tomarla se regirá por la ley del Estado de origen. Esto significa que el órgano competente, la votación, la mayoría necesaria para tomar la decisión, la inscripción en el registro mercantil y, en general, el cumplimiento de los requisitos para la emisión, tienen que someterse al derecho del Estado de origen, a su *lex societatis*.

Sin embargo, esa decisión de cotizar en un mercado extranjero toca muchísimos aspectos y no se pueden ignorar aquellos en los que resulta imprescindible el concurso de la ley del Estado miembro de acogida, es decir, aquel cuyo mercado de valores se va a afectar

de acogida pueden llamar la atención de la autoridad competente del Estado miembro de origen sobre la necesidad de nueva información.»

¹¹²⁹ Vid. el considerando núm. 19 de la Directiva de Admisión.

¹¹³⁰ Vid. el Art. 7 de la Directiva de Admisión.

¹¹³¹ Vid. los artículos 8, 9 y 10 de la Directiva de Admisión.

(*lex mercatus*). Aspectos como, por ejemplo, la forma de representación de los valores, asuntos fiscales, etc.¹¹³²

Lo anterior significa que cuando la *lex societatis* y la *lex mercatus* coinciden respecto de una cuestión en particular, el operador jurídico y el económico no tendrán mayores problemas para conocer cuál será la ley aplicable y sus costes de transacción serán más razonables.

Pero, puede suceder que en relación a ciertos asuntos, la *lex societatis* y la *lex mercatus* no coincidan y, por lo tanto, surja la necesidad de tomar en consideración a ambas leyes, pues no se puede ignorar lo que admite o no el derecho extranjero. Si éste último, la *lex mercatus*, impone condiciones más rigurosas, los costes de transacción serán mucho mayores, por eso el derecho de la UE trata de evitar fricciones, a partir de un alto grado de armonización, o cuando sea posible, de unificación normativa.

En cuanto a la responsabilidad civil por la información¹¹³³ contenida en el folleto, el Art. 6 de la Directiva de Folletos establece que es competencia de los Estados miembros asegurarse de que esta clase de responsabilidad jurídica recaiga, al menos, y según el caso, en los emisores (o sus organismos administrativos, de gestión o supervisión), el oferente, quien solicita la admisión a cotización en un mercado regulado, o en el garante (Art. 28 de la LMV).¹¹³⁴

Si una sociedad desea lanzar una OPA, el folleto deberá respetar lo que indica el derecho del Estado de origen, pero la responsabilidad civil que se deriva del folleto – en ausencia de norma de conflicto interna que determine exactamente la ley aplicable a esta

¹¹³² «En general, la Ley que rige un crédito o una relación jurídica nos dice si, y bajo qué condiciones, ese crédito o esa relación jurídica se puede «incorporar» a un documento físico o se puede representar por cualquier otro medio. En el ámbito que nos ocupa, este principio implica que la *lex societatis* determina las posibles formas de representación de las acciones. Pero, por otro lado, la *lex mercatus* también tiene algo que decir. Esta Ley determina las condiciones de acceso de los bienes al mercado; i. e., qué valores mobiliarios pueden comprarse y venderse en dicho mercado, e incluso puede imponer una determinada forma de representación de dichos valores para ser objeto de negociación en el correspondiente mercado. En este sentido, puede afirmarse que la forma de representación de las acciones esta sujeta a una «doble calificación»; es uno de los esos ámbitos de intersección o de superposición entre la *lex societatis* y la *lex mercatus*.» «De hecho, puede haber casos en los que satisfacer ambas leyes resulte imposible; así sucederá, por ejemplo, si la ley del mercado sólo admite la representación contable, pero la ley del emisor sólo conoce la forma de representación cartular. En estas hipótesis, debe acudir a vías de cotización indirecta, como los depositary receipts, o a flexibilizar los requisitos permitiendo la «inmovilización física» del título y la circulación mediante anotaciones contables (ésta es la opción escogida por la central de depósito española en la Circular núm. 6/1999, de 15 de septiembre, norma 8.ª) (5).» Vid. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. (2008), s.p.

¹¹³³ «Más allá de lo acertado de estas aproximaciones, lo cierto es que la generalización del principio del Estado miembro de origen en el ámbito de la información en los mercados de valores ha generado un impulso a favor de una conexión accesoria de la responsabilidad civil. En ello subyacen cuestiones tales como la dificultad de determinar el lugar de producción del daño en este ámbito, las ventajas de la sujeción del emisor a una única ley en materia de responsabilidad civil a efectos de la integración de los mercados de valores o la conveniencia de anudar ambas leyes aplicables para evitar problemas de ajuste material.» Vid. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S. (2011), p. 353. La autora critica la solución de la conexión accesoria de la responsabilidad civil porque podría generar una competencia a la baja entre los operadores a la hora de incorporarse a jurisdicciones con regímenes de la responsabilidad civil más laxos, pues éstos no están armonizados (vid. pp. 364-365)

¹¹³⁴ Art. 6 de la Directiva de Folletos: «...Sin embargo, los Estados miembros se asegurarán de que no se exige ninguna responsabilidad civil a ninguna persona solamente sobre la base de la nota de síntesis, incluida cualquier traducción de la misma, a menos que ésta sea engañosa, inexacta, o incoherente en relación con las demás partes del folleto.»

clase de responsabilidad –, deberá determinarse según las normas de conflicto generales y el tipo de responsabilidad, bien sea contractual (Reglamento ROMA I, en adelante RRI) o extracontractual (Reglamento Roma II, en adelante RRII). Es decir, habrá que examinar la *lex contractus/lex mercatus* y la *lex loci damni*.

El Estado de acogida no pierde la posibilidad de adoptar medidas preventivas (en aras de proteger a los inversores), cuando se persista en el incumplimiento de las obligaciones derivadas de la admisión a cotización y, no obstante, las medidas adoptadas por el Estado de origen (Art. 30 de la LMV).¹¹³⁵ Asimismo, sin perjuicio de las sanciones penales y civiles correspondientes, los Estados miembros podrán imponer las sanciones administrativas que consideren apropiadas, siempre que sean efectivas, proporcionadas y disuasorias, y exista la posibilidad de interponer recurso judicial.¹¹³⁶

La Directiva de OPAS

En segundo lugar, la Directiva 2004//25/CE, relativa a las ofertas públicas de adquisición (en adelante, Directiva de OPAS), estableció el marco jurídico mínimo para la realización de este tipo de operaciones en los Estados miembros, teniendo como principio guía, entre otros, la no creación de mercados falsos para los valores de la sociedad afectada, la sociedad oferente u otra sociedad interesada.¹¹³⁷

Conforme al Art. 4.2., para determinar cuál es la autoridad competente para la supervisión de la oferta, hay que mirar dónde está el domicilio social de la sociedad afectada y verificar si sus valores están admitidos a negociación en el Estado donde está el domicilio social o no.

Si la sociedad afectada tiene su domicilio social en el mismo Estado donde están admitidos sus valores a negociación, la autoridad competente para la supervisión de la oferta será la del Estado en la que dicha sociedad tenga el domicilio social.

Por el contrario, si el domicilio social de la sociedad afectada no coincide con el Estado donde están admitidos sus valores a negociación, la autoridad competente será la del Estado en donde sus valores estén admitidos a negociación. Si los valores están admitidos a

¹¹³⁵ Vid. el Art. 23 de la Directiva de Folletos.

¹¹³⁶ Vid. los Arts. 25 y 26 de la Directiva de Folletos.

¹¹³⁷ Art. 3.1.d): «no deberán crearse falsos mercados de los valores de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta de forma tales que el alza o baja de las cotizaciones de los valores se torne artificial y se falsee el normal funcionamiento de los mercados;...»

negociación en varios Estados, la autoridad competente para supervisar la oferta será la que admitió los valores por primera vez.¹¹³⁸

Según el Art. 4.2.e), se aplicará la *lex mercatus* para determinar las siguientes cuestiones: las relativas a la contraprestación ofrecida en caso de oferta (v. gr., el precio); «al procedimiento de oferta, en particular la información sobre la decisión del oferente de presentar una oferta, el contenido del folleto de oferta y la divulgación de la oferta».

Se aplicará la ley en la cual la sociedad afectada tenga su domicilio social¹¹³⁹ (*lex societatis*) en lo concerniente a la información que debe facilitarse a los trabajadores de la sociedad afectada¹¹⁴⁰, «el porcentaje de derecho de voto que confiere el control y las excepciones a la obligación de presentar una oferta, así como las condiciones en las que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada puede emprender una acción que pueda frustrar la oferta».

De esta suerte, en el caso de las OPAS,¹¹⁴¹ el régimen conflictual se basa en la aplicación distributiva de la *lex societatis* y de la *lex mercatus*. Si una OPA es doméstica, se aplicará la ley del Estado donde tiene su domicilio social, entendiendo que esta última ley comprende los aspectos societarios de la operación (*lex societatis*) y los demás atinentes a la oferta y el mercado al que afecta (*lex mercatus*). Sobra decir, que la autoridad competente para supervisar a la sociedad afectada y a la operación será la del Estado donde tiene su domicilio social.

Si la OPA es transfronteriza, se aplicará la ley del Estado donde la sociedad tenga su domicilio social a aquellos aspectos societarios de la operación (*lex societatis*), aspectos que serán supervisados por el Estado donde tenga su domicilio social. Pero aquellas cuestiones relativas a la oferta serán reguladas por la ley del Estado miembro en cuyo mercado la

¹¹³⁸ Art. 4.2.c) de la Directiva de OPAS: «Cuando los valores de la sociedad afectada sean admitidos a negociación por primera vez y simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro, la sociedad afectada deberá determinar cuál, entre las de los Estados miembros, es la autoridad competente para la supervisión de la oferta mediante notificación a dichos mercados regulados y a sus autoridades competentes en el primer día de negociación de valores. Cuando los valores de la sociedad afectada ya estén admitidos a negociación en mercados regulados de más de un Estado miembro en la fecha mencionada en el apartado 1 del artículo 21 y hayan sido admitidos simultáneamente, las autoridades supervisoras de dichos Estados miembros se pondrán de acuerdo sobre cuál de ellas será la autoridad competente para la supervisión de la oferta en un plazo de cuatro semanas tras la fecha mencionada en el apartado 1 del artículo 21. A falta de decisión de las autoridades supervisoras, la sociedad afectada determinará cuál de ellas es la autoridad competente el primer día de negociación de valores siguiente a dicho plazo de cuatro semanas.»

¹¹³⁹ También se regularán por esta ley, según el Art. 5.3. de la Directiva de OPAS: «El porcentaje de derechos de voto que confiera el control de la sociedad a efectos de lo dispuesto en el apartado 1, así como su método de cálculo, se determinarán por las normas del Estado miembro en el que la sociedad tenga su domicilio social.»

¹¹⁴⁰ Art. 14 de la Directiva de OPAS: «Las disposiciones de la presente Directiva se entenderán sin perjuicio de las normas relativas a la información y consulta de los representantes de los trabajadores y, si los Estados miembros lo contemplan, de la cogestión con los trabajadores de la sociedad oferente y de la sociedad afectada, que se regirán por las disposiciones nacionales pertinentes, y, en particular, las adoptadas en aplicación de las Directivas 94/45/CE, 98/59/CE, 2001/86/CE y 2002/14/CE.»

¹¹⁴¹ «Yet in the tender offer arena, mutual recognition is a difficult policy choice because it is unclear whether the relevant factor is the law applicable to the governance of the bidder, the target corporation, or the law of the country where shareholders of the corporation are located.» Vid. KARMEL, R. S. (1997-1998), p. 1134.

sociedad cotiza. La autoridad competente para supervisar la oferta será la del Estado de acogida o, mejor dicho, la del mercado afectado, al que se dirige la OPA.

La Directiva de Transparencia.

En tercer lugar, en cuanto a las obligaciones de transparencia, debe seguirse lo establecido por la Directiva 2004/109/CE, 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, en adelante, Directiva de Transparencia.

Esta directiva señala que debe aplicarse la ley del Estado miembro de origen¹¹⁴² y, por ende, los emisores¹¹⁴³ estarán sometidos a dicha ley, a efectos del contenido de la información (ya sea puntual, periódica o continua) y sus requisitos particulares (v. gr., lengua aceptada¹¹⁴⁴), el registro y almacenamiento, el acceso (Art. 21)¹¹⁴⁵, la notificación y divulgación¹¹⁴⁶ de la información, y – desde luego – en lo concerniente a la supervisión (Art. 24).¹¹⁴⁷

¹¹⁴² Art. 23.1 de la Directiva de Transparencia: «En los casos en que la sede social de un emisor esté situada en un tercer país, la autoridad competente del Estado miembro de origen podrá eximir a ese emisor de los requisitos previstos en los artículos 4 a 7, en el artículo 12, apartado 6, y en los artículos 14 a 18, a condición de que la legislación del tercer país en cuestión fije requisitos equivalentes o de que dicho emisor cumpla los requisitos de la legislación del tercer país que la autoridad competente del Estado miembro de origen considere equivalente. La autoridad competente informará entonces a la AEVM acerca de la exención concedida.»

¹¹⁴³ Art. 35.ter. de la LMV: «Responsabilidad de los emisores. 1. La responsabilidad por la elaboración y publicación de la información a la que se hace referencia en los apartados 1 y 2 del artículo 35 de esta Ley deberá recaer, al menos, sobre el emisor y sus administradores de acuerdo con las condiciones que se establezcan reglamentariamente. 2. De acuerdo con las condiciones que se determinen reglamentariamente, el emisor y sus administradores, serán responsables de todos los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado a los titulares de los valores como consecuencia de que la información no proporcione una imagen fiel del emisor. La acción para exigir la responsabilidad prescribirá a los tres años desde que el reclamante hubiera podido tener conocimiento de que la información no proporciona una imagen fiel del emisor.»

¹¹⁴⁴ Art. 20 de la Directiva de Transparencia: «1. Cuando los valores sólo se admitan a negociación en un mercado regulado del Estado miembro de origen, la información regulada se divulgará en una lengua aceptada por la autoridad competente del Estado miembro de origen. 2. Cuando los valores se admitan a negociación en mercados regulados del Estado miembro de origen y de uno o más Estados miembros de acogida, la información regulada se divulgará: a) en una lengua aceptada por la autoridad competente del Estado miembro de origen; y b) a elección del emisor, en una lengua aceptada por las autoridades competentes de dichos Estados miembros de acogida o en una lengua habitual en el campo de las finanzas internacionales. 3. Cuando los valores se admitan a negociación en un mercado regulado en uno o más Estados miembros de acogida, pero no en el Estado miembro de origen, la información regulada, a elección del emisor, se divulgará en una lengua aceptada por las autoridades competentes de dichos Estados miembros de acogida o en una lengua habitual en el campo de las finanzas internacionales...»

¹¹⁴⁵ Art. 21.3 de la Directiva de Transparencia: «3. Cuando los valores únicamente se admitan a negociación en un mercado regulado de un solo Estado miembro de acogida, y no en el Estado miembro de origen, el Estado miembro de acogida asegurará la divulgación de la información regulada de conformidad con los requisitos mencionados en el apartado 1.» Ver también el considerando número veinticinco de tal Directiva: «...los inversores que no están situados en el Estado miembro de origen del emisor deben disfrutar de las mismas condiciones que los inversores situados en el Estado miembro de origen del emisor, cuando buscan acceso a dicha información. Esto se podría conseguir si el Estado miembro de origen asegura el cumplimiento de normas mínimas de calidad para la difusión de información en toda la Comunidad de forma rápida, no discriminatoria y en función del tipo de información regulada en cuestión. Además, la información difundida debe estar disponible en el Estado miembro de origen de forma centralizada, posibilitando que se cree una red europea accesible a precios razonables para los inversores particulares y sin ocasionar una duplicación innecesaria de los requisitos de registro para los emisores. Los emisores deben beneficiarse de la libertad de competencia al elegir los medios y operadores para la difusión de la información en virtud de la presente Directiva.»

¹¹⁴⁶ Considerando núm. 27 de la Directiva de Transparencia: «A fin de asegurar una protección eficaz de los inversores y el correcto funcionamiento de los mercados regulados, las normas relativas a la información que deben publicar los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado también deben aplicarse a los emisores que no tengan su domicilio social en un Estado miembro y que no estén incluidos en el ámbito del artículo 48 del Tratado. Debe garantizarse asimismo que se ponga a disposición del público de la Comunidad toda la oportuna información adicional sobre emisores comunitarios o de terceros países cuya divulgación se exija en un tercer país pero no en un Estado miembro.»

¹¹⁴⁷ Vid. el Art. 19 y considerando núm. 23 de la Directiva de Transparencia: «La supresión de barreras y la aplicación efectiva de nuevos requisitos comunitarios en materia de información requieren también un control adecuado por parte de

Los mandatos de la ley del Estado de origen en esta materia deben ser acatados por el Estado miembro de acogida, sin que éste último pueda imponer requisitos más estrictos¹¹⁴⁸. Sin embargo, pese a que el cumplimiento de las obligaciones de transparencia debe orientarse por la ley del Estado de origen, si una sociedad cotiza exclusivamente en el mercado de otro Estado, éste tendrá la competencia para establecer si la información se divulga adecuadamente.

Además, si el valor unitario de los valores supera los mil euros,¹¹⁴⁹ no habrá que aplicar la ley del Estado miembro de origen donde el emisor tenga su domicilio social, pues éste podrá escoger entre el Estado miembro del domicilio social, o el Estado miembro donde los valores vayan a ser admitidos a cotización.

En cuanto a la responsabilidad de los emisores¹¹⁵⁰, accionistas y tenedores, deberá atenderse a las normas de cada Estado miembro.¹¹⁵¹ Ahora bien, si la autoridad competente del Estado miembro de acogida observa que los responsables están incumpliendo con sus obligaciones o están cometiendo irregularidades, deberá comunicarlo a su par en el Estado miembro de origen para que intervenga y adopte las medidas del caso. Si estas medidas no son suficientes porque persiste el incumplimiento o la infracción, el Estado de acogida podrá tomar las medidas apropiadas para defender los intereses de los inversores (Art. 26).¹¹⁵²

El suministro de servicios financieros y el desarrollo de actividades de inversión.

la autoridad competente del Estado miembro de origen. La presente Directiva debe ofrecer al menos un mínimo de garantía de que dicha información estará disponible puntualmente. Por este motivo, en cada Estado miembro debe existir por lo menos un sistema de archivo y almacenamiento.»

¹¹⁴⁸ Vid. el Art. 3.2. y el considerando núm. 7 de la Directiva de Transparencia, y el considerando núm. 8: «(8) La supresión de obstáculos conforme al principio del Estado miembro de origen que rige la presente Directiva no debe afectar a los ámbitos no cubiertos por la misma, como los derechos de los accionistas a intervenir en la administración de un emisor; ni debe afectar al derecho del Estado miembro de origen a solicitar, asimismo, al emisor que publique parte o la totalidad de la información regulada a través de la prensa.»

¹¹⁴⁹ Vid. el Art. 2.i) y el considerando núm. 6 de la Directiva de Transparencia: «(6) La supervisión de un emisor de acciones, o de obligaciones cuyo valor nominal unitario sea inferior a 1 000 euros, a efectos de la presente Directiva, se realizará en mejores condiciones si de ella se encarga el Estado miembro en que el emisor tenga su domicilio social. A este respecto, es vital asegurar la coherencia con 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 (1). En la misma línea, debe introducirse una cierta flexibilidad para permitir que los emisores de terceros países y las sociedades de la Comunidad que emiten solamente obligaciones distintas de las mencionadas puedan elegir el Estado miembro de origen.»

¹¹⁵⁰ Art. 7 de la Directiva de Transparencia: «Los Estados miembros se asegurarán de que la responsabilidad de la elaboración y publicación de la información de conformidad con los artículos 4, 5, 6 y 16 recaiga al menos sobre el emisor o sus órganos de administración, gestión o control, y de que sus disposiciones legislativas, reglamentarias y administrativas sobre responsabilidad se apliquen a los emisores, a los órganos mencionados o a los responsables en el seno del emisor.»

¹¹⁵¹ Vid. el considerando núm. 17 de la Directiva de Transparencia.

¹¹⁵² Art. 28 de la Directiva de Transparencia: «1. Sin perjuicio del derecho de los Estados miembros a imponer sanciones penales, los Estados miembros garantizarán, de conformidad con su Derecho nacional, que al menos se puedan tomar las medidas administrativas apropiadas o imponerse sanciones civiles y/o administrativas con relación a las personas responsables, cuando no se hayan cumplido las disposiciones adoptadas con arreglo a la presente Directiva. Los Estados miembros se asegurarán de que estas medidas sean efectivas, proporcionadas y disuasorias. 2. Los Estados miembros dispondrán que la autoridad competente pueda revelar al público todas las medidas adoptadas o sanciones impuestas por incumplimiento de las disposiciones adoptadas de conformidad con la presente Directiva, salvo que la revelación comprometiera seriamente a los mercados financieros o causara un daño desproporcionado a las partes implicadas.» Conforme al Art. 29, habrá derecho a recurrir la imposición de sanciones antes referidas.

En cuarto lugar, en lo atinente al suministro de servicios financieros y el desarrollo de actividades de inversión, hay que partir de la reflexión siguiente: quienes suministran servicios financieros y desempeñan actividades de inversión de manera regular o profesional (v. gr., las empresas de inversión), se someten tanto al principio del reconocimiento mutuo¹¹⁵³ como al principio de la autorización y supervisión del Estado miembro de origen.¹¹⁵⁴

Para poder suministrar esos servicios y realizar tales actividades, una empresa de inversión requiere la autorización previa del Estado miembro de origen. Si la empresa de inversión es una persona jurídica, debe estar autorizada en el Estado miembro donde tenga su domicilio social; y si no lo es, debe estar autorizada en el Estado miembro donde tenga su administración central, controlando que realmente opere allí, esto es, en su Estado miembro de origen.¹¹⁵⁵

Una vez conseguida esa autorización, las empresas de inversión quedan autorizadas automáticamente¹¹⁵⁶ para operar en la UE, ejerciendo su libertad de establecimiento¹¹⁵⁷ o suministrando libre y directamente sus servicios. Los términos previstos por dicha autorización¹¹⁵⁸ deberán ser observados en todos los Estados miembros a los que se extienda la actividad de las empresas mencionadas. Si posteriormente se requiere modificar el alcance de la autorización inicial, deberá elevarse una solicitud en tal sentido al Estado miembro de origen.

¹¹⁵³ Vid. CALVO CARAVACA A. L. / CARRASCOSA GONZÁLEZ, J. (2008), p. 56 y ss. Los autores explican cómo el principio del reconocimiento mutuo no tiene sentido respecto a la determinación de la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales. (pp. 59-60).

¹¹⁵⁴ Considerando núm. 24 de MIFID II: «Persons who provide the investment services and/or perform investment activities covered by this Directive should be subject to authorisation by their home Member States in order to protect investors and the stability of the financial system.» Y considerando núm. 31 de MIFID II: «The principles of mutual recognition and of home Member State supervision require that the Member States' competent authorities should not grant or should withdraw authorisation where factors such as the content of programmes of operations, the geographical distribution or the activities actually carried on indicate clearly that an investment firm has opted for the legal system of one Member State for the purpose of evading the stricter standards in force in another Member State within the territory of which it intends to carry on or does carry on the greater part of its activities. An investment firm which is a legal person should be authorised in the Member State in which it has its registered office. An investment firm which is not a legal person should be authorised in the Member State in which it has its head office. In addition, Member States should require that an investment firm's head office must always be situated in its home Member State and that it actually operates there.»

¹¹⁵⁵ Art. 5.4. de MIFID II: «Each Member State shall require that: – any investment firm which is a legal person have its head office in the same Member State as its registered office, – any investment firm which is not a legal person or any investment firm which is a legal person but under its national law has no registered office, have its head office in the Member State in which it actually carries on its business.»

¹¹⁵⁶ Vid. Considerando núm. (11 1b) de MIFID II.

¹¹⁵⁷ Considerando núm. 57 de MIFID II: «By way of derogation from the principle of home Member State authorisation, supervision and enforcement of obligations in respect of the operation of branches, it is appropriate for the competent authority of the host Member State to assume responsibility for enforcing certain obligations specified in this Directive in relation to business conducted through a branch within the territory where the branch is located, since that authority is closest to the branch, and is better placed to detect and intervene in respect of infringements of rules governing the operations of the branch.» Y el Art. 16.11. In the case of branches of investment firms, the competent authority of the Member State in which the branch is located shall, without prejudice to the possibility of the competent authority of the home Member State of the investment firm to have direct access to those records, enforce the obligation laid down in paragraph 6 and 7 with regard to transactions undertaken by the branch.

¹¹⁵⁸ Considerando núm. 33 de MIFID II: «An investment firm authorised in its home Member State should be entitled to provide investment services or perform investment activities throughout the European Union without the need to seek a separate authorisation from the competent authority in the Member State in which it wishes to provide such services or perform such activities.» Consultar también el Art. 6.3. de MIFID II.

Si el Estado miembro de acogida tiene sospechas claras y demostrables de que una empresa de inversión que opera en su territorio está incumpliendo con la normatividad MIFID, deberá referir el asunto al Estado miembro de origen para que tome las medidas correspondientes. A más de la actuación del Estado de origen, el de acogida puede tomar las medidas que considere necesarias si la empresa de inversión persiste en la actuación cuestionada, perjudicando los intereses de sus inversores o el funcionamiento de sus mercados.¹¹⁵⁹

Al igual que MIFID I, MIFID II indica que las negociaciones llevadas a cabo dentro de los mercados regulados quedan sometidas al derecho público del Estado miembro de origen, esto es, al derecho del mercado de valores del Estado que autorizó las actividades de inversión; sin perjuicio de que se aplique la normatividad sobre abuso de mercado que corresponda, que ya está en el derecho del mercado de valores de cada Estado miembro por la armonización promovida por la DAM, y la que será directamente aplicable gracias al RAM y hará parte del derecho del mercado de valores de cada Estado.¹¹⁶⁰

El abuso de mercado.

El primer referente para determinar la ley aplicable en un supuesto de abuso de mercado cometido por una empresa de inversión debe ser actualmente la DAM, sin olvidar que, en breve, el referente será otro: el RAM y también la Directiva de Sanciones.

No hay que olvidar que el régimen del abuso de mercado tiene un buen componente de prevención que incide, especialmente, en el tema de la transparencia de la información, por ende, cuando ello sea pertinente, habrá que acudir a lo previsto por los textos que se han relacionado anteriormente¹¹⁶¹; considerando los aspectos puntuales que a través de la DAM reciban un tratamiento especializado, por ejemplo, en cuanto al tema de la divulgación de información privilegiada, cuyo régimen es mucho más específico en la Directiva sobre Abuso de Mercado.

El ámbito objetivo de la DAM, atendiendo a su Art. 9, son las operaciones con instrumentos financieros, siempre que éstos, a) hayan sido admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro; o b) hayan sido objeto de una solicitud de admisión a dicho mercado. En ambos casos, sin importar si las operaciones ocurren en el mercado en cuestión.

¹¹⁵⁹ Vid. el Art. 90.1. de MIFID II.

¹¹⁶⁰ Vid. el Art. 47.4 de MIFID II.

¹¹⁶¹ V. gr., el Art. 19.2 del RAM.

Adicionalmente, los Arts. 2 a 4 (relativos al régimen del *insider trading*, específicamente a su prohibición) serán aplicables a los instrumentos financieros no admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro pero cuyo valor dependa de un instrumento financiero en las condiciones reseñadas en los literales a) y b) recién explicados.

Cuando un emisor no haya solicitado ni obtenido aprobación para la admisión a negociación de sus instrumentos financieros en un mercado regulado de un Estado miembro, no serán aplicables los apartados 1 a 3 del Art. 6, es decir, lo concerniente a la obligación de los emisores de publicar cuanto antes la información privilegiada que les afecte (incluso por Internet); la posibilidad de retrasar la divulgación pública de información privilegiada y los requisitos que deben cumplirse para ello; la regulación de los supuestos de revelación intencional o no intencional de información privilegiada y, finalmente, la obligación de elaborar una lista de personas con acceso a dicha información.

Un Estado miembro tendrá competencia para aplicar las prohibiciones de la DAM, perseguir el abuso de mercado e imponer las sanciones¹¹⁶² previstas por su derecho nacional, a las actuaciones que se lleven a cabo: 1) en su territorio o fuera de él, concernientes a instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado situado, o que opere en su territorio, o para los que se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en dicho mercado; 2) en su territorio y referidas a instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro, o para los que se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en dicho mercado (Art. 10).¹¹⁶³

De esta suerte, en el régimen del abuso de mercado hay que tener en cuenta dónde tiene lugar la operación sobre un instrumento financiero o la actuación abusiva, y dónde está el mercado que resulta afectado.

Un Estado miembro puede aplicar la normativa sobre abuso de mercado a las actuaciones que ocurran dentro o fuera de su territorio, que tengan que ver con instrumentos financieros admitidos a negociación (o con solicitud de admisión) en un mercado situado o que opere en su territorio. También se podrá aplicar dicho régimen a las actuaciones que ocurran dentro del territorio de un Estado miembro, sobre instrumentos financieros admitidos

¹¹⁶² Vid. los Arts. 10, 11, 14, 15, 15bis y 16, y los considerandos 36 a 40 de la DAM.

¹¹⁶³ Vid. el considerando num. 35 de la DAM: «El establecimiento de unas condiciones de igualdad en los mercados financieros de la Comunidad requiere una aplicación geográfica amplia de las disposiciones cubiertas por la presente Directiva. Por lo que se refiere a los instrumentos derivados no cotizados en bolsa pero incluidos en el ámbito de aplicación de la presente Directiva, cada Estado miembro debe tener competencia para sancionar las actividades realizadas en su territorio o en el extranjero que se relacionen con los instrumentos financieros subyacentes que coticen en un mercado regulado situado en su territorio, o que opere en él, o para los que se haya presentado una solicitud de cotización en ese mercado regulado. Cada Estado miembro debe ser asimismo competente para sancionar las conductas realizadas en su territorio en relación con instrumentos financieros subyacentes que coticen en un mercado regulado de un Estado miembro, o para los que se haya presentado una solicitud de cotización en ese mercado.»

a negociación (o con solicitud de admisión) en mercados regulados, situados o que operen fuera de su territorio (pero, de otro Estado miembro).

Lo determinante es que la actuación ocurra dentro del territorio de un Estado miembro o, si ocurre fuera de él, que afecte un mercado regulado situado o que opere dentro de su territorio¹¹⁶⁴ (Art. 84.8 de la LMV).¹¹⁶⁵

FIGURA NÚM. UNO

Actuación ocurrida		Instrumentos financieros		Mercado regulado situado o que opere:	
Dentro territorio	Fuera territorio	Admitidos	Solicitud de admisión	Dentro territorio	Fuera territorio
X	X	X	X	X	
X		X	X		X

Dentro de la misma línea de la DAM, pero con algunas modificaciones, el RAM adopta una solución similar como veremos en las siguientes líneas. El Art. 2.1. del Reglamento indica que esta normativa se aplicará a los instrumentos financieros, siempre que éstos, a) hayan sido admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro, o hayan sido objeto de una solicitud de admisión a dicho mercado.

El RAM agrega a los anteriores, los siguientes instrumentos financieros: b) los que sean negociados en un SMN, hayan sido admitidos a negociación en un SMN, o respecto de los cuales se haya solicitado su admisión a negociación en un SMN; c) los que sean negociados en un SOC; y los no comprendidos en las letras a), b) o c), cuyo precio o valor dependa de dichos instrumentos o tenga un efecto sobre el precio o el valor de los mismos (v.gr., las permutas de riesgo de crédito y los contratos por diferencias).¹¹⁶⁶

¹¹⁶⁴ «...the nationality of the company and the identity of the person who committed market abuse are not decisive. For instance, securities fraud by a Brazilian citizen about financial instruments of an Australian company listed in London leads to the applicability of EU law. Similarly, within the EU, it is the general starting point of the Market Abuse Directive that the country where the financial instruments are admitted to trading is competent for supervising market abuse.¹²¹ If the financial instruments are admitted to trading in several countries, all of these Member States are competent and thus their implementation of the EU law is applicable. Furthermore, the Member State is competent where the actions are carried out.¹²² This leads to problems if the implementation of the EU market abuse law differs in the countries whose law is applicable.¹²³ Take the example of a French citizen resident in Spain committing securities fraud regarding securities of an Italian company listed in Frankfurt and London. In this case the Spanish, German, and British – but not the French and Italian – implementations of the EU market abuse regime are applicable.» Vid. SIEMS, M. (2008), p. 24.

¹¹⁶⁵ Art. 84.8 de la LMV: «Respecto a lo establecido en los artículos 81, 82 y 83 ter, y sin perjuicio de las competencias de las Comunidades Autónomas, la Comisión Nacional del Mercado de Valores será competente no sólo de los actos llevados a cabo en territorio español o fuera de él que se refieran a valores negociables y demás instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o para los que se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en uno de dichos mercados, sino también respecto de los actos llevados a cabo en territorio español en relación con valores negociables y demás instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado de otro Estado miembro de la Unión Europea o para los que se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en uno de tales mercados.»

¹¹⁶⁶ También hay que incluir a: «...las conductas y operaciones, incluidas las ofertas, relativas a las subastas en una plataforma de subasta autorizada como mercado regulado de derechos de emisión u otros productos subastados basados en ellos, aun cuando los productos subastados no sean instrumentos financieros, en virtud del Reglamento (UE) nº 1031/2010. Sin perjuicio de las disposiciones específicas sobre las ofertas presentadas en el contexto de una subasta, cualquier requisito o prohibición del presente Reglamento que se refiera a las órdenes de negociación será de aplicación asimismo a esas ofertas.» Vid. Art. 2.1. del RAM.

De igual manera, el RAM señala que la manipulación del mercado se extiende, en primer lugar, a los contratos de contado sobre materias primas (que no sean productos energéticos al por mayor), siempre que la operación, orden o conducta tenga, pueda tener o pretenda tener efecto en el precio o el valor de alguno de los instrumentos financieros recientemente enunciados, esto es, los del Art. 2.1. del RAM.

En segundo lugar, a los instrumentos financieros (concretamente, los derivados) cuya operación, orden, oferta o conducta tenga o pueda tener algún efecto en el precio o valor de un contrato de contado sobre materias primas, cuando el precio o valor dependan del precio o valor de dichos instrumentos financieros. Y, por último, a las conductas relacionadas con índices de referencia.

Así pues, según el RAM, éste se aplicará a las operaciones, órdenes o conductas relacionadas con los instrumentos financieros mencionados, así no ocurran en un centro de negociación. Y, de igual modo, las prohibiciones y requisitos del RAM se aplicarán a las actuaciones que tengan lugar en la UE o en un tercer país, siempre que estén relacionadas con los instrumentos financieros antes detallados.

FIGURA NÚM. DOS

Actuaciones ocurridas en:		Instrumentos financieros			Contratos de contado sobre materias primas, derivados, índices de referencia y otros.
UE	Fuera UE	Admitidos a negociación en mercado regulado o SMN de Estado miembro	Solicitud de admisión en mercado regulado o SMN de Estado miembro	Subastados en plataformas de subasta, negociados en SMN o SOC de Estado miembro	Cuyo precio o valor dependa de los anteriores o tenga efecto sobre su precio o valor
X		X	X	X	X
	X	X	X	X	X

Como puede advertirse, el RAM tiene un alcance mucho más general, no sólo en cuanto a los instrumentos financieros y los mercados afectados por el abuso de mercado, también en lo atinente a las actuaciones, pues éstas pueden proceder tanto de la UE como de terceros países, y podrán ser investigadas siempre que guarden conexión con los instrumentos financieros y los mercados de los Estados miembros.

En suma, la facultad de aplicar el régimen por abuso de mercado la tiene el Estado miembro en cuyo territorio se desarrolla la actuación, o a cuyo mercado (SMN, plataforma o SOC) afecta la actuación que tiene lugar fuera de su territorio (Art. 22 del RAM).

Si varias autoridades se declaran competentes para conocer de una actuación de abuso de mercado, el RAM les impone la obligación de cooperar y coordinar sus esfuerzos para evitar «posibles duplicidades y solapamientos en la aplicación de sanciones y otras medidas administrativas a los casos que tengan carácter transfronterizo, de acuerdo con los artículos 30 y 31» (Art. 25.5.), ayudándose recíprocamente a la hora de ejecutar las resoluciones correspondientes y cobrar las sanciones pecuniarias.

La AEVM podrá intervenir para coordinar las investigaciones cuando se trate de actuaciones con efectos transfronterizos, siempre que así lo soliciten cualquiera de las autoridades competentes de los Estados miembros implicados.

En cuanto a la responsabilidad penal, la futura Directiva de Sanciones¹¹⁶⁷ pretende reforzar el cumplimiento de la normatividad sobre abuso de mercado (imponiendo unos mínimos que pueden ser superados por la legislación de cada Estado miembro¹¹⁶⁸), debido a la insuficiencia de las sanciones administrativas para prevenirlo y combatirlo, y a los efectos perniciosos del arbitraje regulatorio¹¹⁶⁹ en esta materia.

La idea del legislador europeo es mostrar una mayor desaprobación social y una respuesta conjunta más contundente frente al abuso de mercado,¹¹⁷⁰ reacción que se materializará en sanciones penales más severas para quienes cometan las infracciones más graves¹¹⁷¹ a las prohibiciones de operar con información privilegiada (Art. 3) y manipular el mercado (Art. 5), incluyendo las tentativas (Art. 6), y la comunicación ilícita de información privilegiada (Art. 4).

Esa gravedad se mide, según la Directiva, tomando en cuenta los siguientes criterios: 1) el impacto en la integridad del mercado, 2) los beneficios obtenidos (reales o potenciales) o las pérdidas evitadas, 3) la magnitud del daño que se ocasionó al mercado o al valor general de los instrumentos financieros afectados, 4) la reincidencia del infractor, 5) la existencia o no

¹¹⁶⁷ Que no adoptarán Reino Unido ni Dinamarca.

¹¹⁶⁸ Considerando núm. 21 de la Directiva de Sanciones: «Los Estados miembros pueden establecer, por ejemplo, que la manipulación de mercado cometida temerariamente o por negligencia grave constituye una infracción penal.»

¹¹⁶⁹ Considerando núm. 7 de la Directiva de Sanciones: «Por consiguiente, deben establecerse normas mínimas en relación con la definición de las infracciones penales cometidas por personas físicas, de la responsabilidad en la que incurran las personas jurídicas, así como de las sanciones aplicables. Unas normas mínimas comunes permitirían también utilizar métodos de investigación y una cooperación más eficaces dentro de cada Estado miembro y entre ellos. Habida cuenta de la crisis financiera, es evidente que la manipulación de mercado puede tener repercusiones nefastas en las vidas de millones de personas. El escándalo del LIBOR, un grave caso de manipulación de los índices de referencia, demostró que existen problemas y lagunas importantes que repercuten seriamente en la confianza del mercado y pueden provocar grandes pérdidas a los inversores y distorsiones de la economía real. La inexistencia de un régimen común de sanciones penales en la Unión crea oportunidades para que los autores de prácticas de abuso de mercado se aprovechen de los regímenes menos estrictos de algunos Estados miembros. La imposición de sanciones penales por abuso de mercado tendrá un mayor efecto disuasorio en los posibles infractores.»

¹¹⁷⁰ Vid. el considerando núm. 6 de la Directiva de Sanciones.

¹¹⁷¹ Considerando núm. 10 de la Directiva de Sanciones: «Los Estados miembros deben estar obligados a establecer que, al menos, los casos graves de operaciones con información privilegiada, manipulación de mercado y comunicación ilícita de información privilegiada constituyan infracciones penales cuando se hayan cometido intencionalmente.»

de una organización delictiva, 6) la constatación de que el infractor trabajaba para el sector financiero o una autoridad supervisora o reguladora.¹¹⁷²

Las sanciones aplicadas a las personas físicas y a las jurídicas¹¹⁷³ deberán ser proporcionadas, efectivas y disuasorias. Para lograr tal objetivo, en el caso de las personas físicas, la Directiva establece una duración mínima para la pena máxima de privación de libertad,¹¹⁷⁴ a saber: a) cuatro años para las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (Art. 7.2); y b) dos años para la comunicación ilícita de información privilegiada.

En el supuesto de las personas jurídicas, la Directiva de Sanciones faculta a los Estados miembros para imponer multas de carácter penal o administrativo y sanciones como la disolución judicial, o la exclusión del disfrute de ventajas o ayudas públicas, entre otras.¹¹⁷⁵

En principio, la competencia para conocer del abuso de mercado como infracción penal dependerá de si la infracción fue cometida total o parcialmente en el territorio de un Estado miembro; o por uno de sus nacionales, «al menos cuando el acto constituya una infracción en el lugar en el que fue cometido» (Art. 10).

Esta competencia podrá ser ampliada (comunicándolo a la Comisión Europea) a las infracciones que pese a haber sido cometidas fuera de su territorio, tienen como autor a alguien con residencia habitual en él, o son llevadas a cabo para beneficiar a una persona jurídica establecida allí.

¹¹⁷² Vid. los considerandos núm. 11 y 12 de la Directiva de Sanciones.

¹¹⁷³ Art. 8 de la Directiva de Sanciones: «1. Los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para garantizar que las personas jurídicas puedan ser consideradas responsables de las infracciones contempladas en los artículos 3 a 6, que hayan sido cometidas en beneficio de aquellas por cualquier persona, ya sea que actúe a título Individual o como parte de un órgano de la persona jurídica, y que ocupe un cargo directivo dentro de la persona jurídica, basadas en: a) el poder de representación de la persona jurídica; b) la facultad de tomar decisiones en nombre de la persona jurídica, o c) la facultad de ejercer control dentro de la persona jurídica. 2. Los Estados miembros adoptarán también las medidas necesarias para garantizar que las personas jurídicas puedan ser consideradas responsables cuando la ausencia de supervisión o control por parte de la persona a que se refiere el apartado 1 haya hecho posible que una persona bajo su autoridad cometa, en beneficio de la persona jurídica, alguna de las infracciones a las que se hace referencia en los artículos 3 a 6. 3. La responsabilidad de las personas jurídicas de conformidad con los apartados 1 y 2 no se entiende sin perjuicio de seguir la vía procesal penal contra las personas físicas que estén implicadas como autoras, incitadoras o cómplices de las infracciones a las que se hace referencia en los artículos 3 a 6.»

¹¹⁷⁴ Vid. el considerando núm. 16 y el Art. 7.1. de la Directiva de Sanciones.

¹¹⁷⁵ Vid. el Art. 9 de la Directiva de Sanciones.

FIGURA NÚM. TRES

Dentro de su territorio		Fuera de su territorio (comunicándolo a la Comisión Europea)			
Totalmente	Parcialmente	Por un residente habitual en su territorio	Para beneficiar a una persona jurídica establecida en su territorio	Por un nacional	
				Es delito en el otro territorio	No es delito en el otro territorio
X	X	X	X	X	

Al igual que se estableció un punto de conexión por el beneficio de una persona jurídica establecida en su territorio, quizás se pudo haber ampliado la competencia de un Estado miembro para perseguir penalmente a los infractores cuando sus conductas afecten un mercado, plataforma, sistema o centro de negociación que opere en su territorio o esté situado en él. Pero hay que entender que en materia penal, el tema de la soberanía estatal impone una apreciación más estrecha del alcance extraterritorial¹¹⁷⁶ de la ley y la actuación de los Estados.

Dicho lo anterior, pasemos ahora a analizar la responsabilidad civil por abuso de mercado, señalando que ni la DAM ni el RAM se pronuncian sobre este asunto, por lo tanto, sus aspectos materiales y conflictuales, en el supuesto de actuaciones con efectos transfronterizos, quedarán a merced de lo que establezca cada Estado miembro y del recurso a las reglas generales sobre responsabilidad civil en materia conflictual (RRI y RRII).

3.3. La responsabilidad civil por abuso de mercado: algunas cuestiones conflictuales.

En general, cuando la ley aplicable a la responsabilidad civil coincide con la ley aplicable por incumplimiento de normas regulatorias, los problemas conflictuales se reducen considerablemente. Sin embargo, en el caso del abuso de mercado esto no sucede, en gran parte porque las normas que lo regulan a nivel de la UE no hicieron ninguna mención sobre el asunto y porque la responsabilidad civil no está armonizada a nivel material ni de manera general ni respecto del abuso de mercado.¹¹⁷⁷ Por lo tanto, es necesario recurrir a las normas

¹¹⁷⁶ «The 1968 Second Circuit decision of *Schoenbaum v. Firstbrook*⁶⁴ was a landmark opinion explicating the law on the extraterritorial application of the Exchange Act. This was a derivative action brought by an American shareholder of a Canadian corporation, Banff Oil Ltd. (Banfi), whose shares were listed and traded on the American Stock Exchange. The complaint alleged that Banff sold treasury shares at a deflated price to two foreign companies.⁶⁵ The plaintiff's theory of the case was that Banff was defrauded by its directors and controlling stockholder who combined to force it to sell treasury stock at the prevailing market price when they knew this price was artificially low. ⁶⁶ The defendants argued that the court was without subject matter jurisdiction because the entire transaction occurred in Canada between foreign corporations. ⁶⁷ The Second Circuit rejected that argument stating that "[w]e believe that Congress intended the Exchange Act to have extraterritorial application in order to protect domestic investors who have purchased foreign securities on American exchanges and to protect the domestic securities market from the effects of improper foreign transactions in American securities." ⁶⁸» Vid. KARMEL, R. S. (1997-1998), p. 1160.

¹¹⁷⁷ Vid. CORNELUP, S. (2011), p. 64 y p. 66.

conflictuales generales sobre la responsabilidad civil (RRI y RRII), que podrían coincidir o no con la ley aplicable a la regulación del abuso de mercado.¹¹⁷⁸

En el abuso de mercado se atenta, básicamente, contra la integridad de la información y el acceso a la misma en condiciones de igualdad. La información es, al final, el motor que da vida a las fuerzas o mecanismos que forman los precios de los instrumentos financieros.

Quien abusa del mercado puede actuar directamente o valerse de otros para llevar a cabo su propósito, ya sea de manipular o abusar de información privilegiada, y su conducta afectará de manera más evidente a las contrapartidas (por más que su relación jurídica sea tildada de impersonal), que a otros que negocien en su mismo sentido (o en otro), pero sin relación jurídica alguna.

De las actuaciones constitutivas de abuso de mercado puede surgir tanto responsabilidad civil contractual¹¹⁷⁹ como responsabilidad civil extracontractual¹¹⁸⁰. Aunque debe aclararse que generalmente preponderará esta última, pues normalmente el perjudicado alegará que otro infringió las normas regulatorias del abuso de mercado, ocasionándole perjuicios, en lugar de una obligación contractual específica.¹¹⁸¹

En los mercados financieros, en especial, los de valores, se realizan un sinnúmero de contratos que generalmente adoptan la forma de compraventas y comisiones mercantiles (intermediación)¹¹⁸², pero también existe la posibilidad de préstamos de valores,

¹¹⁷⁸ SÁNCHEZ FERNÁNDEZ propone dos modelos normativos para analizar la determinación de la ley aplicable en materia de responsabilidad civil en los mercados financieros: «i) Un modelo de conexión accesoria en el que la ley aplicable a la responsabilidad civil se determina de acuerdo con los mismos principios que sirven para determinar la aplicación de las normas regulatorias. De acuerdo con este modelo normativo el incumplimiento de las normas regulatorias de un Estado trae aparejada la aplicación, en su caso, de las normas de responsabilidad civil de ese mismo ordenamiento, de manera tal que normas jurídico-públicas y normas jurídico-privadas van a ir siempre “de la mano”. ii) Un modelo de conexión autónoma en el que el punto de conexión se establece de forma independiente de la determinación de las normas regulatorias aplicables. Como se trata de una cuestión que recibe una calificación extracontractual se aplicará la tradicional regla *lex loci damni*. En este ámbito se puede entender que el lugar de producción del daño es el Estado a cuyo mercado se ha dirigido la oferta o en cuyo mercado se negocian los valores. Por tanto, la ley así designada no coincide necesariamente con las normas regulatorias incumplidas.» Vid. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S. (2011), p. 345.

¹¹⁷⁹ «Por esta razón, mientras el contrato es instrumento de colaboración, la responsabilidad extracontractual se limita a atribuir normativamente las consecuencias dañosas que eventualmente traiga nuestra agencia humana. Así por, elemental que sea su proceso de formación (en el extremo, mediante meros contactos sociales típicos), el contrato siempre tiene por antecedente la voluntad negocial.» Vid. BARROS DOURIE, E. (2008), pp. 4-5.

¹¹⁸⁰ «De ello se sigue otra diferencia de carácter lógico y práctico entre ambos estatutos: la responsabilidad contractual tiene por antecedente el incumplimiento, por parte del deudor, de una obligación preexistente convenida en beneficio del acreedor. En consecuencia, la relación contractual se desarrolla en dos niveles: el de la obligación que nace del contrato y el de los remedios que se siguen del incumplimiento. A su vez, la responsabilidad extracontractual se dirige directamente a remediar, esto es, atribuye a quien provocó daño las consecuencias de su acción, sea mediante un estándar normativo de conducta (culpa), sea en razón de una regla que atribuye responsabilidad por el sólo hecho de haberlo causado (responsabilidad estricta).» Vid. BARROS DOURIE, E. (2008), p. 5.

¹¹⁸¹ Vid. ORTÍZ BAQUERO, I. S. (2011). Esta autora considera que en los comportamientos anticoncurrenciales la responsabilidad civil es siempre extracontractual porque «...el fundamento de la pretensión indemnizatoria es la transgresión de un deber general de conducta que para el caso concreto es el de competir en los términos dispuestos por las normas de libre competencia...quienes afirman la naturaleza contractual de la responsabilidad, confunden el hecho de que el incumplimiento contractual deriva o devenga a consecuencia de un comportamiento contrario a las normas de libre competencia, con la conducta anticoncurrencial propiamente dicha.» (pp. 168-169).

¹¹⁸² Exposición de motivos núm. 6 de la LMV. La disposición adicional tercera de la LMV dice que: «Tercera. La suscripción o transmisión de valores sólo requerirá para su validez la intervención de fedatario público cuando, no estando admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, estén representados mediante títulos al portador y dicha suscripción o

asesoramiento en inversión, entre otros negocios, en los cuales puede tener lugar una conducta abusiva del mercado.

La compraventa de instrumentos financieros como contrato típico de los mercados de valores, es – en general – un negocio en masa, al que adhieren los inversores, aceptando unas condiciones de contratación general o específica, según el mercado, sistema o plataforma en cuestión. Ese negocio se concreta a través del encuentro de órdenes de signo contrario en un contexto tecnológico de gran velocidad, frecuencia y volumen.

Esas órdenes (intermediadas por otros que actúan en su propio nombre, pero por cuenta ajena) son la expresión de voluntad de participar en un negocio jurídico-mercantil, y el hecho de que la negociación sea en masa y realizada a gran velocidad mediante la intervención de la tecnología, no resta carácter contractual a la operación económica efectuada.

Desde hace mucho tiempo, la práctica contractual se ha ido alejando del paradigma del encuentro cara a cara entre los contratantes, para ser cada vez más intermediada (como en el caso de las compraventas bursátiles que se dan entre miembros del mercado), impersonal o desvinculada de las personas que contratan. Por eso, actualmente, se habla más bien de intereses. Así pues, el contrato satisface unos determinados intereses que generan obligaciones y distribuye una serie de riesgos según cada posición contractual.

El incumplimiento contractual devendrá, objetivamente, de la no satisfacción de esos intereses, del contenido preciso de las obligaciones que hayan sido pactados (aunque de manera general, y en masa) y que hayan dado lugar a una relación jurídica previa entre las partes; o de la vulneración de principios, reglas o deberes que la ley o la jurisprudencia entienda englobados, de manera natural y lógica, dentro del contenido negocial, y cuyo cumplimiento sea legítimo esperar según el desarrollo propio de las actividades, y de las prácticas o costumbres sociales.

Esto es lo que ocurre en el mercado de valores, hay unos intereses que confluyen y se concretan en operaciones sometidas a las reglas específicas de cada mercado o sistema de negociación, en los que se espera legítimamente la ejecución de las prestaciones a las que cada cual se haya obligado para satisfacer dichos intereses, y el respeto de unas mínimas reglas de juego limpio, excluyentes del abuso de mercado, para reforzar la confianza entre quienes negocian en los mercados financieros.

transmisión no se efectúe con la participación o mediación de una sociedad o agencia de valores, o de una entidad de crédito.»

En la responsabilidad extracontractual no hay esa confluencia de intereses que dé lugar a la generación de obligaciones entre los interesados, por el contrario, la responsabilidad civil extracontractual se fundamenta en deberes generales de cuidado para no provocar daños a otros. Y es contrario a esos deberes de cuidado, el abusar de la información privilegiada y el manipular el mercado, en los términos que han quedado consignados a lo largo de este trabajo.

Como no podemos analizar cada uno de los contratos que tienen lugar en el mercado de valores, ni todos los supuestos de los cuales se derivaría responsabilidad extracontractual por abuso de mercado, ya que la casuística podría ser abrumadora; haremos una exposición general en lo que respecta a la ley aplicable, que pueda servir como punto de partida para estudiar cuestiones más específicas.

Sin embargo, antes de entrar en materia, llamemos la atención sobre un hecho al que no nos habíamos referido antes y que alude a cómo se forma el precio de los instrumentos financieros que cotizan en varios mercados de valores de los Estados miembros, preguntándonos en particular, cuál de los mercados influye más en el proceso de determinación del precio de un instrumento financiero.

La cuestión tiene que ver con la mayor capacidad de un mercado respecto de otro para procesar la información, el mercado más rápido y eficiente contribuirá más al precio e influirá en los demás mercados que serán algo así como “satélites”.¹¹⁸³ Esto significa que si un instrumento financiero determinado es objeto, por ejemplo, de una manipulación en el mercado de un Estado miembro, el precio al que conduzca esa manipulación influirá en la formación de los precios en los demás mercados donde coticen el mismo valor, pues, al final de cuentas, es información.

Igual ocurre con la manipulación de un derivado negociado en un Estado miembro cuyo activo subyacente o precio de referencia esté ubicado en otro Estado, y uno u otro sean objeto de manipulación. Los efectos informativos de esta conducta abusiva llegarán, por ejemplo, al mercado de derivados correspondiente, y habrá que determinar cuál es la ley aplicable a la responsabilidad civil en caso de que un perjudicado quiera demandar por sus perjuicios, porque varias legislaciones podrían entrar en conflicto de no tener claridad al respecto.

Recordemos que otra cosa son las competencias de las autoridades estatales correspondientes para investigar el abuso de mercado, asunto que ya fue estudiado en su

¹¹⁸³ Vid. PASCUAL, R. / PASCUAL-FUSTER, B. / CLIMENT, F. (2006).

oportunidad y que pone el énfasis en el lugar donde se realiza la actuación abusiva y no en el lugar donde ocurre el daño.

Supongamos que una sociedad española que cotiza en la Bolsa de Londres contrata a un *underwriter* inglés (a mejor esfuerzo¹¹⁸⁴) para la colocación de un paquete de acciones. El *underwriter* revela información privilegiada negativa de la empresa a un manipulador ubicado en Italia y montan una estrategia de manipulación informativa para perjudicar a la sociedad española y beneficiar a una sociedad competidora, con sede en Francia.

Antes de la manipulación, un inversor holandés había comprado un buen número de valores de la sociedad española al *underwriter*, sufriendo luego cuantiosas pérdidas económicas por razón de la manipulación. ¿Qué ley resultaría aplicable a efectos de iniciar acciones de responsabilidad civil?

Este es sólo un ejemplo de lo complicado que puede llegar a convertirse la determinación de la ley aplicable en el abuso de mercado. Así pues, tendremos que echar un vistazo a los regímenes conflictuales que podrían ajustarse a las circunstancias de internacionalidad que pueden presentar el *insider trading* y la manipulación del mercado.

Desde lo conflictual, existen, principalmente, dos normativas comunitarias que habría que analizar en materia de ley aplicable, esto es, los Reglamentos Roma I – RRI –¹¹⁸⁵, sobre las obligaciones contractuales y paralelo al Convenio de Roma de 1980; y Roma II – RRII –, sobre las obligaciones extracontractuales.¹¹⁸⁶ Ninguno de los dos se aplica a Dinamarca.¹¹⁸⁷

A los contratos celebrados antes de la entrada en vigor del RRI y a los hechos dañosos producidos antes de la vigencia del RRII, les resultarán aplicables los convenios internacionales correspondientes, de existir, y entre ellos, el Convenio de Roma de 1980. En caso contrario, habrá que recurrir a los DIPr. autónomos. Lo anterior es importante mencionarlo ya que muchos hechos generadores del daño en materia de abuso de mercado se descubren mucho tiempo después de que hubieran tenido lugar y antes de la vigencia de los reglamentos comunitarios, pero sólo nos centraremos en estos últimos para perfilar algunas ideas generales respecto a la responsabilidad civil por abuso de mercado en el mercado de valores.

¹¹⁸⁴ No se compromete a asegurar la colocación de los títulos, comprándolos, sólo a prestar su mejor esfuerzo.

¹¹⁸⁵ El Art. 24 del RRI establece que el Convenio de Roma de 1980 sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales continuará vigente en los territorios de los Estados miembros comprendidos en su ámbito de aplicación territorial, según el artículo 299 del TCE. Vid. QUIÑONES ESCÁMEZ, A. (2006).

¹¹⁸⁶ El primer reglamento es aplicable a los contratos celebrados después del 17 de diciembre de 2009 y, el segundo, a los hechos generadores de daño que se produzcan después de su entrada en vigor (11 de enero de 2009). Vid. SEUBA TORREBLANCA, J. C. (2005) y la Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Cuarta), de 17 de noviembre de 2011, asunto C-412/10, junto a las conclusiones del Abogado General Mengozzi, del 6 de septiembre de 2011.

¹¹⁸⁷ Vid. considerandos 44 a 46 y los Arts. 24 y 25 del RRI.

3.3.1. EL RRI y la responsabilidad civil por abuso de mercado.

El RRI se aplica a todas las obligaciones contractuales, civiles y mercantiles, cuando exista un conflicto de leyes. Para determinar el carácter civil o mercantil de una obligación hay que acudir a la naturaleza de la relación jurídica entre las partes y no al carácter público o privado de los sujetos.

Dentro de las exclusiones de su ámbito objetivo de aplicación, el RRI contempla, según su Art. 1.d), a las obligaciones derivadas de las letras de cambio, cheques y pagarés y otros instrumentos negociables «en la medida en que las obligaciones nacidas de estos últimos instrumentos se deriven de su carácter negociable».

Esta exclusión, común también al RRII¹¹⁸⁸, se explica porque los títulos valores mencionados tienen un tratamiento legal específico y homogéneo que regula el hecho de la tenencia legítima del título frente al deudor en cada Estado.¹¹⁸⁹ Por lo demás, los contratos que sirven de causa a la expedición del título o a su entrega, sí quedan comprendidos dentro del ámbito del RRI.

Ciertamente, para que exista responsabilidad contractual por abuso de mercado, el incumplimiento del contrato tiene que surgir, desde luego, de una conducta de abuso de mercado. Si bien la ley que rige los valores negociables es la ley de su emisión, cuando el incumplimiento proviene del contrato que da lugar al valor negociable, será de aplicación el RRI, pero si el incumplimiento surge de la infracción de una norma relativa a la emisión de los valores negociables, será ésta la ley aplicable.

El RRI tampoco se aplica¹¹⁹⁰ – Arts. 1.f) – a «la responsabilidad personal de los socios y administradores como tales con respecto a las obligaciones de la sociedad u otras personas jurídicas». La responsabilidad de las sociedades y de sus representantes en tanto surja de su actividad comercial, es decir, de los contratos que celebren con otros, sí que corresponderá al RRI. De ahí que, por ejemplo, si una sociedad incurre en abuso de mercado en desarrollo de un contrato con otra sociedad, se aplicará la *lex contractus* y no la *lex societatis*.

Adicionalmente, el RRI tampoco se aplica a «las obligaciones que se deriven de los tratos previos a la celebración de un contrato» – Art. 1.i) – (a las que se aplicará el RRII,

¹¹⁸⁸ Vid. Art. 1.2.c) del RRII.

¹¹⁸⁹ El Art. 10.3. del C.c. dice que a los títulos valores se les aplica la ley de lugar de su emisión.

¹¹⁹⁰ Al respecto, el Art. 1.2.d) del RRII expresa: «d) las obligaciones extracontractuales que se deriven del Derecho de sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas, relativas a cuestiones como la constitución, mediante registro o de otro modo, la capacidad jurídica, el funcionamiento interno y la disolución de sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas, de la responsabilidad personal de los socios y de los administradores como tales con respecto a las obligaciones de la sociedad u otras personas jurídicas y de la responsabilidad personal de los auditores frente a una sociedad o sus socios en el control legal de los documentos contables»

relativo a las obligaciones extracontractuales); a la prueba ni al proceso (Art. 1.3.)¹¹⁹¹, en éste último caso, por razón de la *lex fori* (ley sustantiva del país cuyos tribunales conocen del asunto).

Desde la perspectiva de los tratos previos, puede decirse que estos son verdaderos acuerdos que llevan a la conclusión de otros contratos. Algunos de esos convenios pueden tener realmente una autonomía contractual y no ser simples acuerdos satélites necesarios para dar pasos más seguros, con mayores garantías, hacia la conclusión de un contrato de mayor dimensión como, por ejemplo, una fusión.

Es común que durante las negociaciones preliminares de una fusión o de una adquisición de empresa se celebren pactos de confidencialidad para consolidar la confianza entre las partes en un proceso, generalmente complejo y de larga duración, encaminado a la conclusión de la operación final, de dimensiones económicas y jurídicas más significativas.

Sin embargo, muchos de estos tratos o negocios preliminares gozan de autonomía contractual, pueden estar dirigidos a proteger la información de las empresas, activo de gran importancia para su desempeño en bolsa o fuera de ella. Lamentablemente, la regla del RRII no da lugar a esta interpretación, no les concede autonomía contractual, lo que es bastante discutible.¹¹⁹²

El RRII tiene un enfoque distinto, califica los tratos preliminares (sin importar el grado de autonomía que puedan alcanzar ciertos pactos alcanzados durante su desarrollo)¹¹⁹³ como un periodo previo al contrato donde se adquieren “obligaciones extracontractuales” en conexión con un futuro contrato.

Esto, pese a que lo precontractual sin ser algo estrictamente contractual, es mucho más que lo extracontractual, pues sí hay relaciones negociales previas, en las que ciertos temas podrán alcanzar un grado de independencia mayor que otros, sentando las bases de un acto jurídico posterior de mayor trascendencia, que integra lo acordado por las partes.

En el considerando número 30 del RRII se incluye a la ruptura de los tratos contractuales y a la violación del deber de información dentro del concepto de culpa *in*

¹¹⁹¹ Vid. el Art. 1.3. del RRII.

¹¹⁹² Este rigor del RRII podría ser subsanado con una redacción del respectivo contrato en la que resulte claro que la reserva de la información es el centro de gravedad de dicho acuerdo, desconectándolo del proceso contractual principal.

¹¹⁹³ «El supuesto más significativo en materia de responsabilidad precontractual, la ruptura injustificada de tratos, ha sido objeto de respuestas diversas. Así, mientras en Francia se tiende a aplicar a este supuesto la ley que resulte de la consideración de la norma de conflicto en materia de responsabilidad extracontractual²⁶, en Alemania y Suiza se ha mantenido la aplicación de la *lex contractus*, considerando que durante el desarrollo de los tratos puede haberse llegado a establecer un vínculo entre las partes basado en las expectativas creadas durante la negociación²⁷. Una situación variopinta, por tanto, en el panorama comparado que ahora deberemos contrastar con la solución que se deriva de los Reglamentos Roma I y Roma II.» Vid. ARENAS GARCÍA, R. (2008), p. 9.

contrahendo.¹¹⁹⁴ Concepto autónomo respecto de los que tengan las legislaciones estatales, y que sólo contempla a las obligaciones extracontractuales en conexión directa con los tratos previos a un contrato.

Lo curioso, sin embargo, es que el RRII refuerce, de alguna manera, la idea del carácter casi que contractual de los tratos preliminares, lo que se verifica en la solución del Art. 12, cuya primera opción es aplicar a la obligación “extracontractual” derivada de los tratos previos, la ley aplicable al contrato o la que se habría aplicado al contrato si este se hubiera celebrado, esto es, la ley hipotéticamente contractual.

A continuación, el RRII trae unas opciones, en caso de que no sea posible determinar la ley aplicable conforme a lo anterior, recurriendo, entonces, a la ley del país en el que se haya producido el daño (lo que no incluye al país donde se haya producido el hecho generador del daño, ni donde se hayan producido sus consecuencias indirectas); a la ley del país de la residencia habitual común de las partes cuando se produjo el hecho generador del daño; o, finalmente, a la ley del país con el cual la obligación extracontractual presenta vínculos manifiestamente más estrechos.

La ruptura de los tratos preliminares puede ocurrir por muchísimos factores, por la simple voluntad de una de las partes que no quiera seguir con las negociaciones, o por su deseo de perjudicar a la otra; por el incumplimiento de los pactos alcanzados, por ejemplo, en materia de información; o por otras razones externas a las actuaciones de las partes que las lleven a reevaluar su posición negocial debido a la inconveniencia del negocio. En fin, son múltiples los motivos que pueden llevar a interrumpir las negociaciones preliminares y uno de ellos puede ser el abuso de mercado.

Dejando a un lado las cuestiones excluidas de su ámbito de aplicación, pues ninguna excluye la responsabilidad civil por abuso de mercado, ocupémonos ahora, en concreto, de las reglas de derecho aplicable que trae el RRI.

El RRI establece un régimen general y un régimen especial. El primero se basa en la libertad de elección de la ley aplicable, y unas reglas específicas cuando esa elección no ha tenido lugar o no es válida. El segundo, se compone de supuestos en los que las reglas son distintas según la ponderación de intereses efectuada por el legislador, y que buscan reforzar

¹¹⁹⁴ Normalmente, el fenómeno de la culpa *in contrahendo* ocurre cuando se ha creado la confianza en el otro de que se va a llegar a un acuerdo, o cuando se ha actuado en las negociaciones sin una intención real de obligarse contractualmente, transgrediendo así la buena fe que debe presidir el comercio jurídico y dando lugar a la correspondiente indemnización de perjuicios. Vid. Arts. 2:301 y 2:302 de los Principios de Derecho Europeo de los Contratos.

la protección de ciertas partes que están en situación de asimetría contractual o vulnerabilidad¹¹⁹⁵, por ejemplo, los contratos de trabajo¹¹⁹⁶.

3.3.1.1. Régimen general

La regla general del RRI es la de la autonomía conflictual¹¹⁹⁷ (Art. 3.1) – presupuesto lógico de la autonomía material¹¹⁹⁸ –, lo que significa la libertad de elección de la ley aplicable a los contratos por parte de quienes los celebran¹¹⁹⁹. Esta libertad de elección¹²⁰⁰ permite que las partes sometan sus relaciones jurídicas al derecho que les parezca más idóneo y efectivo para satisfacer sus necesidades e intereses, aquel que más conozcan o con el cual estén más acostumbradas a operar.

Esa autonomía conflictual¹²⁰¹ no exige que la ley aplicable elegida tenga una vinculación con el contrato, deduciéndose, entonces, la inexistencia de fraude a la ley¹²⁰² por una elección de esta naturaleza¹²⁰³.

¹¹⁹⁵ El Art. 10.5. del C.c. establece que: «Se aplicará a las obligaciones contractuales la ley a que las partes se hayan sometido expresamente, siempre que tenga alguna conexión con el negocio de que se trate; en su defecto, la ley nacional común a las partes; a falta de ella, la de la residencia habitual común, y, en último término, la ley del lugar de celebración del contrato. No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, a falta de sometimiento expreso, se aplicará a los contratos relativos a bienes inmuebles la ley del lugar donde estén sitios, y a las compraventas de muebles corporales realizadas en establecimientos mercantiles, la ley del lugar en que éstos radiquen.»

¹¹⁹⁶ Vid. Conclusiones de la Abogada General Verica Trstenjak, del 16 de diciembre de 2010, asunto C-29/10. El caso aludía a un trabajo en el sector del transporte internacional. Para estudiar su naturaleza, la Abogada General sugirió tener en cuenta el conjunto de circunstancias que rodeaban la actividad del trabajador (Sr. *Koelzsch*), v. gr., el Estado a partir del cual éste cumplía sus misiones de transporte, donde organizaba y tenía sus herramientas de trabajo, los lugares donde efectuaba principalmente el transporte, los lugares de descarga de la mercancía y el lugar al que el trabajador regresaba una vez finalizadas sus misiones. La Abogada tomó como referentes para dar solución a la cuestión prejudicial a varios asuntos decididos por el TJUE, a saber: *Mulox IBC*, *Rutten*, *Weber* y *Pugliese* (puntos 84-100).

¹¹⁹⁷ Esa elección se deberá manifestar expresa o tácitamente (siempre que el sentido de la elección pueda deducirse inequívocamente de los términos del contrato o de las circunstancias del caso). La redacción de una cláusula de jurisdicción sin una cláusula de ley aplicable es un indicio que sirve para inferir la ley que las partes desean aplicar a su relación contractual, pero no es totalmente determinante, es tan sólo un factor a tener en cuenta. La elección podrá tener como objeto cualquier ley estatal así no tenga vinculación alguna con la relación contractual, y podrá afectar a la totalidad del contrato o sólo a una parte (*depeçage*). Con todo, para evitar la incoherencia del propio contrato, se recomienda la aplicación del fraccionamiento a partes o cláusulas del acuerdo que sean susceptibles de división, en razón de su autonomía jurídica y económica. El RRI también faculta a las partes para cambiar la ley elegida por otra durante la vigencia del contrato (Art. 3.2), sin que puedan afectarse los derechos de terceros. Asimismo, las partes podrán elegir normativas distintas a los derechos estatales, por ejemplo, las contenidas en algún convenio internacional. Lo anterior se ha interpretado como una especie de autonomía material porque las partes incorporan ese contenido normativo (no estatal) a su contrato.

¹¹⁹⁸ «Se habla de autonomía material de los contratantes para significar su facultad de establecer en un contrato los pactos, condiciones o cláusulas que tengan por conveniente, en el sentido del artículo 1255 C.c. Dicha facultad se encuentra en el derecho interno, sometida a los límites impuestos principalmente por la ley. La autonomía material existe igualmente en el ámbito de los contratos internacionales, y sus límites vendrán impuestos por la Ley rectora de dicho contrato según las reglas de Derecho internacional privado (*lex contractus*). Pues bien, se utiliza la expresión autonomía conflictual para definir la posibilidad que tienen las partes contratantes de elegir la Ley rectora del contrato que va a determinar la validez, alcance y efectos de todos y cada uno de los pactos suscritos por las partes contratantes en virtud de su autonomía material». Vid. FERNÁNDEZ ROZAS, J. C. / SÁNCHEZ LORENZO, S. (2004), pp. 455-456.

¹¹⁹⁹ Si al momento de la elección todos los elementos de la relación contractual están localizados en un país diferente de aquel cuya ley se elige, resultarán aplicables las normas de ese país que no puedan excluirse por convenio. Ahora, si al momento de la elección, esos elementos están ubicados en uno o más Estados miembros y se elige la ley de un Estado no miembro, la elección de las partes no impedirá la aplicación de las normas del Estado miembro del foro, que no sean susceptibles de excluirse por convenio.

¹²⁰⁰ En razón de esta libertad, el Art. 20 excluye la figura del reenvío porque no sería lógico otorgar a las partes capacidad para determinar el derecho aplicable a su relación jurídica – contractual, si al mismo tiempo se deja la puerta abierta a un ordenamiento distinto para que la regule. Art. 20: «Exclusión del reenvío. Cuando el presente Reglamento establezca la aplicación de la ley de un país, se entenderá por tal las normas jurídicas materiales en vigor en ese país, con exclusión de las normas de Derecho internacional privado, salvo que el presente Reglamento disponga otra cosa.» Vid. también el Art. 12.2. del C.c.

¹²⁰¹ Vid. LEIBLE, S. (2011), pp. 214-233.

Sin embargo, la libertad de elección no es absoluta, deben respetarse, por ejemplo, el orden público del foro¹²⁰⁴ y las leyes de policía¹²⁰⁵ de la *lex fori* (Art. 9.2 del RRI y Art. 8 del C.c.); además, se debe tener en cuenta las leyes de policía¹²⁰⁶ extranjeras (Art. 9.3.),¹²⁰⁷ siempre que se den ciertas circunstancias. Aún más, en el caso de los contratos individuales de trabajo,¹²⁰⁸ se deben acatar las normas imperativas de la ley que hubiera resultado aplicable en defecto de elección.

La problemática inicial que podría plantearse respecto al abuso de mercado consiste en lo siguiente: hasta dónde puede operar la voluntad de las partes cuando el mercado de valores y, en consecuencia, los contratos que se celebran según la ley que rige los mercados de valores – y la responsabilidad civil que de ellos se deriva – constituyen un ámbito donde no prima el principio de disposición de las partes respecto de muchos términos de los contratos y, especialmente, de las normas de conducta a seguir cuando se negocia en dichos mercados.

Mejor dicho, el mercado de valores está muy impregnado de normas imperativas y de policía¹²⁰⁹ porque es un sector donde existe un verdadero interés público en la protección, como se dijo, de los mecanismos de formación de los precios, por lo tanto, dejar la elección de la ley aplicable a la voluntad de las partes no parecería lo más adecuado si tal ley no coincidiera con la ley del mercado afectado por un incumplimiento contractual atribuible a abuso de mercado (aunque en su mayoría serán casos de responsabilidad extracontractual).

¹²⁰² Art. 12.4. del C.c.: «Se considerará como fraude de ley la utilización de una norma de conflicto con el fin de eludir una ley imperativa española.»

¹²⁰³ El Art. 10.5 del C.c. español sí exige una vinculación significativa entre el contrato y la ley elegida.

¹²⁰⁴ Vid el Art. 21 del RRI. Sólo se excluye la aplicación de disposiciones específicas (no al conjunto de la ley extranjera) si son manifiestamente incompatibles con el orden público del foro.

¹²⁰⁵ El Art. 9.1. del RRI: «Una ley de policía es una disposición cuya observancia un país considera esencial para la salvaguardia de sus intereses públicos, tales como su organización política, social o económica, hasta el punto de exigir su aplicación a toda situación comprendida dentro de su ámbito de aplicación, cualquiera que fuese la ley aplicable al contrato según el presente Reglamento.» Respecto a esta definición, GARCIMARTÍN expresa que: «Bajo este precepto no se puede invocar cualquier norma imperativa, sino únicamente normas «ordo-políticas», cuyo objeto es la tutela de intereses públicos o supra-individuales. Esto excluye aquellas normas destinadas a la tutela individual de una parte del contrato por su condición de asimetría frente a la otra. El artículo 9 no es, por consiguiente, la sede adecuada para proteger la posición contractual de los consumidores, agentes, etc.» Vid. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. (2012), p. 353.

¹²⁰⁶ Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera), de 17 de octubre de 2013, asunto C-184/12. Y, conclusiones del Abogado General Wahl, del 15 de mayo de 2013 (especialmente, los puntos 29-37 donde se analiza el concepto de ley de policía y sus límites. Y los puntos 41-44 y 57-59 donde se examina la relación con la armonización mínima o exhaustiva de una materia concreta en el derecho comunitario).

¹²⁰⁷ Art. 9.3. del RRI: «También podrá darse efecto a las leyes de policía del país en que las obligaciones derivadas del contrato tienen que ejecutarse o han sido ejecutadas en la medida en que dichas leyes de policía hagan la ejecución del contrato ilegal. Para decidir si debe darse efecto a estas disposiciones imperativas, se tendrá en cuenta su naturaleza y su objeto, así como las consecuencias que se derivarían de su aplicación o de su inaplicación.»

¹²⁰⁸ Art. 10.6. del C.c.; «A las obligaciones derivadas del contrato de trabajo, en defecto de sometimiento expreso de las partes y sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 8, les será de aplicación la ley del lugar donde se presten los servicios.»

¹²⁰⁹ «El Tribunal de Justicia estableció en dicho caso un minucioso control de proporcionalidad entre el interés nacional sobre el cual se fundamenta la ley de policía y los objetivos del Tratado. Efectuó asimismo un control de carácter no discriminatorio de la ley de policía examinada...Si una ley de policía interviene en un ámbito armonizado, el test de compatibilidad al que se acaba de aludir será con probabilidad aún más desfavorable a la ley de policía, ya que en principio ningún argumento podría justificar que la legislación de un Estado perturbe una libertad fundamental en un ámbito en el que su intervención unilateral será difícilmente justificable.» Vid. JACQUET, J. M. (2010), p. 38.

La DAM quería armonizar los derechos estatales en materia de abuso de mercado y proteger los mercados financieros a través de una regulación con mayor alcance, imponiendo a los Estados miembros algunas normas y políticas comunes para prevenir, perseguir y sancionar el abuso de mercado.

La ley más próxima, la que las partes esperarían razonablemente ver aplicada si en la ejecución de una obligación contractual incurrían en abuso de mercado, es la ley del mercado afectado, incluso porque las consecuencias dañinas del abuso de mercado no se circunscriben a una contrapartida o a alguien con quien se tenga un negocio en particular, por el contrario, al abusar del mercado se afecta al mercado de valores en general y a los intereses específicos y dignos de protección de una variedad de personas que luego se precisarán en esta investigación al hablar de los sujetos perjudicados.

Ahora bien, si conforme al régimen general las partes no realizan una elección del derecho aplicable, la ley que regirá el contrato (*lex contractus*) deberá determinarse a partir de las reglas contenidas en el Art. 4 del RRI.

Esas reglas especiales del Art. 4 se clasifican en las siguientes: 1. Reglas particulares en función de la naturaleza del contrato (Art. 4.1). 2. Reglas particulares cuando los contratos no puedan ser clasificados en las categorías a las que alude el Art. 4.1 (cláusula de cierre del Art. 4.2.). Y, 3. Reglas particulares cuando los contratos tengan vínculos manifiestamente más estrechos con otra ley (cláusula de escape del Art. 4.3).

Las reglas particulares según la naturaleza del contrato son, fundamentalmente, las siguientes:

Primero, a los contratos de compraventa de mercaderías se les aplicará la ley del país donde el vendedor tenga su residencia habitual¹²¹⁰. Segundo, a los contratos de prestación de servicios¹²¹¹ los regirá la ley del país donde el prestador del servicio tenga su residencia habitual.¹²¹²

¹²¹⁰ La residencia habitual de las personas jurídicas o físicas depende de la residencia que hubieren tenido al momento de celebrar el contrato. La residencia habitual de las personas jurídicas equivale al lugar donde tienen la administración central (ni la sede estatutaria ni el centro de actividad principal). Si una persona jurídica tiene varios establecimientos, pero el contrato se ha celebrado en el marco de las actividades de un establecimiento en particular o la prestación debe ser realizada por un establecimiento en concreto, el lugar de ese establecimiento determinará la residencia habitual. En cuanto a las personas físicas hay que distinguir si están desempeñando una actividad profesional o personal. En caso de estar desarrollando una actividad profesional, su residencia vendrá determinada por el lugar donde tenga su establecimiento principal. Si tienen varios establecimientos, se les aplicarán las mismas reglas que a las personas jurídicas. Vid. el Art. 19 del RRI.

¹²¹¹ Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Cuarta), de 23 de abril de 2009, asunto C-533/07. Y, conclusiones del Abogado General Trstenjak, del 27 de enero de 2009 (se niega que la concesión de una licencia de propiedad intelectual sea un contrato de prestación de servicios).

¹²¹² En el caso del vendedor y del prestador de servicios, la ley que resulta de aplicación en defecto de elección es la que rige a quien tiene a su cargo la prestación característica, esto es, «la prestación que sirve para caracterizar el contrato como de uno u otro tipo, pues la contraparte hace lo mismo en ambos casos (pagar un precio)...la prestación característica

Tercero, los contratos de franquicia y distribución se regirán por la ley del país donde el franquiciado/distribuidor tenga su residencia habitual. Se protege así a estas partes que pueden ser consideradas más vulnerables que las otras, sin recurrir en estos contratos, a la idea de la prestación característica que resultaba problemática.

Cuarto, a los contratos sobre inmuebles (Art. 10.1. del C.c.) se les aplicará la ley del país donde esté ubicado el inmueble (*lex rei sitae*), salvo el caso contemplado en la letra d) ¹²¹³ – alquileres por temporadas –.

Quinto (tema ya relacionado con nuestro objeto de estudio), a los contratos celebrados en subastas y mercados organizados (o plataformas multilaterales de negociación) se regirán por la ley del país donde tenga lugar la subasta y la ley que rija al mercado regulado, respectivamente.

En las subastas internacionales es normal que no exista la posibilidad de tener un acercamiento previo entre vendedor y comprador, las partes no se conocen y no es posible determinar *ex ante* el lugar de residencia habitual del vendedor (quien tendría a su cargo la prestación característica). Por lo tanto, ésta ley aplicable no sería previsible, a diferencia de la ley que rija al mercado/subasta.

Empero, el asunto se complica en los casos de Internet, en los que habría que apreciar el país al que la subasta se dirige, pues este mercado sería el mercado-objetivo y sería el más próximo a las partes.

Adicionalmente, es posible que las plataformas o sistemas de negociación multilateral tengan lugar a través de Internet, y que su componente organizativo-tecnológico esté establecido en un Estado miembro diferente a aquel en el cual la plataforma funcione como centro de confluencia de la oferta y la demanda. En este evento, deberá primar la ley que rige a éste último, que será la *lex mercatus*, pues la plataforma tiene que operar conforme a las reglas y principios que regulan el mercado.

Esta regla del RRI es muy importante para la determinación de la ley aplicable en la responsabilidad contractual por abuso de mercado, pues conforme al Reglamento habrá que

es la más compleja en la relación y por ello su responsable es quien incurre en mayores costes de información jurídica. Las obligaciones del vendedor son más complejas que las del comprador (pues éste sólo debe el precio) y, en consecuencia, aquél va a invertir más en información jurídica; por ello es razonable que se le aplique la ley más próxima. Y lo mismo vale para el prestador de servicios. Por otro lado, esta solución permite a los vendedores y a los prestadores de servicios ofrecer sus productos bajo una única ley en diferentes mercados, lo cual reduce también los costes de transacción.» Vid. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. (2012), p. 334.

¹²¹³ Art. 4.1.d): «no obstante lo dispuesto en de la letra c), el arrendamiento de un bien inmueble celebrado con fines de uso personal temporal para un período máximo de seis meses consecutivos se regirá por la ley del país donde el propietario tenga su residencia habitual, siempre que el arrendatario sea una persona física y tenga su residencia habitual en ese mismo país»

mirar si el mercado es regulado o no. Esto significa que si se trata de un mercado regulado se aplicará la *lex mercatus*, de lo contrario, habrá que seguir con las demás normas del RRI para hallar la norma de conflicto adecuada.

Esto último no deja de ser bastante problemático en cuanto la interconexión entre los mercados organizados y los no organizados puede ser intensa en la actualidad, es más, el mercado no organizado puede servir para manipular el mercado organizado, puede ser el medio para llegar a los mercados organizados (eludiendo normas regulatorias, de mercado carácter imperativo) y tener un impacto muy significativo en la economía de un Estado miembro, por lo que resulta curioso que existiendo intereses públicos generales y relevantes dignos de protección y muy similares a los que existen en los mercados organizados, no se haya optado por una opción más conservadora respecto a la autonomía de las partes.

Empero, como veremos luego, en los mercado no organizados también podríamos llegar a la ley que regula el mercado afectado porque es la ley más próxima, más previsible respecto del abuso de mercado y, en consecuencia, en relación con la responsabilidad civil por abuso de mercado. Además, a la responsabilidad civil puede otorgársele un carácter ordenador o regulador de conductas por lo que no todo puede ser objeto de disposición por las partes o sujetos involucrados, habrá materias que su voluntad no podrá afectar y más si se trata de una cuestión como la del abuso de mercado, fuertemente regulada por el derecho público.

La ley que rige al mercado es la ley que, en esencia, establece las condiciones o requisitos para que un mercado sea autorizado, el acceso a él, su funcionamiento, la admisión a negociación, la información, la publicidad, las operaciones que tienen lugar en él, lo relativo a su supervisión y la sanción de las infracciones que atenten contra la disciplina y la integridad del mercado en cuestión.

Esta ley que rige al mercado, alude al conjunto de normas que regulan los mercados financieros, tanto a sus aspectos organizacionales o de funcionamiento, como a los contratos que se celebran en ellos (LMV¹²¹⁴, C.Com., LSA, etc.). Por supuesto, dentro de los mercados financieros se incluyen los mercados de valores, en los que existen normas de conducta que excluyen el abuso de mercado y sus correspondientes sanciones¹²¹⁵.

Esa ley que regula el mercado y que impone determinados comportamientos, pues su forma normal de expresión es mediante normas imperativas, puede coincidir o no con la ley del mercado afectado por la conducta de abuso de mercado, por lo que las normas de la

¹²¹⁴ Vid. Arts. 1 y 3 de la LMV.

¹²¹⁵ Vid. el título VII, capítulo II de la LMV y el título VIII de la misma ley, en especial su capítulo II.

responsabilidad civil y las normas regulatorias del mercado con posibilidad de aplicarse a una situación en concreto pueden provenir de distintos Estados.

Como se expresó anteriormente, la *lex mercatus* sería la ley más próxima, la que por naturaleza tendría la vocación de regular los conflictos o problemas que se presenten con la infracción de normas de conducta que regulen el mercado afectado y, por ende, sería la conexión más relevante; aunque no tendría por qué importar si se trata de un mercado regulado o no, por las razones que al respecto se han vertido sobre esta distinción que puede minar el alcance de la normativa anti-abuso de mercado.

Sin perjuicio de lo anterior, y siguiendo con las reglas particulares del régimen general del RRI, cuando el contrato no pueda ser encuadrado dentro de las anteriores categorías, o cuando pueda ser subsumible en más de una de ellas sin que la cuestión de la ley aplicable pueda dilucidarse con claridad, se aplicará la ley del país donde tenga su residencia habitual la parte que deba realizar la prestación característica.

La prestación característica es la prestación por la que es debido el pago, la que distingue a un contrato de otro. Cuando tratamos de identificar la prestación característica, debemos analizar la esencia de cada contrato, examinar – entre otras cosas –, quiénes asumen los riesgos o las mayores responsabilidades en la relación comercial, cuál es la complejidad de las prestaciones, cuál es la prestación que sólo tiene la función de remunerar a otras, o qué prestación o grupo de prestaciones tienen primacía sobre las demás.

En los mercados de valores, normalmente la prestación característica tiene origen en los intermediarios financieros, pero no pareciera ser éste el criterio más adecuado para determinar la ley aplicable, pues la residencia habitual del prestador característico puede no coincidir con el mercado afectado, es más, en muchos casos es el prestador característico en los mercados de valores quien abusa del mercado e incumple así con una obligación contractual (normalmente de fidelidad o lealtad con su cliente), aprovechándose de su proximidad con el mercado y de sus conocimientos y habilidades en un sector tan complejo. No tendría mucho sentido aplicar la ley de residencia habitual de este prestador cuando en caso de abuso de mercado y causación de perjuicios, es más previsible para las partes la aplicación de la ley del mercado afectado.

Llegando al límite, si las opciones anteriores fracasan para determinar con claridad la ley aplicable, pues el contrato no es subsumible en las categorías mencionadas, o pese a ser

subsumible presenta vínculos más estrechos¹²¹⁶ con la ley de otro país, o no es posible establecer cuál es la prestación característica; se aplicará la ley del país con la cual el contrato presente vínculos “manifiestamente”¹²¹⁷ más estrechos (cláusula de escape).

Las cláusulas de escape no gozan de mucha aceptación para quienes ven en ellas un gran potencial para producir inseguridad jurídica; sin embargo, en materia de protección de la parte más débil, la intromisión legislativa y judicial no es desdeñada por el conglomerado social, y por ello el RRI no prescinde de esta salida que permite mayor maniobrabilidad al operador jurídico. Empero, salvo la perspectiva anotada, ciertamente, las cláusulas de escape vulneran la previsibilidad jurídica a la que deben responder los criterios para determinar la ley aplicable.

En resumen, inicialmente, el operador jurídico deberá investigar si el contrato en cuestión puede encuadrarse en esa especie de “normas relativamente fijas” que determinan cuál es la prestación característica en ciertos contratos. Posteriormente, si el contrato no está incluido en esas reglas, se aplicará la ley del país donde al momento de la celebración del contrato, el prestador característico tenga su residencia habitual¹²¹⁸. Y, finalmente, cuando no pueda determinarse la prestación característica se recurrirá a la ley del país con la que el contrato presente los vínculos manifiestamente más estrechos.

Respecto de los vínculos más estrechos, el considerando núm. 20 del RRI establece que para determinar la ley del país con la cual el contrato presenta los vínculos más estrechos debe tenerse en cuenta, entre otros aspectos, «si el contrato en cuestión tiene una relación muy estrecha con otro contrato o contratos». ¿Pero esa relación muy estrecha con otros contratos cómo se determina, a qué se refiere concretamente?

Los criterios o factores para verificar qué vínculos o conexiones están objetiva y significativamente relacionadas con el contrato, deberán ser establecidos por el operador jurídico en cada caso. Normalmente, se atenderá a las expectativas de las partes, la existencia de una relación previa y el historial de tal relación, el contexto económico y social en el que tiene lugar la relación entre las partes, los principales objetivos negociales de las

¹²¹⁶ El principio de proximidad apoya la aplicación de la ley del país con la cual el contrato tiene los vínculos más estrechos. Es un principio para dar flexibilidad a la tarea de determinar la ley aplicable. Vid. DE MIGUEL ASENSIO, P. A. (2011), p. 70.

¹²¹⁷ Este adjetivo no se exige para los contratos individuales de trabajo. La exigencia de vínculos manifiestamente más estrechos busca incrementar la seguridad jurídica, porque no podrá ser cualquier vínculo, sino que claramente pueda deducirse del contrato.

¹²¹⁸ «45. La elección del lugar de residencia, de la administración central o del establecimiento del proveedor de la prestación característica, como el de la ley aplicable al contrato, puede explicarse igualmente, a nuestro juicio, por el hecho de que esta ley tiene la ventaja de ser la que el proveedor de esta prestación puede conocer fácilmente, en particular sin barreras lingüísticas, y cuya aplicación puede esperar legítimamente. 46. Además, por la propia naturaleza de su actividad profesional, el proveedor de la prestación característica tendrá que multiplicar los contratos. Resulta por tanto deseable, por razones prácticas, que el conjunto de los contratos que celebra esté sometido a la misma ley...» Vid los puntos 45 y 46 de las conclusiones del Abogado General Bot, del 19 de mayo de 2009, asunto C-133/08.

prestaciones, la importancia económica de los bienes sobre los que recaen las prestaciones y su ubicación.¹²¹⁹

Asimismo, se tratará de identificar los elementos que son meramente circunstanciales y los que sí son relevantes en la actividad comercial, el Estado que se ve más implicado o afectado por la relación contractual, si las partes comparten el lugar de residencia habitual, si hay contratos conexos (cuál es el accesorio o satélite), si hay unidad funcional contractual, etc.

Podría decirse que los vínculos más estrechos de un contrato en el mercado de valores nos hacen volver la mirada hacia la ley que rige el mercado, pues es ésta la que indica los requisitos y los efectos que tendrán los contratos que se celebran en los mercados de valores, además, los contratos que se celebran y ejecutan en estos mercados integran tácitamente la observancia de las normas de conducta de los mercados, es decir, de la *lex mercatus*, pues la autonomía de la voluntad se ve fuertemente intervenida cuando se trata de normas principalmente imperativas como son las que regulan la dinámica comercial en los mercados de valores.

3.3.1.2. Regímenes especiales

Los regímenes especiales se refieren a los contratos de transporte de mercancías y pasajeros, los contratos de consumo¹²²⁰, los contratos de seguro¹²²¹ y los contratos individuales de trabajo. Como su estudio pormenorizado superaría los objetivos de esta investigación, sólo nos referiremos a los contratos de consumo, al estar, eventualmente relacionados con el abuso de mercado en los términos que expondremos a continuación.

Sin desatender las reglas específicas de los contratos de transporte y de seguros, en los contratos de consumo,¹²²² a falta de elección de la ley aplicable, se aplicará la ley del país

¹²¹⁹ «De ese modo, a efectos de determinar el Derecho aplicable, el criterio de vinculación del contrato de trabajo de que se trata al lugar en el que el trabajador realiza habitualmente sus funciones debe tomarse en consideración de modo prioritario y su aplicación excluye que se utilice el criterio subsidiario del lugar del domicilio del establecimiento que contrató al trabajador... Entre los elementos significativos de vinculación, procede, por el contrario, tener en cuenta particularmente el país en el que el trabajador por cuenta ajena paga sus impuestos y los tributos que gravan las rentas de su actividad y aquel en el que está afiliado a la seguridad social y a los distintos regímenes de jubilación, seguro por enfermedad e invalidez. Por otra parte, el órgano jurisdiccional nacional debe tener en cuenta también la totalidad de las circunstancias del asunto, como, en particular, los parámetros relacionados con la fijación del salario u otras condiciones de trabajo.» Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera), de 12 de septiembre de 2013, asunto C-64/12.

¹²²⁰ Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Primera), de 14 de mayo de 2009, asunto C-180/06. Y, conclusiones del Abogado General Trstenjak, del 11 de septiembre de 2008.

¹²²¹ Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Segunda), de 24 de octubre de 2013, asunto C-22/12 que concluye lo siguiente: «...el seguro obligatorio de la responsabilidad civil que resulta de la circulación de vehículos automóviles debe cubrir la indemnización de los perjuicios inmateriales sufridos por los familiares cercanos de las víctimas fallecidas en un accidente de tráfico, en la medida en que el Derecho nacional aplicable al litigio principal establezca esta indemnización en un concepto de responsabilidad civil del asegurado.»

¹²²² El RRI entiende como contratos de consumo aquellos celebrados por una persona física (el consumidor) y por una persona en ejercicio de su actividad comercial o profesional, para un uso distinto de la actividad comercial o profesional del primero.

de la residencia habitual del consumidor, siempre que dicho lugar coincida con: a) el lugar donde el profesional ejerza sus actividades comerciales o profesionales;¹²²³ o b) el país al cual el profesional, por cualquier medio, dirija tales actividades, siempre que el contrato estuviera comprendido en el ámbito de las mismas.¹²²⁴

Esto significa que la conducta que tiene prelación para la determinación de la ley aplicable es la del vendedor, que su actividad profesional o comercial esté dirigida al Estado miembro donde contrata con el consumidor. Quien introduce el elemento decisivo para que opere el criterio de conexión es el vendedor¹²²⁵ y no el consumidor, pues éste último no va al mercado del profesional, sino todo lo contrario, el vendedor se hace presente en el mercado donde el consumidor contrata con él.¹²²⁶

En verdad, lo de la pasividad o actividad del consumidor en la contratación no es un aspecto muy coherente en cuanto a la apreciación de la conducta como tal, porque no es lo más determinante de su calidad como consumidor que, fundamentalmente reside en la finalidad que satisface (de uso o consumo) al contratar un producto o servicio, sin continuar con la cadena productiva o de circulación de los bienes y servicios (al menos, sin carácter inmediato).

Si no se dan esas condiciones a) y b), para determinar la ley aplicable al contrato habrá que recurrir a los Arts. 3 y 4 del RRI.

¹²²³ Se incluyen las presencias estables (un establecimiento) y las temporales (stands). Vid. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. (2012), p. 345.

¹²²⁴ Vid. considerando 24 del RRI: «Tratándose más concretamente de contratos de consumo, la norma de conflicto de leyes debe permitir reducir los gastos para la resolución de los litigios que son, a menudo de escasa cuantía, y tener en cuenta la evolución de las técnicas de comercialización a distancia. La coherencia con el Reglamento (CE) no 44/2001 exige, por una parte, que se haga referencia a la «actividad dirigida» como condición para aplicar la norma protectora del consumidor y, por otra parte, que este concepto sea objeto de una interpretación armoniosa en el Reglamento (CE) no 44/2001 y en el presente Reglamento, precisándose que una declaración conjunta del Consejo y la Comisión relativa al artículo 15 del Reglamento (CE) no 44/2001 especifica que para que el artículo 15, apartado 1, letra c), sea aplicable «no basta que una empresa dirija sus actividades hacia el Estado miembro del domicilio del consumidor, o hacia varios Estados miembros entre los que se encuentre este último, sino que además debe haberse celebrado un contrato en el marco de tales actividades». Esta declaración recuerda también que «el mero hecho de que un sitio Internet sea accesible no basta para que el artículo 15 resulte aplicable, aunque se dé el hecho de que dicho sitio invite a la celebración de contratos a distancia y que se haya celebrado efectivamente uno de estos contratos a distancia, por el medio que fuere. A este respecto, la lengua o la divisa utilizada por un sitio Internet no constituye un elemento pertinente».

¹²²⁵ Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera), de 17 de octubre de 2013, asunto C-218/12. Y, conclusiones del Abogado General Cruz Villalón, del 18 de julio de 2013 (especialmente, los puntos 17-19, 21-27, 34-38 y 40. En las conclusiones se afirma que la mera accesibilidad a Internet no es un criterio de conexión determinante, y que no es procedente exigir un requisito basado en la existencia de un vínculo causal entre la actividad comercial o profesional dirigida hacia el Estado del domicilio del consumidor y la decisión del consumidor de celebrar el contrato, esto tan sólo puede constituir un indicio. El abogado general reflexiona también sobre la actividad dirigida del vendedor en zonas de frontera).

¹²²⁶ La pasividad es un concepto distinto al desplazamiento del consumidor a otro Estado miembro para celebrar un contrato. Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Cuarta), de 6 de septiembre de 2012, asunto C-190/11. «30...En ningún momento se refiere el Reglamento nº 593/2008 a la existencia de un contrato de consumo celebrado a distancia, sino únicamente a la importancia de una acción comercial dirigida hacia el Estado miembro del domicilio del consumidor. Que éste se desplace o no como resultado de la previa actividad del cocontratante resulta indiferente a la hora de determinar la ley aplicable al contrato. O, al menos, nada se dice sobre la necesidad de que el contrato se celebre a distancia.» Vid. las conclusiones del Abogado General Cruz Villalón, del 24 de mayo de 2012, asunto C-190/11 (también son interesantes las ideas vertidas en los puntos 17, 22, 23, 27, 37 y 38, donde se niega que el contrato de consumo tenga que ser celebrado a distancia).

En cualquier caso, conforme al Art. 6.2., la elección de la ley aplicable no puede privar al consumidor de la protección de aquellas normas que no puedan excluirse por convenio de las partes (normas imperativas) y que hubieran sido aplicables a falta de elección de ley aplicable. El sentido de esta disposición es la aplicación del principio de mayor favorabilidad para el consumidor (quien, además, no puede distinguir entre profesionales que eligen leyes aplicables favorables al consumidor y quienes no lo hacen).¹²²⁷

Estas reglas no serán aplicables a ciertos contratos,¹²²⁸ dentro de los cuales sobresalen los siguientes: Primero, los de prestación de servicios cuando los servicios se deban prestar exclusivamente en un país distinto al de la residencia habitual del consumidor. Esto porque el contrato está más estrechamente vinculado (funcional y territorialmente) con ese lugar, donde se presta el servicio, y no con la residencia habitual del consumidor.

Segundo, los «derechos y obligaciones que constituyan un instrumento financiero y derechos y obligaciones que constituyan los términos y condiciones que regulan la emisión, la oferta de venta al público o las ofertas públicas de adquisición de valores negociables, y la suscripción y el reembolso de participaciones en organismos de inversión colectiva, siempre y cuando no constituyan la prestación de un servicio financiero».

Esta exclusión se explica ya que estos negocios financieros disfrutan de un régimen legal especial que los dota de un tratamiento jurídico uniforme que no puede ser determinado por la ley de la residencia habitual de cada inversor.

Y, tercero, los contratos celebrados en mercados organizados, a los que se aplica la *lex mercatus*.

La aplicación de la ley del país de la residencia habitual del consumidor obedece a la consideración de que el consumidor puede ser presionado para elegir una ley aplicable al contrato que no lo favorezca, confiando – por convicción o suposición –, ciertamente discutible, en que la ley del país de la residencia habitual del consumidor tiene un carácter más tuitivo que los demás ordenamientos jurídicos.

¹²²⁷ Vid. RÜHL, G. (2010).

¹²²⁸ Art. 6.4.: «a) contratos de prestación de servicios, cuando los servicios deban prestarse al consumidor, exclusivamente, en un país distinto de aquel en que el mismo tenga su residencia habitual; b) contratos de transporte distintos de los contratos relativos a un viaje combinado con arreglo a la definición de la Directiva 90/314/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1990, relativa a los viajes combinados, las vacaciones combinadas y los circuitos combinados (15); c) contratos que tengan por objeto un derecho real inmobiliario o contratos de arrendamiento de un bien inmueble distintos de los contratos relativos al derecho de utilización de inmuebles en régimen de tiempo compartido con arreglo a la definición de la Directiva 94/47/CE; d) derechos y obligaciones que constituyan un instrumento financiero y derechos y obligaciones que constituyan los términos y condiciones que regulan la emisión, la oferta de venta al público o las ofertas públicas de adquisición de valores negociables, y la suscripción y el reembolso de participaciones en organismos de inversión colectiva, siempre y cuando no constituyan la prestación de un servicio financiero; e) los contratos celebrados dentro de un sistema que entre en el ámbito de aplicación del artículo 4, apartado 1, letra h).»

Algunos proponen que directamente se diga que el contrato de consumo se rija por la ley del país donde está establecido el profesional,¹²²⁹ aplicando las normas imperativas de protección del domicilio del consumidor. Valdría la pena preguntarse si sería adecuado aplicar como regla general la ley del país de la residencia habitual del consumidor, reconociendo cierta presunción de que es más favorable, sin perjuicio de aplicar aquellas normas imperativas vigentes en el país donde está establecido el profesional o donde se desplazó el consumidor para contratar, siempre que le otorguen mayor protección.

Empero, esta última postura podría generar un fraccionamiento excesivo del contrato, y podría alegarse que no existe seguridad jurídica, elemento crucial en el tráfico jurídico mercantil, y con mayor razón en los supuestos transfronterizos.

Así las cosas, como podemos deducir, tampoco por la vía de los regímenes especiales podrá ignorarse la regla de la *lex mercatus* para los contratos celebrados en mercados organizados, con lo cual, la responsabilidad contractual derivada por abuso de mercado en dichos contratos, deberá regirse por dicha regla.

La razón para imponer la ley del mercado en lugar de la ley del consumidor en los contratos celebrados en los mercados organizados radica en que en este ámbito se desea disponer de reglas homogéneas que promuevan y protejan el funcionamiento de los mercados financieros como interés público general en el que tiene especial interés el Estado, por lo tanto, la regulación a través de normas imperativas van más dirigidas a la organización del sistema financiero y el control de sus actividades (negociaciones en masa uniformes, a gran velocidad y con mucha complejidad), y muy residualmente hacia el inversor o ahorrador.

Mejor dicho, las reglas de ley aplicable en este contexto atienden al “negocio” más que a los sujetos que participan en ellos, más al “sistema” y su “estabilidad”, que a los intereses de los particulares y por ello se debe disponer de una ley única, pues si se atienden los intereses de los particulares podrían resultar aplicables muchísimas leyes que podrían llevar a decisiones contradictorias.

En este sector de vital importancia para la economía de los Estados, la protección del inversor deviene de la protección de las características deseables en todo mercado financiero (estabilidad, integridad, eficiencia, transparencia), por lo que la ley de la residencia del

¹²²⁹ «Ahora bien, si como hemos dicho el principal objetivo de estas normas es proteger al consumidor acercándole el foro a su entorno socio-económico, no se entiende que dicha protección dependa de la localización del domicilio del demandado, máxime si tenemos en cuenta que generalmente en este tipo de litigios el consumidor suele ser el demandante.12... Desde una perspectiva tuitiva, la Comunidad debe poder garantizar la protección procesal al consumidor siempre que exista una vinculación con el territorio comunitario que lo justifique. Ésta es la lógica del RRI13 y la que debería conseguirse con la extensión del RBI a demandados domiciliados en un tercero Estado.» Vid. AÑOVEROS TERRADAS, B. (2009), pp. 288-289. (Esta autora se refiere a los temas de competencia judicial, pero su reflexión puede extrapolarse a la ley aplicable)

consumidor no resultaría previsible, aunque podría servir de freno a los abusos de las empresas de inversión que saben que su actividad es prioritaria para el Estado y que por ello sus intereses son atendidos de manera más solícita por parte del legislador en desarrollo de las políticas financieras estatales.

Salvo la exclusión posterior de los contratos en mercados organizados, en el concepto estricto y autónomo de consumidor que trae el RRI, podría tener cabida el inversor financiero o bursátil si es el destinatario final de la actividad, si no utiliza la inversión para desarrollar una actividad profesional o comercial.¹²³⁰

Por supuesto, hay que admitir que la protección del inversor radica más en establecer su experiencia y conocimientos, que en determinar la finalidad que busca con su actividad. El consumidor o inversor financiero actúa fuera de su ámbito profesional propio, desde la experiencia y los conocimientos financieros está en una posición de debilidad o inferioridad (de insuficiencia en cuanto saber y habilidad) que bien valdría la pena proteger, incluso, tratándose de fondos de inversión colectiva (aunque esto es muy debatido¹²³¹).

El hecho de que un inversor particular busque un fin lucrativo con su inversión no implica que esté desarrollando una actividad comercial o empresarial propia, simplemente tiene un interés de sacar un provecho económico con sus ahorros, soportando los riesgos de su inversión y los resultados de las gestiones realizadas por los intermediarios financieros.

Incluso, desde la perspectiva del derecho español, esta posición de incluir al inversor financiero como consumidor estaría apoyada por el Art. 3 del TRLGDCU que nos dice que «son consumidores o usuarios las personas físicas que actúen con un propósito ajeno a su actividad comercial, empresarial, oficio o profesión. Son también consumidores a efectos de esta norma las personas jurídicas y las entidades sin personalidad jurídica que actúen sin ánimo de lucro en un ámbito ajeno a una actividad comercial o empresarial.»¹²³²

¹²³⁰ «Una categoría de consumidores, sin embargo, no encaja del todo en esta descripción. Se trata de las personas físicas que invierten en los mercados financieros internacionales. El carácter especulativo de estas operaciones pone en duda si estas personas merecen la protección especial que les brinda la normativa comunitaria sobre consumidores. El requisito de que la contratación de productos o de servicios no ha de tener una finalidad lucrativa, aplicado a las inversiones de particulares en los mercados financieros internacionales, puede provocar una cierta confusión. Los operadores que invierten sus ahorros en los mercados regulados de capitales actúan con ánimo de lucro. Sin embargo, el contrato que celebran con las empresas de servicios de inversión no se realiza en el ámbito de su actividad profesional...El particular que contrata la empresa de servicios de inversión es el beneficiario del resultado de la operación. El fin lucrativo que se consigue con la inversión del capital en el mercado, no corrompe su actitud como consumidor, tan sólo modifica uno de los elementos de la relación entre el intermediario profesional y el particular...es el último en la cadena de inversión y el servicio que recibe no se puede calificar como actividad comercial, ya que debe soportar y aceptar el resultado final de la operación bursátil¹⁶. La afectación directa que asume el patrimonio personal demuestra claramente que el objetivo de la inversión entra en los límites de "uso personal o doméstico".» Vid. ANDREEV ANDREEVA, V. (2009), "Licencias de derechos de propiedad y protección de los consumidores...", pp. 377-379.

¹²³¹ Vid. ANDREEV ANDREEVA, V. (2009), "Licencias de derechos de propiedad y protección de los consumidores...", p. 382.

¹²³² Vid. ROJO ÁLVAREZ, C. (2013), pp. 81-82.

Se podría estar tentado a buscar la aplicación de este régimen especial de los contratos de consumo a los contratos celebrados en mercados organizados; sin embargo, hay que reconocer que actualmente la ley que rige los mercados de valores brinda una protección considerable al inversor financiero (gracias, en gran parte al derecho comunitario), clasificándolo según su carácter profesional o no (cliente minorista)¹²³³, y reforzando su protección cuando se trata de un inversor no profesional.

Es más, si se habla de un sistema jurídico como el español¹²³⁴, la aplicación de la ley que rige al mercado también llevaría a la aplicación del TRLGDCU cuando se tratara de un inversor minorista¹²³⁵, y esto, en teoría, haría pensar que no habría necesidad de insistir tanto en un cambio de la regla conflictual del RRI, ni crear un concepto autónomo de consumidor en los mercados financieros, a efectos conflictuales.

La ley que rige el mercado nos dice, entre otras cuestiones, qué deberes – sobre todo de información – se tienen respecto de cada tipo de inversor, cuándo un instrumento financiero es complejo¹²³⁶ o no.¹²³⁷ Claro está, en este último caso, la iniciativa del consumidor generará complicaciones, porque, por ejemplo, es utilizada por la LMV para quitarle el carácter de complejo¹²³⁸ a un instrumento financiero (Art. 79 bis.8).

¹²³³ Vid. Art. 78 bis de la LMV.

¹²³⁴ «La normativa dimanante de la LMV no es ciertamente proclive a favorecer al inversor pequeño. Procura crear un mercado apto para grandes instituciones financieras, lo que induce al pequeño accionista a acudir a instituciones de inversión colectiva para una mejor defensa de sus intereses.» RUIZ DE VELASCO, A. (1997), p. 452.

¹²³⁵ Vid. Arts. 8.b), 8.c), 59 y 88.3. del TRLGDCU.

¹²³⁶ Art. 79 bis.8. de la LMV: «...No se considerarán instrumentos financieros no complejos: i) los valores que den derecho a adquirir o a vender otros valores negociables o que den lugar a su liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas; ii) los instrumentos financieros señalados en los apartados 2 a 8 del artículo 2 de esta Ley; b) que el servicio se preste a iniciativa del cliente; c) que la entidad haya informado al cliente con claridad de que no está obligada a evaluar la adecuación del instrumento ofrecido o del servicio prestado y que, por tanto, el cliente no goza de la protección establecida en el apartado anterior. Dicha advertencia podrá realizarse en un formato normalizado; d) que la entidad cumpla lo dispuesto en la letra d) del apartado 1 del artículo 70 y en el artículo 70 ter.1.d).»

¹²³⁷ Art. 79 bis.8. de la LMV: «8. Cuando la entidad preste el servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes, con o sin prestación de servicios auxiliares, no tendrá que seguir el procedimiento descrito en el apartado anterior siempre que se cumplan las siguientes condiciones: a) Que la orden se refiera a acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país; a instrumentos del mercado monetario; a obligaciones u otras formas de deuda titulizadas, salvo que incorporen un derivado implícito; a instituciones de inversión colectiva armonizadas a nivel europeo y a otros instrumentos financieros no complejos... Tendrán la consideración de instrumentos financieros no complejos, además de los indicados expresamente en el párrafo anterior, aquellos en los que concurran las siguientes condiciones: i) que existan posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación de dicho instrumento financiero a precios públicamente disponibles para los miembros en el mercado y que sean precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor; ii) que no impliquen pérdidas reales o potenciales para el cliente que excedan del coste de adquisición del instrumento; iii) que exista a disposición del público información suficiente sobre sus características. Esta información deberá ser comprensible de modo que permita a un cliente minorista medio emitir un juicio fundado para decidir si realiza una operación en ese instrumento...»

¹²³⁸ AGÜERO realiza un estudio muy interesante sobre la respuesta judicial a ciertos casos en los que los inversores minoristas negociaron con *swaps* y participaciones preferentes, instrumentos financieros que deben recibir la calificación de complejos. Respecto de las participaciones preferentes, su carácter de complejos viene dado por los siguientes hechos: 1. Son valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho de voto. 2. Su remuneración el primer año suele ser fija. A partir del segundo normalmente está referenciada al *Euribor* (o a algún otro tipo de referencia) más un determinado diferencial. Esta remuneración está condicionada a que la entidad emisora de las participaciones obtenga beneficios suficientes. 3. Tienen carácter perpetuo. Y su rentabilidad, generalmente de carácter variable, no está garantizada. Vid. AGÜERO ORTIZ, A. (2013).

Sin perjuicio de lo dicho, si la realidad fuera otra, es decir, si, por ejemplo, la ley que rige el mercado limitara los derechos de los inversores a ser compensados por los daños que sufran por abuso de mercado, si negara la posibilidad de acudir a las acciones de grupo o acciones colectivas,¹²³⁹ o si impusiera límites indemnizatorios absurdos; insistir en la aplicación de una ley más favorable, como teóricamente podría ser la de su residencia habitual, sí que tendría sentido.

En este trabajo se han dado algunas ideas que desde lo material buscan favorecer el ejercicio de las acciones de responsabilidad civil por abuso de mercado. Ideas que sirvan como punto de partida, como guía para reflexionar sobre el tema y ver – sin temor ni dudas – al abuso de mercado como una fuente más de la responsabilidad civil, reconociendo la autonomía estatal a la hora de configurar sus propios sistemas en este ámbito de la responsabilidad jurídica.

En suma, la *lex contractus* o la ley que rige el contrato, regulará su: a) interpretación; b) el cumplimiento¹²⁴⁰ de las obligaciones que genere¹²⁴¹; c) las consecuencias de un incumplimiento total o parcial de tales obligaciones, incluyendo la evaluación del daño (si la gobiernan normas jurídicas y no se deja a la discreción judicial) y el pago de intereses (todo lo anterior, con los límites que imponga la ley del foro); d) los modos de extinción de las obligaciones (incluidos la prescripción y la caducidad); e) las consecuencias de la nulidad del contrato; f) las presunciones legales y las reglas sobre la carga de la prueba basadas en razones materiales (Art. 18.1)¹²⁴²; y, g) la incorporación de condiciones generales.

Lo anterior, sin perjuicio de la aplicación de las normas especiales que regulan la forma¹²⁴³ (Art. 11 del C.c.), el consentimiento¹²⁴⁴, la capacidad (numerales 1º y 11º del Art. 9 del C.c.),¹²⁴⁵ la cesión de créditos, la subrogación legal, entre otras cuestiones.¹²⁴⁶

¹²³⁹ Vid. NIEVA FENOLL, J. / EBERS, M. (2006). Este pequeño artículo da cuenta de una novedad en Alemania consistente en el auto-modelo que consiste en que: «...cualquier persona puede iniciar un proceso de reclamación de daños y perjuicios por la divulgación de informaciones erróneas o incompletas acerca de inversiones de capital, o bien por incumplimiento contractual de ofertas relacionadas con el mismo tema. Pues bien, como los interesados en el resultado de ese proceso pueden ser múltiples, cualquiera de las partes del proceso ya iniciado (demandante o demandado) puede solicitar en ese mismo proceso la declaración de la existencia o inexistencia de cualquiera de los fundamentos fáctico-jurídicos que conducirían al éxito de la demanda (§ 1.1 LPM), con la condición de que la determinación de ese fundamento pueda tener relevancia en otros procesos.»

¹²⁴⁰ Art. 12.2. del RRI: «En lo que se refiere a las modalidades del cumplimiento y a las medidas que se deben tomar en caso de cumplimiento defectuoso, se tendrá en cuenta la ley del país donde tenga lugar el cumplimiento.»

¹²⁴¹ Art. 10.10. del C.c.: «La ley reguladora de una obligación se extiende a los requisitos del cumplimiento y a las consecuencias del incumplimiento, así como a su extinción. Sin embargo, se aplicará la ley del lugar de cumplimiento a las modalidades de la ejecución que requieran intervención judicial o administrativa.»

¹²⁴² Art. 18.2. del RRI: «Los contratos o los actos jurídicos podrán ser acreditados por cualquier medio de prueba admitido bien por la ley del foro, bien por cualquiera de las leyes contempladas en el artículo 11, conforme a la cual el acto o contrato sea válido en cuanto a la forma, siempre que tal medio de prueba pueda emplearse ante el tribunal que conozca del asunto.»

¹²⁴³ Un contrato será válido en cuanto a la forma si al momento de celebrarse reúne los requisitos: a) de la ley que rige el contrato; b) de la ley del país de celebración del contrato si se celebra entre personas ubicadas en el mismo país; c) de la ley de los países en que se encuentren cualquiera de las partes o el que tengan su residencia habitual, si se celebra entre personas ubicadas en distintos países. No obstante lo anterior, la forma de los contratos de consumo se regirá por la ley del país de la residencia habitual del consumidor. Y la forma de los contratos cuyo objeto sea un derecho real sobre un inmueble o el arrendamiento de un bien inmueble se regirá por la ley del país donde el inmueble esté ubicado, siempre

En cuanto al consentimiento como determinante de la existencia y la validez del contrato y de cualquiera de sus disposiciones, el RRI dice que se someterán a la ley que sería aplicable si el contrato o disposición fueran válidos (ley contractual hipotéticamente aplicable).

El abuso de mercado puede influir en la formación de los contratos, constituir un vicio del consentimiento porque influye en la información que el inversor razonable tendría en cuenta a la hora de tomar sus decisiones de inversión o des-inversión.

Esta afirmación no tendría muchas objeciones en los supuestos de abuso de mercado cometidos, v. gr., entre miembros del mercado o por asesores de inversión frente a sus clientes, mejor dicho, de quienes negocian directamente. Pues, por ejemplo, en el caso español, podría probarse con mayor éxito el dolo para inducir a otro a contratar, como dice el Art. 1269 del C.c. («Hay dolo cuando, con palabras o maquinaciones insidiosas de parte de uno de los contratantes, es inducido el otro a celebrar un contrato que, sin ellas, no hubiera hecho.»)¹²⁴⁷

Pero, la misma aseveración podría enfrentar mucha oposición en los mercados impersonales, en los que la contratación, sobre todo, las compraventas, están intermediadas.

En un mercado como el de valores, donde la negociación es generalmente en masa y según unas condiciones generales y específicas de contratación, el consentimiento de un inversor se construye de una forma muy *sui generis*, a partir de otros referentes; esto es, de una forma más general, como adhesión a esas condiciones, y supone la expectativa de que

que: «a) la aplicación de dichas normas sea independiente del país donde se celebre el contrato y de la ley que rija el contrato, y b) dichas normas no puedan excluirse mediante acuerdo.» Vid. el Art. 11 del RRI.

¹²⁴⁴ Si una parte alega que no ha prestado su consentimiento podrá pedir que se aplique la ley de su residencia habitual, si de las circunstancias resulta que no es razonable determinar el efecto de su comportamiento, según la ley que sería aplicable (mejor dicho, si conforme a la ley de su residencia habitual su comportamiento no era una manifestación de voluntad apta para formar el consentimiento). Vid. el Art. 10 del RRI.

¹²⁴⁵ La capacidad se rige por la ley personal y no por la *lex contractus*. Sin embargo, según el Art. 13 del RRI, en los contratos celebrados entre personas que se encuentren en un mismo país, una parte que sea capaz según la ley de ese país sólo podrá alegar incapacidad resultante de la ley de otro país, si al momento de la celebración del contrato, la otra parte hubiera conocido tal incapacidad o la hubiera ignorado negligentemente. El Art. 10.8. del C.c. establece que: «8. Serán válidos, a efectos del ordenamiento jurídico español, los contratos onerosos celebrados en España por extranjero incapaz según su ley nacional, si la causa de la incapacidad no estuviese reconocida en la legislación española. Esta regla no se aplicará a los contratos relativos a inmuebles situados en el extranjero.»

¹²⁴⁶ Estas cuestiones son: 1) las relaciones entre cedente/cesionario, o entre subrogante/subrogado, se regirán por la *lex contractus* (la ley que rija el acuerdo de cesión, ya sea una cesión plena, una transferencia a título de garantía, una prenda u otro derecho de garantía). En cambio, la ley que rija el crédito regulará las relaciones cesionario-subrogado/deudor, su transmisibilidad, la oponibilidad, el carácter liberatorio de la prestación hecha por el deudor. 2) En los supuestos de subrogación legal en los cuales un tercero esté obligado a satisfacer al acreedor de una obligación o lo haya satisfecho, la ley aplicable a esta obligación del tercero determinará si puede ejercer los derechos que el acreedor tenía frente al deudor en virtud de la ley que rige su relación, y en qué medida. 3) Cuando un deudor tenga acción de repetición contra los demás, ese derecho se regirá por la ley aplicable a la obligación que tenga dicho deudor respecto del acreedor. Pese a lo anterior, los demás deudores podrán invocar las excepciones que tuvieran contra el acreedor, si así lo permite la ley que rige su relación con éste. 4) La compensación legal se rige por la ley aplicable al crédito contra el cual se alega el derecho de compensación. Vid. los artículos 14 a 17 del RRI.

¹²⁴⁷ O «la reticencia consistente en la omisión de hechos o circunstancias influyentes y determinantes para la conclusión del contrato y respecto de los que existe el deber de informar según la buena fe o los usos del tráfico» de la que habla la STS de 11 de diciembre de 2006 (RJ2007/609), citada por AGÜERO ORTIZ, A. (2013), p. 465.

quienes reciben sus órdenes y las contrapartidas correspondientes observarán las normas de conducta del mercado en cuestión.

En realidad, la interposición del comisionista, quien actúa por cuenta ajena al dar cumplimiento a las órdenes del inversor, tiene un carácter más operativo, en aras de facilitar la dinámica misma del mercado y ofrecer mayores garantías de cumplimiento; pero, económicamente, el interés que busca proveer y que se ve afectado por un abuso de mercado cometido por quien ostenta la posición de contrapartida, es el del inversor.¹²⁴⁸

El intermediario podría ser visto como un instrumento, como un paso necesario para poder intervenir en el mercado de valores, como una especie de cadena contractual que hay que agotar para poder hallar una contrapartida; aunque en el fondo, el inversor toma su decisión y simplemente da una orden a su intermediario para que efectúe tal o cual operación, con un mínimo, de ser el caso, de asesoramiento en inversión.

Lo anterior sin olvidar la posibilidad de que el intermediario facilite a sus clientes acceso electrónico directo al mercado, sin poder desembarazarse de la responsabilidad de control sobre el uso que hace el cliente, en los términos previstos por MIFID II.¹²⁴⁹

Si se opta por insistir en el punto, podría configurarse una especie de acción directa en virtud de la cual, como pasa en la responsabilidad por productos, cuando un inversor se valga de un intermediario para efectuar las operaciones de inversión/desinversión en los mercados financieros, esta situación no obste para que pueda ejercer una acción directamente en contra de quien haya sido la contrapartida de la operación y haya abusado del mercado.

Por supuesto, en este punto, la discusión será ardua, porque en vez de acudir a esta más que probable elucubración, bastaría con recurrir a la responsabilidad extracontractual que no sería una opción despreciable, en tanto el régimen estatal en concreto no prevea un tratamiento sustantivo menos favorable para el perjudicado.

De cualquier manera, el abuso de mercado es generalmente cometido por miembros del mismo mercado, así que enfocarse en establecer si la responsabilidad es contractual o

¹²⁴⁸ «Pero ahora bien, dada la existencia dispersa y atomizada que asumen los inversores, frente a la concentración de los canales de distribución, así como el cualificado conocimiento, la complejidad de las prestaciones y la asunción de riesgos que implican las operaciones del mercado, aquellos pasan a situarse en una posición de neta inferioridad en la relación jurídica que mantienen con el intermediario financiero para la ejecución de su opción inversora o desinversora que demanda pues de una adecuada tutela, en tanto que son quienes en definitiva permiten el funcionamiento del mercado de valores dado que sin su impulso de adquisición, no se podría producir la canalización del ahorro hacia la inversión productiva, función económica esencial del sistema financiero en general y del mercado de valores en particular.» Vid. ROJO ÁLVAREZ, C. (2013), p. 78.

¹²⁴⁹ Vid. los considerandos núm. 62 y 66 de MIFID II.

no,¹²⁵⁰ debería ser lo menos importante,¹²⁵¹ comparado con el reto de convencer a la doctrina jurídica y económica, a los mismos operadores del mercado, de que también la responsabilidad civil tiene algo que decir en el abuso de mercado, y que deben superarse algunas dificultades propias de una interpretación tradicional del derecho de daños en un contexto – como el financiero – donde lo tradicional es reevaluado en segundos.

3.3.1.3. Conclusión

Para hallar la norma de conflicto en materia de responsabilidad civil contractual cuando tenga lugar un incumplimiento por abuso de mercado habrá que distinguir si se trata de un mercado organizado o no.

Si se trata de un mercado organizado, la ley aplicable será la que determinen las partes según el Art. 3 del RRI, pero, como dice su tercer numeral, si al momento de la elección todos los demás elementos pertinentes de la situación están localizados en un país distinto de aquel cuya ley se elige, la elección de las partes no impide la aplicación de las normas imperativas de la ley de ese otro país.

Y puede decirse que las normas de conducta en los mercados de valores, que contienen las normas del abuso de mercado, son normas imperativas que, en el caso español, según el Art. 80.1 de la LMV deben respetar todas las personas o entidades que realicen, directa o indirectamente, actividades relacionadas con tales mercados.

Es más, es el mismo mercado el que establece cuáles son las prácticas aceptadas de mercado que servirían a un presunto infractor para exonerarse de una imputación por abuso de mercado. Por lo tanto, ignorar la regulación en punto de las prácticas aceptadas de mercado, cuando éstas ya han sido hasta objeto de armonización comunitaria, no será posible.

De ahí que también la *lex mercatus* sea de aplicación (y debería primar como se ha opinado en esta sección), al ser la ley que rige el mercado la que estaría mejor situada para permitir identificar un tipo tan especial de infracción como la del abuso de mercado que, en primer lugar, produce un daño general a la integridad del mercado en sí mismo considerado; para luego, en segundo lugar, irrogar perjuicios particulares.

El mercado mismo en el cual ocurre el abuso de mercado, siempre que sea el más afectado con dicha conducta, es el que tendría vínculos más estrechos con la relación jurídica

¹²⁵⁰ Recordemos que las responsabilidades profesionales generan tanto responsabilidad contractual como extracontractual.

¹²⁵¹ Vid. ARENAS GARCÍA, R. (2006).

del responsable y el perjudicado, pues es el mercado financiero, en específico el de valores, donde confluyen sus intereses económicos y donde resultan vulnerados por quien abusa del mercado.

Adicionalmente, es en el mercado donde están las normas de actuación que ordenan las conductas de quienes participan en el mercado financiero (principalmente, las actuaciones de las empresas de servicios de inversión) y, como sabemos, entre esas normas de actuación están las normas que prohíben el abuso de mercado.

Finalmente, en defecto de elección, el Art. 4.1.h) del RRI nos devuelve a la *lex mercatus*, sin perjuicio de lo dispuesto por los Arts. 5 a 8 donde encontramos, entre otros regímenes especiales, al de los contratos de consumo que, como vimos, nos remite también a la *lex mercatus* si el contrato se ha celebrado en un mercado organizado.

Por lo demás, si estamos en frente de un mercado no organizado, al que formalmente no llegan las normas de derecho comunitario relativas al abuso de mercado ni, en el caso español, las normas que rigen su mercado de valores, aplicaríamos, en primer lugar, la regla de la libertad de elección (la *lex contractus* elegida por las partes, voluntad que estaría muy limitada por la ley que rige al mercado, cuyas normas son fundamentalmente imperativas).¹²⁵²

En segundo lugar, en defecto de elección y siguiendo al RRI, debemos identificar la prestación característica para aplicar la ley de la residencia habitual del prestador característico que dependerá de la clase de contrato celebrado (ya vimos que esta ley no sería la mejor conectada con la responsabilidad civil por abuso de mercado).

Normalmente, el abuso de mercado es una infracción cometida por las empresas de servicios de inversión (sociedades de valores, agencias de valores, sociedades gestoras de carteras, empresas de asesoramiento financiero y entidades de crédito), por ende, la prestación característica se radicará en éstas, ya que tienen a su cargo la prestación diferencial en los contratos que celebran con los inversores, es decir, la que identifica la función económico-social del negocio.

Si teóricamente no fuere posible establecer la prestación característica o el contrato tuviere vínculos manifiestamente más estrechos con la ley de otro país, la ley mejor situada es la *lex mercatus*, por las razones mencionadas anteriormente, entre las que sobresale su mayor proximidad con la cuestión del abuso de mercado (donde preponderan las normas de

¹²⁵² «Nos parece deseable que la norma de conflicto aplicable a los daños causados por violaciones del Derecho de los mercados financieros esté dotada igualmente con una función de regulación y control, lo que conduce a descartar la autonomía de las partes en esta materia» Vid. CORNELUP, S. (2011), p. 77.

conductas, normas imperativas y leyes de policía) y su previsibilidad jurídica, pues es razonable pensar que la ley del mercado afectado tendrá mucho que decir sobre los comportamientos que atenten contra el mercado de valores, por involucrar intereses jurídicos generales y sociales de gran importancia.

Por último, si aplicáramos a los contratos celebrados por los inversores en los mercados financieros, en especial, los mercados de valores, la calificación de contratos de consumo del RRI porque el Art. 6.4.e) no excluye a los contratos celebrados en mercados no organizados, resultaría de aplicación la ley del país en que el consumidor tenga su residencia habitual, de cumplirse los demás requisitos que ya fueron comentados respecto del profesional.

Aún así, la ley del mercado afectado sigue siendo el punto en común entre consumidor /inversor financiero y responsable por abuso de mercado, es la más previsible y, gracias a la armonización material alcanzada en sede de mercados financieros, y de abuso de mercado en particular, podría ser la más favorable al consumidor/inversor financiero, pues la UE ha tratado de minimizar, en lo posible, una competencia a la baja regulatoria en las materias relacionadas con el mercado de valores.

3.3.2. EL RRII y la responsabilidad civil por abuso de mercado

El RRII¹²⁵³ se aplica a las obligaciones extracontractuales¹²⁵⁴ en materia civil y mercantil cuando exista un conflicto de leyes, con independencia de que se apoyen en una responsabilidad subjetiva o no. Este reglamento comunitario no cubre todas las obligaciones extracontractuales, por lo que habrá que aplicar, cuando fuere oportuno, los instrumentos internacionales en la materia en concreto y, en su defecto, las normas de producción interna.

Por obligaciones extracontractuales, debe entenderse aquellas en las que no hay vinculación jurídica voluntaria entre las partes.¹²⁵⁵ El RRII adopta un concepto autónomo de

¹²⁵³ El Parlamento Europeo hizo una serie de recomendaciones a la Comisión para modificar el RRII respecto de la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales derivadas de violaciones de la privacidad o de los derechos relacionados con la personalidad. En particular, se propuso aplicar la ley del país en el que se produjeran los elementos más significativos del daño o perjuicio. Dichos elementos se determinarán, por ejemplo, por el país al que va dirigida una publicación impresa o una emisión de radio o televisión (considerando el idioma de la publicación o emisión, las ventas o el tamaño de la audiencia); o si no es posible identificar el país al que va dirigida la publicación o emisión, se acudiría a la ley del país del control editorial. Empero, si el demandado no pudo haber previsto razonablemente las consecuencias de su actuación en el país donde se produce el daño, la ley aplicable será la de su residencia habitual. Ahora, la ley aplicable al derecho de réplica y a toda medida cautelar o interdicto prohibitorio contra un editor u organismo de radiodifusión o teledifusión, será la ley del país de la residencia habitual del emisor o editor. Vid. Resolución del Parlamento Europeo, de 10 de mayo de 2012, con recomendaciones destinadas a la Comisión sobre la modificación del RRII.

¹²⁵⁴ «A efectos del Derecho Internacional Privado, la expresión «obligaciones no contractuales» u «obligaciones extracontractuales» designa el conjunto de todas aquellas obligaciones que no derivan ni de contrato (Art. 1.089 CC) ni de cualquier otra institución jurídica, como los alimentos, matrimonio, filiación, derechos reales, etc.» Vid. CALVO CARAVACA, A. L. / CARRASCOSA GONZÁLEZ, J. (2009), "El Reglamento «Roma II»...", p. 838. Vid. CALVO CARAVACA A. L. / CARRASCOSA GONZÁLEZ, J. (2008), p. 6 y ss.

¹²⁵⁵ Las obligaciones que emanan de actos unilaterales generan obligaciones extracontractuales.

obligaciones extracontractuales,¹²⁵⁶ que supera, por lo tanto, la posición particular de los regímenes estatales; comprendiendo a todas las obligaciones extracontractuales “que puedan surgir” de un hecho dañoso o no¹²⁵⁷, especialmente, como lo enuncia expresamente, al enriquecimiento injusto, la gestión de negocios ajenos sin la debida autorización y la culpa *in contrahendo*.

Por hecho generador del daño¹²⁵⁸ se entiende todo hecho que dé lugar a un daño directo, es decir, el que afecta de modo inmediato a los bienes o las personas¹²⁵⁹; y por daño se comprende cualquier clase de daño (Art. 2.3.), esto es, los daños patrimoniales o extrapatrimoniales¹²⁶⁰, los daños pasados, actuales y futuros, siempre que tengan – como se dijo – una conexión causal directa con el daño producido por la actuación ilícita de otro.

Al igual que el RRI, el RRII tiene como punto de partida un régimen general y varios regímenes especiales¹²⁶¹ (v. gr., la responsabilidad por productos defectuosos¹²⁶²) que en algunos casos excepcionan el régimen general, y en otros, lo aclaran o complementan.

Con todo, la ley aplicable designada por el RRII o elegida por las partes (cuando ello proceda), no puede ser manifiestamente incompatible con el orden público del foro¹²⁶³ (Art. 26) ni ser contraria a las normas imperativas¹²⁶⁴ de la ley del foro (Art. 16).

¹²⁵⁶ Vid. considerando núm. 11 del RRII.

¹²⁵⁷ Vid. considerando núm. 29 del RRII.

¹²⁵⁸ Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Primera), de 16 de mayo de 2013, asunto C-228/11. Y, conclusiones del Abogado General Jääskinen, del 29 de noviembre de 2012 (especialmente, los puntos 31, 35, 37, 38, 40, 43, 57, 58, 60 y 64). En el punto 58, el abogado general manifiesta que es contrario «a la sistemática del Reglamento nº 44/2001 reconocer competencia al tribunal del lugar en donde esté establecido cualquier cómplice o coautor del acto ilícito, como lugar subsidiario del hecho generador del daño, cuando el lugar principal del hecho generador se encuentra en otro Estado miembro...»

¹²⁵⁹ Vid. GOÑI URRIZA, N. (2011), pp. 290-295.

¹²⁶⁰ Vid. las conclusiones del Abogado General Jääskinen, del 11 de julio de 2013, asuntos C-22/12 y C-277/12. En el asunto Haasová el accidente de circulación tuvo lugar en la República Checa, donde estaba matriculado uno de los vehículos implicados, pero «los demás criterios de conexión, es decir, el lugar donde se matriculó el vehículo en el que viajaba la víctima directa y la nacionalidad y lugar de residencia de todas las personas afectadas, vinculan el litigio con la República Eslovaca...51. Según el artículo 3 del Convenio de La Haya de 1971, la ley aplicable en esta materia (27) es, en principio, la legislación del Estado en cuyo territorio se ha producido el accidente. Por lo tanto, en el asunto Haasová, el órgano jurisdiccional remitente eslovaco considera acertadamente que esta disposición lleva a designar a la legislación checa.» (puntos 48 a 51). En esta oportunidad, el abogado general reflexiona sobre la posibilidad de que en el concepto de daños corporales se incluya el perjuicio inmaterial sufrido por las personas cercanas a otra que fallece en un accidente de circulación, sin estar implicadas directamente en el accidente. El abogado responde afirmativamente a esta cuestión (puntos 58-83). Además, Jääskinen analiza si los Estados miembros pueden libremente adoptar límites indemnizatorios inferiores a los de las Directivas de seguros en esta materia, concluyendo que tal autonomía no es posible (puntos 92-98).

¹²⁶¹ Vid. PALAO MORENO, G. (2009), pp. 411-434.

¹²⁶² «El artículo 5, punto 3, del Reglamento (CE) nº 44/2001 del Consejo, de 22 de diciembre de 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, debe interpretarse en el sentido de que, en caso de que se exija la responsabilidad de un fabricante debido a un producto defectuoso, el lugar del hecho causante del daño es el lugar de fabricación del producto de que se trate.» Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Cuarta), de 16 de enero de 2014, asunto C-45/13.

¹²⁶³ El considerando núm. 32 señala que «la aplicación de una disposición de la ley designada por el presente Reglamento que condujera a la asignación de daños e intereses ejemplares o punitivos de naturaleza excesiva, puede, según las circunstancias del caso y el ordenamiento jurídico del Estado miembro del órgano jurisdiccional competente, considerarse contraria al orden público del foro.» El orden público es una excepción al funcionamiento normal de la norma de conflicto, que debe interpretarse restrictivamente. Se refiere a los intereses generales del Estado y de la sociedad del país que conoce del litigio. La «ley extranjera que no permita reparar «daños morales» puede considerarse contraria al orden público internacional español» Vid. CALVO CARAVACA, A. L. / CARRASCOSA GONZÁLEZ, J. (2009), “El Reglamento «Roma II»...”, p. 856. Estos mismos autores analizan la aplicación de daños punitivos en España de la página 857 a la 859.

¹²⁶⁴ «En efecto, desde el punto de vista del Derecho Internacional Privado, cuando hablamos de normas imperativas, lo hacemos sólo respecto de aquellas normas que cumplen una función social de tal importancia que ésta no puede ser

3.3.2.1. Régimen general

Aunque pueda resultar casi impracticable, sobre todo la posibilidad de elegir la ley aplicable antes de que acontezca el hecho generador del daño cuando no existe relación jurídica previa entre la presunta víctima directa¹²⁶⁵ y el presunto responsable, el RRII indica que es posible someter la obligación extracontractual a la ley estatal¹²⁶⁶ que seleccionen¹²⁶⁷ las partes (presunta víctima y presunto responsable, o quienes los reemplacen o sucedan en sus derechos).

La posibilidad de elegir se justifica en que la parte perjudicada está en libertad de reclamar o no la reparación del daño que ha sufrido, aceptar un acuerdo de indemnización parcial o, en general, disponer de su derecho a la reparación.¹²⁶⁸ Eso sí, la elección no afectará los derechos de terceros, como las aseguradoras.

Esa elección podrá darse, por un acuerdo posterior al hecho generador del daño, o por un acuerdo previo al hecho generador del daño, siempre que las personas implicadas lleven a cabo una actividad comercial (recordemos lo que se expresó respecto del inversor financiero al extenderle la calificación de consumidor) y hayan podido negociar libremente tal convenio, lo que excluye la posibilidad de imponer la ley aplicable, por ejemplo, a través de condiciones generales.

El acuerdo posterior enunciado como la primera alternativa de elección de la ley aplicable, busca proteger a la parte más vulnerable (ya que sólo puede celebrarse luego del hecho generador del daño), y no queda atado a la posible realización de una actividad comercial entre las partes, lo que quiere decir que puede llegar a celebrarse cuando una de las partes es un consumidor o usuario.

El uso de esta alternativa – la *lex voluntatis* – para establecer la ley aplicable no impedirá la aplicación de las normas imperativas del país en el cual se encuentran – al momento en que se produce el hecho generador del daño – «todos los elementos pertinentes de la situación», pues se supone que este último país tendrá una conexión más fuerte con la

sacrificada ni siquiera en las situaciones jurídicas internacionales³³; porque lo que subyace en el fondo de estas disposiciones es el fenómeno de organización estatal que pretenden salvaguardar y tienen por ello necesidad de un ámbito de aplicación que asegure su eficacia³⁴» Vid. VAQUERO LÓPEZ, M^a (1994), p. 490. Esta autora hace un análisis interesante de las normas imperativas en DIPr. relacionadas con los mercados bursátiles, a partir de la p. 499.

¹²⁶⁵ La víctima indirecta resulta perjudicada por el daño sufrido por la víctima directa.

¹²⁶⁶ No se pueden elegir leyes no estatales y es posible la fragmentación. Como el RRII no regula la existencia y validez sustancial de tal acuerdo, esos asuntos deben regirse por la ley que regularía las obligaciones extracontractuales si el acuerdo de elección fuera válido. Vid. CALVO CARAVACA, A. L. / CARRASCOSA GONZÁLEZ, J. (2009), "El Reglamento «Roma II»...", p. 875.

¹²⁶⁷ Art. 14.1. del RRII: «...La elección deberá manifestarse expresamente o resultar de manera inequívoca de las circunstancias del caso y no perjudicará los derechos de terceros.»

¹²⁶⁸ Vid. DE MIGUEL ASENSIO, P. A. (2009), p. 711.

situación en su conjunto. Además, si la elección recae sobre la ley de un Estado no miembro, no se excluirá la aplicación de las normas imperativas del Estado miembro del foro.

Estas últimas disposiciones tienen como finalidad evitar la elección de leyes aplicables no conectadas realmente con la realidad de la situación jurídica sometida a examen, impidiendo la creación de criterios de conexión artificiales y, desde luego, del fraude a la ley.

Adicionalmente, la autonomía conflictual en materia de obligaciones extracontractuales está descartada por el RRII en los supuestos de competencia desleal y los actos que restrinjan la libre competencia y cuando existe infracción de los derechos de propiedad intelectual e industrial¹²⁶⁹.

El régimen general, constituido por la posibilidad de elegir la ley aplicable a la obligación extracontractual derivada de un hecho dañoso (autonomía conflictual), da paso luego a la ley del país donde se produce el daño directo¹²⁷⁰ (*lex loci damni*), sin que a estos efectos, importe el lugar donde se llevó a cabo la actuación dañosa o el hecho generador del daño (*lex loci delicti commissi*), ni los lugares en los que se producen las consecuencias indirectas¹²⁷¹ de tal actuación (Art. 4.1.).

Aunque la *lex loci delicti commissi*,¹²⁷² regla de marcado carácter territorial, suministra un grado satisfactorio de previsibilidad en cuanto al derecho aplicable a las relaciones entre el presunto perjudicado y el presunto responsable, la opción de la *lex loci damni* pretende incrementar dicha previsibilidad, equilibrando de mejor manera los intereses en juego; pues, el lugar donde ocurre el daño podría ser determinado con mayor precisión, sea cual sea la causa que lo desencadene.

Se supone que para el presunto responsable es razonable esperar que allí donde se comporte indebidamente, con infracción de los deberes generales de cuidado, y causando daños a otros, su actuación será objeto de reproche, y habrá consecuencias jurídicas que tendrá que asumir y existirán perjudicados interesados en reclamar por los daños causados.

¹²⁶⁹ Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera), de 13 de febrero de 2014, asunto C-479/12. Y, conclusiones del Abogado General Wathelet, del 5 de septiembre de 2013 (se reflexiona, entre otras cosas, sobre el concepto de divulgación de los dibujos o modelos y la carga de la prueba de quien alega que otro los ha copiado.)

¹²⁷⁰ Si los daños directos se producen en varios Estados miembros, habrá que aplicar la ley del lugar donde ocurren de manera distributiva, esto es, a cada daño directo se le aplica una *lex loci damni* diferente según el lugar donde ocurre cada daño.

¹²⁷¹ Vid. el considerando núm. 17 del RRII: «...En consecuencia, en casos de lesiones personales o daño a la propiedad, el país en el que se produce el daño debe ser el país en el que se haya sufrido la lesión o se haya dañado la propiedad, respectivamente.»

¹²⁷² «Las obligaciones no se encuentran en ningún país, al contrario de lo que sucede con las cosas físicas. Además, las obligaciones no afectan al «estado jurídico» de los sujetos que intervienen. Por ello, las obligaciones extracontractuales no se pueden localizar ni por su «objeto» ni por su «sujeto». Hay que localizarlas mediante su fuente. Y la fuente de las obligaciones extracontractuales son los hechos de los que derivan tales obligaciones. La Ley del país donde se verifican los hechos que hacen nacer las obligaciones extracontractuales, debe regir tales obligaciones.» Vid. CALVO CARAVACA, A. L. / CARRASCOSA GONZÁLEZ, J. (2009), «El Reglamento «Roma II»...», p. 883.

De tal suerte que su responsabilidad estará en conexión con todas las circunstancias en las que ocurre el daño¹²⁷³ (que se suponen están dentro de su esfera de control o actividad), y de manera muy intensa, con el lugar donde éste ocurre.

Así las cosas, la ley del lugar donde ocurre el daño resultará más previsible, en comparación con la *lex loci delicti commissi*,¹²⁷⁴ pues el lugar donde se produce el hecho generador del daño puede provocar mayor inseguridad jurídica, pues el desarrollo de la actuación misma puede ser muy complejo, sus elementos pueden estar muy dispersos y ser de difícil determinación, en razón a que el hecho ilícito puede realizarse parcial o totalmente en un lugar, incluso, a distancia, gracias al avance de las tecnologías de la información y las comunicaciones.¹²⁷⁵

En pocas palabras, se recurre a una desintegración del fenómeno dañoso y se distingue entre conducta y efecto, siendo éste último el componente que sobresale y respecto del cual se articula todo un sistema de reglas y principios para atribuir sus consecuencias a quien lo ocasionó directamente, o a quien debe responder legal o civilmente por ese efecto no deseado que es el daño.

Por ejemplo, en el abuso de mercado y en la competencia desleal, es el impacto de la conducta sobre un mercado, más que la misma actuación lo que inquieta a las autoridades de un Estado que pretenda una sana economía de mercado y, en principio, el examen de la conducta queda bajo la competencia soberana del Estado en que ocurre y si éste no se ve afectado por la misma, es natural que muestre desinterés por su prevención o sanción.

Entonces, el Estado en que ocurre la actuación puede no ser el mejor conectado para gestionar el alcance de un daño. Aunque esto, obviamente, se matiza en el actual marco comunitario, donde se supone que la construcción de un mercado único es una prioridad y, por lo tanto, la indiferencia de un Estado o su poca solidaridad¹²⁷⁶ para responder ante una actuación que ocurra en su territorio, pero que afecte al mercado de un vecino y, por contera, al mercado único, ya no es bien vista y recibirá todo el reproche por parte de las autoridades comunitarias.

¹²⁷³ Vid. considerando núm. 16 del RRII.

¹²⁷⁴ Este criterio de conexión tradicional defendía la soberanía de cada Estado para someter a su ley los hechos ilícitos que ocurrieran en su territorio, cualquiera que fuera su naturaleza, penal o civil. PALAO MORENO explica las complicaciones que se presentan con este criterio de conexión si no hay posibilidad de matizar su rigidez en los casos de hechos dañosos cometidos a distancia o lugares libres de soberanía estatal. Vid. PALAO MORENO, G. (2007), p. 379.

¹²⁷⁵ Vid. Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Cuarta), de 3 de octubre de 2013, asunto C-170/12 (y las conclusiones del Abogado General Jääskinen, del 13 de junio de 2013); Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala), de 25 de octubre de 2011, asuntos C-509/09 y C-161/10; y las conclusiones del Abogado General Cruz Villalón, del 29 de marzo de 2011.

¹²⁷⁶ «In such a situation, it would seem reasonable and fair to apply the law of the target's country. Giving deference to the law of the bidder's country would not be good policy because a bidder could organize a corporation as the acquirer in a friendly jurisdiction. When U.S. investors buy a foreign issuer's securities, they are buying into a foreign corporate governance system. Also, the availability of takeover defenses is generally regarded as a question of internal corporate affairs and deference should be given to the target's home country with respect to such issues.» Vid. KARMEL, R. S. (1997-1998), p. 1172

Recuérdese que el daño es el elemento sobre el cual gravita la responsabilidad civil¹²⁷⁷. No es descabellado, entonces, darle preeminencia como criterio de conexión, con prescindencia del tipo de responsabilidad civil, ya sea subjetiva u objetiva.¹²⁷⁸ Con todo, si la ley del lugar en que se verifica el daño resulta imprevisible para las partes, todavía existe el mecanismo de corrección consistente en la cláusula de escape, que se tratará más adelante.

En el caso español, el Art. 10.9. del C.c. implanta como regla general para determinar la ley aplicable a las obligaciones no contractuales, la aplicación de la ley del lugar donde ocurra el hecho generador del daño. Esto es importante tenerlo en cuenta, ya que este artículo se encuentra vigente y será aplicable a los casos no contemplados por el RRII.¹²⁷⁹

La regla general de la *lex loci damni*, tiene una excepción, cede ante la ley del país de residencia habitual¹²⁸⁰ común (*lex domicilii communis partium*) del presunto responsable y el perjudicado al momento de producirse el daño.¹²⁸¹ Esta última ley aplicable reduciría los costos de solución del conflicto jurídico entre el presunto responsable y la presunta víctima porque verían aplicada una normatividad más cercana a su conflicto y a la manera en que generalmente conducen sus actividades.

De igual manera, las reglas recién mencionadas no tendrán aplicación si el hecho dañoso tiene vínculos manifiestamente más estrechos con otro país, aplicándose, en consecuencia, la ley de éste último (cláusula de escape)¹²⁸². Uno de los criterios que el RRII señala expresa y reiteradamente¹²⁸³ para la determinación de esos vínculos manifiestamente más estrechos, es el de la existencia previa de una relación entre las partes que esté conectada con el hecho dañoso.

3.3.2.2. Regímenes especiales

¹²⁷⁷ Vid. PANTALEÓN, F. (2002).

¹²⁷⁸ Algunos defienden la aplicación de la ley de lugar del hecho generador de daño para la responsabilidad subjetiva, y la ley del lugar donde ocurre el daño para la responsabilidad objetiva.

¹²⁷⁹ Art. 10.9. del C.c.: «Las obligaciones no contractuales se regirán por la ley del lugar donde hubiere ocurrido el hecho de que deriven. La gestión de negocios se regulará por la ley del lugar donde el gestor realice la principal actividad. En el enriquecimiento sin causa se aplicará la ley en virtud de la cual se produjo la transferencia del valor patrimonial en favor del enriquecido.»

¹²⁸⁰ La residencia habitual de una persona jurídica será la de su administración central. Si el hecho generador del daño o el daño procedan de las operaciones de un establecimiento en particular, se tendrá en cuenta la ubicación de éste. La residencia habitual de las personas físicas que ejercen una actividad profesional será la de su establecimiento principal. Vid. Art. 23 del RRII. «...la residencia habitual de una persona física se determinará con arreglo a los criterios vigentes en cada Estado miembro. En España, se aplicará el artículo 40 del Código Civil y la interpretación que el TS y la DGRN hacen del concepto «residencia habitual». Es el lugar donde la persona física tiene su centro social de vida, el lugar donde la persona física se encuentra de hecho (*domus colere*) con intención de permanecer de modo estable (*animus manendi*).» Vid. CALVO CARAVACA, A. L. / CARRASCOSA GONZÁLEZ, J. (2009), «El Reglamento «Roma II»...», p. 880.

¹²⁸¹ Esta excepción se basa en una conexión especial entre el perjudicado y el presunto responsable que surge por virtud de la residencia habitual común. Vid. el considerando núm. 18 del RRII.

¹²⁸² Conforme al considerando núm. 14, la cláusula de escape permite apartarse de la regla general y de las reglas específicas, creando un «marco flexible de normas de conflicto de ley» y facilitando a los jueces «tratar los casos individuales de forma adecuada».

¹²⁸³ Vid. los Arts. 4.3., 5.2. del RRII.

En los regímenes especiales encontramos a obligaciones extracontractuales derivadas de diversas fuentes como, por ejemplo, la responsabilidad por los daños causados por productos defectuosos,¹²⁸⁴ los daños medioambientales,¹²⁸⁵ la competencia desleal y los actos que restrinjan la libre competencia, la infracción de los derechos de propiedad intelectual e industrial,¹²⁸⁶ la acción de conflicto colectivo,¹²⁸⁷ el enriquecimiento injusto,¹²⁸⁸ la gestión de negocios ajenos sin la debida autorización¹²⁸⁹ y la culpa *in contrahendo*.¹²⁹⁰

Ocupémonos con más detalle de los casos de competencia desleal y de los actos que restrinjan la libre competencia por tener cierta relación con el abuso de mercado que, como

¹²⁸⁴ En la responsabilidad por los daños causados por productos defectuosos la ley aplicable será, en primer lugar, la ley donde se produjo el daño. En segundo lugar, la ley del país de la residencia habitual del perjudicado cuando se produjo el daño, siempre que el producto se haya comercializado en dicho país. En defecto de lo anterior, y en tercer lugar, se acudiría a la ley del país de adquisición del producto, si el producto se comercializó en dicho país; o, en cuarto lugar, a la ley del país donde se produjo el daño si el producto se comercializó en dicho país. Estas reglas ceden ante la ley del país de residencia habitual del presunto responsable si éste no podía prever razonablemente que la comercialización del producto o de un producto del mismo tipo pudiera efectuarse en el país de residencia habitual del perjudicado, de adquisición del producto o de producción del daño. No obstante lo anterior, la ley del país con la cual el hecho dañoso presente los vínculos manifiestamente más estrechos prevalecerá como ley aplicable. El considerando núm. 20 señala que en la responsabilidad por productos defectuosos se creó un sistema de cascada de factores conexos combinada con una cláusula de previsibilidad, para responder apropiadamente los objetivos del «justo reparto de los riesgos inherentes a una sociedad moderna caracterizada por un alto grado de tecnicidad, la protección de la salud de los consumidores, el incentivo a la innovación, la garantía de una competencia no falseada y la simplificación de los intercambios comerciales.»

¹²⁸⁵ A las obligaciones extracontractuales derivadas de los daños medioambientales se les aplicará la regla general de la ley del país donde se produjo el daño, excepto cuando quien reclame el resarcimiento de los daños elija la ley del país donde se produjo el hecho generador del daño (Vid. el Art. 7 del RRII). El considerando núm. 24 entiende como daño medioambiental el «cambio adverso de un recurso natural, como el agua, el suelo o el aire, el perjuicio a una función que desempeña ese recurso natural en beneficio de otro recurso natural o del público, o un perjuicio a la variabilidad entre los organismos vivos.»

¹²⁸⁶ La ley aplicable a las obligaciones extracontractuales que surjan como consecuencia de una infracción de este tipo será la ley del país para cuyo territorio se reclama la protección (*lex loci protectionis* o ley del país en el que presuntamente se han infringido los derechos inmateriales). Si la obligación extracontractual surge de una infracción a un derecho de propiedad intelectual comunitario de carácter unitario, la ley aplicable es la del país donde se cometió la infracción para toda cuestión que no esté regulada por el respectivo instrumento comunitario. Vid. el Art. 8 del RRII. Atendiendo al considerando núm. 26, y a los efectos del RRII, la expresión “derechos de propiedad intelectual” alude también a «los derechos de autor, los derechos afines, el derecho sui generis de la protección de bases de datos y los derechos de propiedad industrial.»

¹²⁸⁷ A las obligaciones extracontractuales derivadas de la responsabilidad de un trabajador, un empresario o de las organizaciones que representen sus intereses profesionales, por los daños producidos por una acción de conflicto colectivo (huelga, cierre patronal) pasada o futura, les resultará aplicable, en primer lugar, la ley de la residencia habitual común de las partes, y, en segundo lugar, la ley del país en la que dicha acción tuvo lugar o vaya a realizarse. Vid. el Art. 9 y los considerandos 27 y 28 del RRII.

¹²⁸⁸ Si la obligación extracontractual derivada de un enriquecimiento injusto resulta de una relación existente entre las partes y estrechamente vinculada a ese enriquecimiento, la ley aplicable será la ley que regule dicha relación. En defecto de lo anterior, se aplicará la ley del país de residencia habitual común de las partes en el momento en que tiene lugar ese enriquecimiento injusto. Si pese a lo anterior, no es posible determinar la ley aplicable, se recurrirá a la ley del país donde se produjo el enriquecimiento injusto. Todas las reglas anteriores cederán ante la ley del país con el cual la obligación extracontractual que se derive de un enriquecimiento injusto presente los vínculos manifiestamente más estrechos. Vid. Art. 10 del RRII. Para profundizar sobre el tema, consultar a: CHONG, A. (2008).

¹²⁸⁹ Si la obligación extracontractual derivada de la gestión de negocios ajenos sin la debida autorización resulta de una relación existente entre las partes y estrechamente vinculada a esa gestión, la ley aplicable será la ley que regule dicha relación. En defecto de lo anterior, se aplicará la ley del país de residencia habitual común de las partes en el momento en que tiene lugar el hecho generador del daño. Si pese a lo anterior, no es posible determinar la ley aplicable, se recurrirá a la ley del país donde se haya realizado el acto. Todas las reglas anteriores cederán ante la ley del país con el cual la obligación extracontractual que se derive de la gestión de negocios ajenos presente los vínculos manifiestamente más estrechos. Vid. Art. 11 del RRII.

¹²⁹⁰ El Art. 12 del RRII establece que a las obligaciones extracontractuales derivadas de los tratos previos, los regirá la ley aplicable al contrato o la que se habría aplicado al contrato si este se hubiera celebrado, esto es, la ley hipotéticamente contractual. Si no es posible determinar la ley aplicable conforme a lo anterior, se recurrirá a la ley del país en el que se haya producido el daño (lo que no incluye al país donde se haya producido el hecho generador del daño, ni donde se hayan producido sus consecuencias indirectas); a la ley del país de la residencia habitual común de las partes cuando se produjo el hecho generador del daño; o, finalmente, a la ley del país con el cual la obligación extracontractual presenta vínculos manifiestamente más estrechos. De conformidad con el considerando núm. 30: «...El artículo 12 cubre únicamente las obligaciones extracontractuales con vínculo directo con los tratos previos a la celebración de un contrato. Esto quiere decir que si durante las negociaciones de un contrato una persona sufriera una lesión personal, se aplicaría el artículo 4 o cualquier otra disposición pertinente del Reglamento.»

sabemos, altera evidentemente la competencia en los mercados financieros y puede llevarse a cabo, en el caso de la manipulación, a través del abuso del poder de mercado, típica infracción en el contexto del abuso de mercado que de alguna manera se parece al abuso de posición dominante como modalidad para restringir la competencia.

Lo primero que hay que advertir es que en este ámbito no existe la posibilidad de elegir una ley aplicable conforme al Art. 14 (lo mismo pasa con las infracciones de los derechos de propiedad intelectual), dada la gravedad que representan los actos de competencia desleal y restricción de la libre competencia para una economía de mercado.

Como dice el considerando núm. 21 del RRII, con el propósito de proteger a los «competidores, los consumidores y al público en general, así como garantizar el buen funcionamiento de la economía de mercado», la regla general en este ámbito es que las obligaciones extracontractuales que se deriven de los actos de competencia desleal se regirán por la ley del país en cuyo territorio las relaciones de competencia o los intereses colectivos de los consumidores resulten o puedan resultar afectados.

En otras palabras, se trata del mercado afectado porque es allí donde pueden encontrarse los competidores y sus clientes/consumidores.

Cuando el acto de competencia desleal afecta sólo los intereses de un competidor concreto, el RRII nos devuelve a la regla general vertida en el Art. 4, esto es, a la aplicación de la ley del lugar de producción del daño y demás reglas subsiguientes.

Esta última regla, en el contexto del abuso de mercado, sería muy problemática porque el abuso de información privilegiada y la manipulación del mercado, afectan la igualdad de acceso a la información que en general tienen quienes participan en los mercados financieros, y alteran los mecanismos de formación de los precios de los instrumentos financieros que se forman dentro de un sistema que no es privativo de, por ejemplo, un emisor en particular, aun cuando la actuación de abuso de mercado estuviera dirigida directamente a afectarlo.

En los mercados de valores, el sistema de formación de los precios busca satisfacer una multiplicidad de intereses de sujetos, que sí, pueden ser competidores, pero que acuden a dicho sistema porque estiman que sería más transparente a la hora de apreciar el valor de sus activos o de los ajenos. Además, la responsabilidad civil por abuso de mercado tiene también un objetivo regulatorio, es otro mecanismo de control y de protección del mercado de valores, aunque esta misión sea complementaria de su objetivo principal: la indemnización de

un daño sufrido injustamente por alguien y que tiene como fuente una conducta de abuso de mercado.

Seguidamente, el RRII expresa que la ley aplicable a una obligación extracontractual derivada de una restricción de la competencia¹²⁹¹ (ya no a un acto de competencia desleal) será la del país cuyo mercado resulte o pueda resultar afectado.

Si son varios los mercados afectados real o potencialmente, el demandante tendrá la opción de apoyar su demanda, mejor dicho, de tener como derecho aplicable a la *lex fori* del órgano judicial ante el cual presenta la demanda. Si tanto el domicilio del demandado como el órgano judicial elegido coinciden, el demandante podrá pedir la aplicación de la ley del foro siempre que el mercado de éste último resulte afectado directa y sustancialmente por la actuación del demandado.

Si son varios los demandados, el demandante podrá pedir la aplicación de la *lex fori* «únicamente si la restricción de la competencia en que se basa la demanda presentada contra cada uno de los demandados afecta también de manera directa y esencial al mercado del Estado miembro de ese tribunal.»

El abuso de mercado y la competencia desleal tienen puntos comunes respecto a las finalidades y principios que los Estados buscan alcanzar y promover a través de su prohibición. En ambos sectores abundan las normas imperativas porque las normas de conducta suelen caracterizarse de tal manera para poder lograr un efecto más contundente en la organización y funcionamiento de los mercados, y así asegurar la estabilidad y el respeto por unas mínimas reglas de juego limpio en las operaciones o negocios realizados en sus respectivos ámbitos.

Si bien no son fenómenos iguales no resultaría descabellado pensar que la solución del RRII para la competencia desleal podría extrapolarse al abuso de mercado, pues como tantas veces se ha expresado en este acápite relativo al DIPr., la ley más próxima, la más previsible es la ley del mercado afectado o que pudiera resultar afectado. Ahora, donde existe la misma razón, debería existir la misma disposición siempre que la solución jurídica sea la más ajustada a los derechos o intereses examinados, cuestión que se cumple en este caso.

¹²⁹¹ Vid. el considerando núm. 22 del RRII: «Las obligaciones extracontractuales que se derivan de las restricciones a la competencia en el artículo 6, apartado 3, deberán cubrir las infracciones tanto del Derecho nacional como del Derecho comunitario en materia de competencia...». Y, el considerando núm. 23 del RRII: «A los efectos del presente Reglamento, el concepto de restricción de la competencia debe cubrir las prohibiciones de acuerdos entre empresas, las decisiones adoptadas por asociaciones de empresas y las prácticas concertadas que tengan por objeto o efecto evitar, restringir o distorsionar la competencia dentro de un Estado miembro o dentro del mercado interior, así como las prohibiciones relativas al abuso de posición dominante dentro de un Estado miembro o dentro del mercado interior, cuando dichos acuerdos, decisiones, prácticas concertadas o abusos estén prohibidos por los artículos 81 y 82 del Tratado CE o por la legislación de un Estado miembro.»

Por supuesto, la solución acogida en este trabajo, la de aplicar la ley del mercado afectado es tan sólo una propuesta cuya aplicación habría que justificar en detrimento de la regla general de la autonomía conflictual y de las alternativas previstas por el RRII, en defecto de elección, pues no podríamos aplicar directamente la solución que el RRII trae para los casos de competencia desleal, pues la omisión del legislador comunitario pudo deberse a su voluntad de que el abuso de mercado se rigiera por las normas generales o a un olvido (opción ésta que parece la más acertada y frente a la cual se precisaría un pronunciamiento de las autoridades comunitarias).

La ley aplicable a la obligación extracontractual regirá, entre otras cuestiones: el fundamento y el alcance de la responsabilidad civil (clase de responsabilidad, si es subjetiva u objetiva, la definición de lo que es un hecho ilícito, el nexo de causalidad, etc.); las causas de exoneración; las limitaciones y el reparto de la responsabilidad; la capacidad para incurrir en responsabilidad por un hecho dañoso;¹²⁹² la existencia y naturaleza de los daños, y su evaluación; las medidas de prevención, cese y reparación del daño; y la transmisibilidad del derecho a reclamar por daños.

También regirá: las personas que tienen derecho a la reparación del daño sufrido personalmente; la responsabilidad por actos de terceros; el modo de extinción de las obligaciones (prescripción, caducidad);¹²⁹³ la carga de la prueba y las presunciones legales (rige, entonces, la ley del fondo y no del foro); la acción directa en contra del asegurador del responsable;¹²⁹⁴ la acción de repetición del responsable que satisface total o parcialmente la reclamación;¹²⁹⁵ la validez formal de un acto jurídico unilateral relativo a una obligación extracontractual.¹²⁹⁶

Según el Art. 17, la actuación del presunto responsable debe valorarse según las normas de seguridad y comportamiento vigentes en el lugar y en el momento en que ocurre el hecho generador del daño,¹²⁹⁷ así la ley aplicable sea la ley de otro país.

¹²⁹² Vid. el considerando núm. 12 del RRII.

¹²⁹³ Vid. el Art. 15 del RRII.

¹²⁹⁴ Esta acción existirá si así lo determina la ley aplicable a la obligación extracontractual o la ley aplicable al contrato de seguro. Vid. el Art. 18 del RRII.

¹²⁹⁵ Vid. el Art. 20 del RRII. En cambio, en los casos de subrogación, será la ley aplicable a la obligación del tercero de satisfacer a un acreedor, y no la ley aplicable a la obligación extracontractual, la que diga si ese tercero puede subrogarse y en qué medida. Vid. el Art. 19 del RRII.

¹²⁹⁶ Esa validez también podrá determinarse según la ley del país donde se haya celebrado el acto. Vid. el Art. 21 del RRII. En relación con este tema, el Art. 22.2. del RRII indica que: «Los actos jurídicos podrán ser acreditados por cualquier medio de prueba admitido bien por la ley del foro, bien por cualquiera de las leyes contempladas en el artículo 21, conforme a la cual el acto sea válido en cuanto a la forma, siempre que tal medio de prueba pueda emplearse ante el tribunal que conozca del asunto.»

¹²⁹⁷ El considerando núm. 34 del RRI: «...Los términos «normas de seguridad y comportamiento» deben interpretarse como referidos a todas las normas relacionadas de algún modo con la seguridad y el comportamiento, incluso, por ejemplo, las de seguridad vial en caso de accidente.»

En esta categoría de normas podríamos incluir a las normas de actuación¹²⁹⁸ que prohíben el abuso de mercado y que determinan cuándo existe o no una práctica aceptada de mercado, pues éstas dependerán del mercado en cuestión y, pese a la armonización comunitaria, pueden variar de un Estado miembro a otro, sobre todo, pueden ser objeto de una configuración más rigurosa y mutar en el tiempo.

Quien actúa en un mercado en concreto sabe, o por lo menos debe saber, que debe cumplir con las reglas de dicho mercado, ajustar su comportamiento a lo que ese mercado exige de él. Por ello, quien realiza operaciones en un mercado y quienes contratan con él tienen la expectativa razonable de que sus actuaciones serán juzgadas de conformidad con las normas de actuación de ese mercado, la aplicación de dichas normas no será imprevisible ni generará costos adicionales a los que ya debió haber previsto al tomar la decisión de intervenir en el mercado.

Finalmente, cabe observar que el RRII no se refiere, como sí lo hace el RRI a los mercados organizados. Una primera interpretación, analizando el RRII en conjunto con la DAM y el RAM, nos obligaría a pensar que el RRII no está previsto para mercados no organizados, además, por qué iba estarlo si, como ya hemos visto, ni siquiera las normas que sustantivamente encaran el abuso de mercado se aplican a mercados no organizados.

Otra interpretación pudiera ser que, simplemente, la distinción entre mercado organizado y no organizado no importa a efectos de la RRII en vista de que, independientemente del mercado, regulado o no, se busca determinar la ley aplicable a una obligación extracontractual, sin detenerse en una consideración que podría ser catalogada como más de forma que de fondo.

Si alguien causa un daño a otro en un mercado no organizado, por una conducta que podría ser calificada claramente como abuso de mercado en un mercado que sí lo está, habría que recurrir a todos aquellos fundamentos de la responsabilidad civil por abuso de mercado que expusimos en esta segunda parte de la investigación, y entender que materialmente sí podría configurarse una responsabilidad civil, y aplicar en lo conflictual lo que fuera pertinente del RRII.

¹²⁹⁸ «...podemos definir a las normas de actuación como aquel conjunto de normas que diseminadas a lo largo de la LMV, y en sus disposiciones de desarrollo atienden a proteger al cliente inversor a través de la exigencia a las entidades prestadoras de servicios de inversión de una serie de pautas, tanto en la esfera del contrato que les vincula con aquél para la ejecución de su opción inversora o desinversora en el mercado de valores, como en su propio sistema de organización, a efectos de que quede establecido un sólido marco de confianza pública tutelado jurídicamente sobre el debido comportamiento del mercado.» Vid. ROJO ÁLVAREZ, C. (2013), p. 83. Dentro de estas normas de actuación, la autora distingue a las normas de relación con la clientela y las clasifica en cuatro tipos: normas precontractuales, las relativas a la documentación contractual, las reguladoras de las órdenes y la ejecución de las operaciones, así como las normas de información a la clientela.

3.3.2.3. Conclusión

En suma, para hallar la norma de conflicto en materia de responsabilidad civil extracontractual cuando tenga lugar un daño por abuso de mercado, sin diferenciar si se trata de un mercado organizado o no, se aplicarán las siguientes reglas.

La primera regla es la de la elección de las partes, recordando que esa autonomía conflictual no puede contrariar el orden público, ni las normas imperativas de la ley del foro, ni de la ley del país con la cual todos los elementos pertinentes de la situación estén localizados al momento de producirse el hecho generador del daño.

Como se dijo, esa autonomía conflictual también queda recortada en los casos de competencia desleal y los actos que restrinjan la libre competencia, supuestos muy relacionados con el abuso de mercado y a los que, en principio, se les aplica la ley del mercado afectado.

En teoría, a pesar de la inexistencia de una regla conflictual especial para el abuso de mercado, la elección del legislador comunitario de la ley del mercado afectado para los casos de competencia desleal sería extrapolable a la responsabilidad civil por abuso de mercado. En el fondo, ambos fenómenos están estrechamente conectados, no pueden negar el parentesco en cuanto a las razones o motivos de protección jurídica: el buen funcionamiento del mercado y de la libre competencia.

Empero, los regímenes especiales tienen que ser contemplados expresamente por el legislador y como no incluyó a los supuestos de abuso de mercado, habría que aplicar el régimen general.

Claro está que la ley del mercado afectado será difícil de excluir, pues normalmente está condicionada por muchísimas normas de conducta (de carácter imperativo) que prohíben el abuso de mercado. Además, tampoco será fácil huir a la especial conexión que tiene el abuso de mercado con la ley del mercado afectado, en razón a que allí tienen lugar los daños directos, a él confluyen los intereses de los inversionistas y en él resultan menoscabados por quienes abusan del mercado.

En defecto de elección nos queda como regla general la *lex loci damni*. Esta regla funciona para el abuso de mercado, como bien sabemos, el hecho generador del daño puede tener un carácter muy complejo, puede hasta descomponerse y efectuarse total o parcialmente en un territorio. Pensemos, v. gr., en varios manipuladores que dan órdenes a

sus intermediarios para realizar operaciones desde distintos Estados miembros y afectar a un emisor ubicado en un Estado miembro diferente y cuyos valores cotizan en otro Estado.

Pensemos en una manipulación informativa donde el emisor al que se refiere la información y que lo afecta esté establecido en un Estado miembro distinto al Estado desde donde el difamador divulga la información, y que afecte a los valores del emisor que cotizan en mercados ubicados en otros Estados miembros. La actuación de abuso de mercado ocurrió por fuera del mercado afectado, pero estaba dirigida a afectar los precios de los instrumentos financieros en un mercado concreto.

La coincidencia entre el mercado afectado y el lugar donde se produce el daño directo es palmaria y será la regla, pues es el mercado donde confluyen los intereses de los presuntos responsables y las presuntas víctimas. A las víctimas se les priva del acceso a la información en condiciones de igualdad en el mercado afectado, es más, es el sistema de fijación de precios de los instrumentos financieros del mercado afectado el que resulta alterado por la manipulación. Estos son daños generales del mercado, pero son los menoscabos a partir de los cuales se puede hablar de daños a otros intereses muchísimo más particulares.

Finalmente, la regla de la *lex loci damni* cede ante la ley de residencia habitual común y, en todo caso, frente a la ley con la cual el hecho dañoso presente vínculos manifiestamente más estrechos con otro país. Lo ulterior podría llevarnos, de nuevo, a la aplicación de la ley del mercado afectado por todas las razones que se han consignado en este escrito.

CAPÍTULO II. EL RÉGIMEN DE LA RESPONSABILIDAD CIVIL POR «ABUSO DE MERCADO»

Como se ha expuesto anteriormente, el abuso de mercado comprende dos conductas básicas y sustancialmente distintas, la primera es el abuso de información privilegiada, y la segunda es la manipulación del mercado; por lo tanto, en aras de mayor claridad se hará alusión a cada una de ellas separadamente.

Aunque se traerán a la memoria algunos datos analizados a lo largo de la primera parte de esta investigación, en esta ocasión nos ocuparemos de los aspectos más destacados de las conductas integrantes del denominado abuso de mercado – según la DAM y el RAM –, para que las reflexiones contenidas en este escrito no pierdan su actualidad. Adicionalmente, y en conjunción con lo anterior, se hará hincapié en los asuntos que sean de mayor interés, a efectos de la construcción del régimen particular de responsabilidad civil por abuso de mercado.

1. EL ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA¹²⁹⁹

1.1. El hecho generador del daño: La realización de operaciones con información privilegiada, su uso y divulgación indebidos.

1.1.1. La información privilegiada.

Antes de reflexionar sobre las conductas prohibidas respecto de la información privilegiada, debemos retomar algunas ideas relacionadas con la definición¹³⁰⁰ misma de esta clase de información¹³⁰¹ a tenor de la normatividad comunitaria vigente y la que pronto regirá la materia (el RAM).

La DAM y la propuesta RAM descomponen la definición tradicional de información privilegiada. Obsérvese, por una parte, que el Art. 6 de la propuesta RAM (Art. 1 de la DAM y Art. 7 del RAM) determina las cuatro características generales para entender como

¹²⁹⁹ Consultar a: PITT H. L. / HARDISON, D. B. (1992), quien analiza las legislaciones en materia de *insider trading* de Australia (pp. 207-210), Francia (pp. 210-213), Alemania (pp. 213-216), Japón (216-220) y México (pp. 220-222). BUDZEN, D. M. / FRANKOWSKA, A. M. (1994), quien examina la legislación de EE.UU., la Directiva de Iniciados y las normas polacas (pp. 122-130). ENGELEN, P. J. (1997), quien estudia brevemente la respuesta penal al *insider trading* en Bélgica. KARMELE, R. S. (1997-1998), este autor hace un análisis comparativo de cómo responderían las jurisdicciones de los EE.UU., Reino Unido, Alemania y Australia en los casos *O'Hagan, Willis y Chestman* (a partir de la p. 1155).

¹³⁰⁰ Recordemos que en el asunto C-45/08, el Abogado General expresó en sus conclusiones (79 y ss.) que la definición de información privilegiada contenida en la DAM era exhaustiva.

¹³⁰¹ «Thus, the concept of inside information has a dual function in MAD, partly to define the kind of information that may not be abused by a person for their own benefit or the benefit of others according to Article 2(1), and partly to define the information which a publicly traded issuer is obliged to disclose to the market according to Article 6.» Vid. LAU HANSEN, J. / MOALEM, D. (2009), p. 324.

información privilegiada aquella información: 1) de carácter concreto; 2) que no se haya hecho pública; 3) que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores¹³⁰² de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros; 4) que si se hace pública podría influir de manera significativa sobre los precios de dichos instrumentos o de los instrumentos derivados relacionados con ellos.

Por otra parte, la DAM (Art. 2) y la propuesta RAM (Art. 7.5) se refieren a la situación de quien posee dicha información, es decir, a la forma en la que accedió a ella y que es precisamente la circunstancia que le permite operar con ventaja sobre los demás operadores del mercado que desconocen la información.

En principio, la información es privilegiada porque se ha tenido la oportunidad de acceder a ella por razón del ejercicio de un cargo, unas funciones, un trabajo o una actividad profesional¹³⁰³ o empresarial (miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor; participación en el capital del emisor¹³⁰⁴, etc). O, en otras palabras, por una relación o posición de confianza.¹³⁰⁵

De esta posición de confianza surgen – tradicionalmente – dos deberes: el deber de salvaguardia y el deber de abstención. Sin embargo, cuando no existe esa posición o relación de confianza, el deber de salvaguardia se difumina, y el deber de abstención empieza a ganar mayor protagonismo, extendiéndose tanto a los *insiders* como a los *outsiders*.

El deber de salvaguardar la información privilegiada (al que la DAM y el RAM aluden como la garantía de confidencialidad) exige la reserva de los datos que no se han hecho públicos para evitar que sean empleados deslealmente por otros hasta que puedan ser canalizados de forma oportuna, adecuada, clara y transparente hacia el mercado de valores.

¹³⁰² «2. Relación con uno o varios emisores o uno o varios valores: como se ha mencionado antes, es la información la que debe estar relacionada, y no el sujeto que la obtiene, que puede perfectamente ser un extraño al emisor.» Vid. MONROY ANTÓN, A. J. (2005), «Estudio comparado.», s.p.

¹³⁰³ Una ley de 1970 (*Loi 70-1208 du 23 décembre 1970*) estableció la prohibición del *insider trading* en Francia. «Article 10-1 was applicable not only to persons mentioned in Article 162-1 of the Company Law of 1966, but also to all persons who possessed, by virtue of their profession or function, information privilegie (privileged information) concerning the technical, commercial or financial functioning of a company, and who made, directly or indirectly, transactions exploiting such information before the public had knowledge of it.» Esta ley de 1970 no cobijaba las operaciones efectuadas por terceros ni por personas jurídicas, motivo por el cual fue modificada para extender su alcance a los *tippers* por las negociaciones de los *tippees*. Vid. UMHOEFER, C. / PIETRANCOSTA, A. (1992), p. 96

¹³⁰⁴ El *Insider Trading Guidelines* alemán de 1976 sólo contemplaba a quienes tuvieran una participación mayor del 25% del capital de la compañía. Vid. BLUM, J. (1985-1986), p. 518. Esta guía no se aplicaba a los *tippees*.

¹³⁰⁵ «La conclusión simple y llana es que tanto los accionistas como los administradores se ven fuertemente incentivados a asignar el derecho de utilizar la información corporativa no pública, en favor de aquéllos que puedan gestionarla del modo más eficiente. Esto, según afirma FISCHER, es una aplicación directa del teorema de Coase (15). En este análisis se pueden encajar tres conceptos clave para el estudio jurídico y ético del uso de información privilegiada en los mercados de valores. En primer lugar, la génesis de la información: sólo sería ilícita la utilización de información conocida en virtud de una relación de confianza generadora del consiguiente deber de lealtad. En segundo lugar, la ilicitud de la utilización de información privilegiada exigiría el quebrantamiento de deberes impuestos por ley o por contrato. En este sentido parece innecesaria la prohibición legal del uso de esa clase de información, puesto que nada obsta a que la regulación de ese concreto aspecto de la vida de las empresas se pacte en los estatutos de cada sociedad. Y en tercer lugar, se requiere para la licitud del *insider trading* la ausencia de perjuicios indebidos a terceros.» Vid. LÓPEZ LOZANO, M. A. (1997), p. 1365. Este autor estudia el tema del *insider trading* según el análisis económico del derecho.

Este deber implica que quien posee información privilegiada asuma una especie de posición de garante respecto de la reserva de la información y, por ende, en materia de responsabilidad el reproche jurídico podrá ser más riguroso.

Por su parte, el deber de abstención o prohibición de utilizar la información privilegiada cobija tanto a los *insiders* como a los *outsiders*, sin apoyarse solamente en la relación o posición de confianza. Por supuesto, esto permite que su imposición pueda ser más generalizada, alcanzando a todo aquel que disponga de información privilegiada y contravenga los usos que la ley considere justificados.

Dejando esta visión tradicional, hoy por hoy, también se considera que se accede a una ventaja, a una posición de privilegio sobre una información adelantando actividades delictivas,¹³⁰⁶ u operando con información de la que se sepa o debiera saberse que es privilegiada aunque no exista un vínculo funcional, profesional o empresarial directo con la información. Así las cosas, tanto la DAM¹³⁰⁷ como la propuesta RAM¹³⁰⁸ rompen con el concepto tradicional de información privilegiada y aumentan el alcance de la normatividad anti-abuso de la misma.

En fuerza de lo antecedente, el concepto de información privilegiada debería atender no sólo a las cuatro características básicas del Art. 6 de la propuesta RAM, sino también al vínculo que los sujetos tienen con ella y que explican su carácter “privilegiado”, pues recordemos que ya no se habla de información confidencial¹³⁰⁹ o reservada y, por lo tanto, la definición deberá conectarse con la situación de quien conoce y opera con la información.

Se reitera, entonces, que esa conexión ya no será sólo funcional o por el ejercicio de una actividad profesional o empresarial; el vínculo podrá generarse a partir del acceso a la información privilegiada, su posesión, el conocimiento real o presunto de su naturaleza, más su utilización o la realización de operaciones con apoyo en ella. Lo apuntado coloca a quien posee y negocia basándose en información privilegiada en una situación de ventaja indebida frente a los demás operadores del mercado que desconocen tal información.¹³¹⁰

¹³⁰⁶ «If the objective is to ensure that all traders have access to the same information, it surely does not matter whether the information was obtained from an insider or not. 120» Vid. WATSON, B. J. (1995), p. 144.

¹³⁰⁷ Vid. Art. 4 de la DAM: «Los Estados miembros garantizarán la aplicación de los artículos 2 y 3 a cualquier persona distinta de las mencionadas en esos artículos que posea información privilegiada, cuando esa persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de información privilegiada.»

¹³⁰⁸ Vid. Art. 7.5. de la propuesta RAM: «...El presente artículo se aplicará también a toda persona física o jurídica que haya obtenido la información privilegiada en circunstancias distintas de las mencionadas en el primer párrafo cuando dicha persona sepa o deba saber que es información privilegiada.»

¹³⁰⁹ Vid. PELLI CATTANEO, M. (2009), p. 9.

¹³¹⁰ Según el considerando 16 quáter de la propuesta RAM: «La característica esencial de la operación con información privilegiada consiste en obtener indebidamente provecho de información privilegiada en detrimento de terceros que la desconocen y, por consiguiente, en el menoscabo de la integridad de los mercados financieros y la confianza de los inversores. Por consiguiente, la prohibición de operar con información privilegiada es aplicable cuando una persona con acceso a información privilegiada que posee esta información obtiene una ventaja injusta del beneficio conseguido a partir de dicha información realizando transacciones de mercado con arreglo a la misma mediante la adquisición o cesión, o

Es tal la importancia de la posibilidad de acceder a la información privilegiada como origen de la conexión o aproximación con la misma y la ventaja que concede para su posterior utilización, que tanto la DAM (Art. 6.3.) como el RAM (Art. 18) obligan a los emisores (o a quienes actúen en su nombre o por su cuenta) a elaborar listas (y a actualizarlas continuamente)¹³¹¹ de todas aquellas personas que tienen acceso a información privilegiada, independientemente de que estén a su servicio a través de un contrato laboral o no, pues lo crucial es que tengan acceso a dicha información (Art. 83bis de la LMV).¹³¹²

Resulta curioso que la propuesta RAM (y el RAM) exima – aparentemente - de la obligación de elaborar las listas a “los emisores cuyos instrumentos financieros están admitidos a negociación en un mercado destinado a financiar el crecimiento de las PYMES”, si se verifican dos condiciones:

En primer lugar, si toman todas las medidas razonables encaminadas a garantizar que quienes acceden a información privilegiada conozcan y sean conscientes de las obligaciones legales y reglamentarias derivadas de este hecho, y de las sanciones a que hubiere lugar en caso de abusar o difundir indebidamente la información privilegiada. Y, en segundo lugar, que el emisor esté en condiciones de facilitar a la autoridad competente, previa solicitud, la lista de personas con acceso a información privilegiada.

La idea que subyace a esta concesión del legislador comunitario es la de reconocer que mantener y actualizar las listas de personas con acceso a información privilegiada supone una carga administrativa “onerosa” para los emisores pequeños y medianos.¹³¹³

Empero, a efectos prácticos, estos emisores tendrán que llevar un registro que les facilite la posibilidad de saber quiénes tienen acceso a información privilegiada en un determinado momento, por muy simple que sea su configuración.

Por ende, en aras de evitar improvisaciones y sobresaltos frente a un requerimiento de la autoridad competente, les sería más útil cumplir con la obligación de elaborar las listas conforme a las reglas generales del RAM y estar así preparados, en condiciones de saber – con exactitud y en cualquier instante – cuándo una persona accedió a información privilegiada y cuándo dejó de tener acceso a dicha información.

intento de adquisición o cesión, o cancelando o modificando, o intentando cancelar o modificar, una orden para adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a los que se refiere la información en cuestión. La utilización de información privilegiada puede consistir asimismo en el comercio de derechos de emisión y sus derivados, así como en la participación en subastas de derechos de emisión u otros productos subastados basados en los mismos celebradas de conformidad con el Reglamento (UE) nº 1031/2010.»

¹³¹¹ Vid. considerando 27 bis de la propuesta RAM y considerandos 56 y 57 del RAM.

¹³¹² Los requisitos de las listas pueden encontrarse en el Art. 13 de la propuesta RAM y el Art 18 del RAM.

¹³¹³ Vid. considerando 27 de la propuesta RAM y Art. 18.6 del RAM.

La DAM configura varios tipos de información privilegiada conforme al instrumento financiero afectado. Ya estudiamos los requisitos aplicables a la generalidad de los instrumentos financieros, ahora es el turno de enunciar algunas particularidades.

Por ejemplo, en el caso de los derivados¹³¹⁴, la información privilegiada es aquella información: 1) de carácter concreto; 2) que no se haya hecho pública; 3) que se refiera directa o indirectamente a uno o varios derivados o directamente¹³¹⁵ a un contrato al contado de materias primas relacionado con ellos; 4) que si se hace pública podría influir de manera significativa sobre los precios de dichos derivados o de los contratos al contado de materias primas relacionados con ellos.

Adicionalmente, y en el caso de los derivados, también será información privilegiada: 1) la que alude a los mercados de derivados sobre materias primas o de contado;¹³¹⁶ 2) de la que quepa razonablemente esperar que sea divulgada¹³¹⁷ o que deba hacerse pública obligatoriamente según las leyes o reglamentos (nacionales o comunitarios), las normas del mercado, los contratos y los usos.

Respecto a los derechos de emisión o los productos subastados basados en dichos derechos, se entiende por información privilegiada aquella información: 1) de carácter concreto; 2) que no se haya hecho pública; 3) que se refiera directa o indirectamente a uno o varios de estos instrumentos financieros; 4) que si se hace pública podría influir de manera significativa sobre los precios de dichos instrumentos o de los instrumentos derivados relacionados con ellos.

Finalmente, en lo relativo a las órdenes pendientes de ejecución sobre instrumentos financieros, la información privilegiada es aquella: 1) de carácter concreto; 2) que no se haya hecho pública; 3) que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros; 4) que si se hace pública podría influir de manera significativa sobre los precios de dichos instrumentos, los precios de

¹³¹⁴ El considerando núm. 15 de la propuesta RAM establece que: «...La definición de información privilegiada en relación con un derivado sobre materias primas debe ser información que responda a la definición general de información privilegiada en relación con los mercados financieros y que deba publicarse de conformidad con las disposiciones legales o reglamentarias de la Unión o nacionales, las normas del mercado y los contratos o los usos establecidos en el mercado de derivados sobre materias primas o el mercado al contado en cuestión. Ejemplos notables de dichas normas son REMIT por lo que respecta al mercado de la energía y la base de datos JODI para el petróleo. Dicha información puede servir como base para las decisiones de los operadores del mercado de celebrar contratos de derivados sobre materias primas o contratos al contado de materia primas relacionados y constituye, por lo tanto, información privilegiada que debe divulgarse cuando pueda tener un efecto significativo sobre los precios de dichos derivados o sobre los correspondientes contratos al contado de materia primas.»

¹³¹⁵ Este adverbio fue adicionado por la propuesta RAM.

¹³¹⁶ Un mercado al contado es según el Art. 5.11) de la propuesta RAM y el Art. 3.1.15) del RAM: «un mercado de materias primas en el que estas se intercambian por dinero y se entregan inmediatamente después de liquidada la transacción, así como otros mercados no financieros, como los mercados a plazo para materias primas».

¹³¹⁷ Adición de la propuesta RAM.

los contratos al contado de materias primas, o de los instrumentos derivados relacionados con ellos.

La principal fuente de información es la que produce el mismo emisor de los instrumentos financieros o valores (*corporate information*), esto es, los informes¹³¹⁸ sobre su situación financiera, la autocartera o el gobierno corporativo; y toda aquella información que la ley determine como “relevante” y que la sociedad está obligada a divulgar en ciertas circunstancias.¹³¹⁹

De lo anterior se deduce que no toda información debe revelarse, sólo alguna y en ciertas circunstancias, ya que – por ejemplo – una intención o una posición de negociar son en sí mismas información valiosa de la que pueden sacar provecho sus titulares, y que no tiene que exponerse al público indefectiblemente. Incluso, de llegarse a divulgar determinada información, v.gr. en el supuesto de rumores o especulaciones sobre una OPA, se podría perjudicar a la empresa objetivo, a la adquirente y a los potenciales competidores.¹³²⁰

Profundizando un poco sobre los rumores, los expertos han discutido si una empresa debe reaccionar o no ante ellos y de qué forma cuando se refieren a *inside information*. Es decir, ¿la compañía debe restar importancia a los rumores o debe salir a dar explicaciones, e incluso dar cumplimiento a su obligación de divulgación si concluye que hubo una filtración?

Primero debemos aclarar el concepto de rumor. A tenor del diccionario de la RAE un rumor es una “voz que corre entre el público”. Se trata de una información cuya verdad no está comprobada, incluso puede provenir tanto de una estrategia engañosa como de la exteriorización de un deseo o de un pensamiento sin bases reales.

Los rumores son generalmente tenidos en cuenta a la hora de operar en el mercado, ya que son valiosos en tanto pueden ser ciertos o, pese a su vaguedad, pueden contener algo de verdad. Por supuesto, al momento de tomar una decisión de inversión, los rumores deben examinarse en conjunción con otros factores y datos que estén verificados o que sean fácilmente verificables.¹³²¹

¹³¹⁸ Vid. RD 1362/2007, de 19 de octubre.

¹³¹⁹ Vid. BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2007), p. 26 y ss. y FERNÁNDEZ-RAÑADA, C. (2008).

¹³²⁰ Vid. RIESGO, L. / ORTEGA, R. (2009), en este artículo se analizan las acciones de competencia desleal en sede del mercado de valores.

¹³²¹ «A sudden increase in volume, even absent knowledge of the source of trading, can signal traders that material information may exist that has not yet been disclosed. Under these conditions, rational traders may withdraw from the market rather than risk being on the wrong side of trades with insiders. 128 In these cases, insider trading will deter transactions by those on the other side. If traders can detect on which side of transactions insiders are dealing, they can emulate them, and obtain at least part of the gains anticipated by the insiders. 129 But they, too, will be dealing with investors whose decisions were made on other bases, or with specialists and market makers. In all of these cases, then, only the latter group can demonstrate transaction causation.» Vid. CARNEY, W. J. (1986), p. 890

La posibilidad de que un rumor sea real crea oportunidades de negociación, pero el exceso de rumores provoca un clima de incertidumbre, de nerviosismo y de falta de confianza que puede llevar a un mercado a la ruina.

Del contenido del rumor, de su precisión, la compañía podrá deducir si hubo una filtración de información o no y, consiguientemente, proceder a divulgar la información, conforme a lo exigido por la ley. Lo anterior quiere decir que si se trata de un rumor que no se basa en *inside information*, la compañía puede esperar a sopesar sus efectos, pero si se trata de una filtración habrá que dar cumplimiento a las normas sobre divulgación de información relevante.

Teóricamente esto suena muy bien. Sin embargo, en la práctica los inversores no tienen cómo diferenciar entre un rumor y una filtración (según LAU HANSEN, J. y MOALEM, D., el rumor no se basa en *inside information*, mientras que la filtración sí lo hace¹³²²). Es precisamente en este instante donde debe realizarse un balance entre el interés de los emisores o compañías y las necesidades del mercado de contar con información cierta, de información en la que los participantes puedan confiar para negociar.

El ordenamiento jurídico comunitario reacciona ante la información cuya verdad y ocurrencia no se ha verificado de tres formas: 1) imponiendo una obligación de divulgación; 2) prohibiendo el *insider trading*, y 3) castigando la manipulación de información.

Si luego de analizar el contenido de un rumor o una filtración se concluye que se ha creado una asimetría informativa injusta, la parte informada debe corregirla mediante la divulgación de información y, si ésta no es posible, debe evitarse el uso de la ventaja informativa y castigarse a quien la ha creado, en caso de provenir de una estrategia manipuladora.

En el caso español, la LMV distingue entre información privilegiada (Art. 81) e información relevante (Art. 82). La primera es aquella: 1) de carácter concreto; 2) referida directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros (incluyendo los derivados), o a uno o varios de sus emisores; 3) que no se haya hecho pública; 4) que de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización; o que, tratándose de derivados, los usuarios esperarían recibir según las prácticas de mercado aceptadas en el mercado respectivo.¹³²³

¹³²² Vid. LAU HANSEN, J. / MOALEM, D. (2009), pp. 326-327.

¹³²³ Vid. considerando 25 ter de la propuesta RAM: «La información relativa a los planes y estrategias de negociación propios de los participantes en el mercado no debe considerarse información privilegiada, si bien la información relativa a los planes y estrategias de negociación de terceros puede equivaler a información privilegiada.» Consultar también los considerandos 31 y 54 del RAM.

Por su parte, la información relevante¹³²⁴ es aquella que incide razonablemente en un inversor a la hora de adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros, influyendo en sensiblemente en su cotización, por ejemplo, los resultados de pérdidas económicas importantes en la actividad empresarial, la decisión de nacionalizar una empresa petrolera, el conocimiento de una OPA latente, la reducción de dividendos, la conclusión de un acuerdo de *outsourcing*¹³²⁵ millonario sobre tecnologías de la información, etc.

Al definir lo que debe entenderse por información relevante se emplea una fórmula abierta que algunos podrían criticar, sobre todo cuando su determinación tiene trascendencia a la hora de atribuir responsabilidades jurídicas. Sin embargo, esta definición concede a las autoridades una posibilidad mayor de intervenir en un caso concreto y decidir si los hechos sobre los que se apoya la información pueden influir significativa y efectivamente en la cotización de los valores.

Esta información puede provenir tanto del propio emisor como de una fuente externa (*market information*¹³²⁶), y debe ser puesta a disposición de los inversores para que puedan evaluar adecuadamente sus decisiones de inversión y desinversión, sin perjuicio de reconocer, que pueden subsistir asimetrías informativas de las que otros pueden aprovecharse, siempre que sean el resultado de un esfuerzo mayor en la consecución legítima de información y que se cumpla con el nivel mínimo de transparencia fijado por cada mercado o sistema de negociación.

Los inversores informados y profesionales prefieren muchas veces intervenir en sistemas de negociación que ofrezcan un mayor nivel de opacidad informativa, aunque no necesariamente mayor liquidez. Recordemos que cuando existe mayor transparencia, se reducen un sinnúmero de posibilidades de negociar con algunas ventajas frente a la contraparte, ventajas que suelen ser de consideración si se trata de inversores desinformados. Sin embargo, un mínimo de transparencia es imprescindible para el buen funcionamiento del mercado.

¹³²⁴ «It is important to remember that there is a fundamental distinction between the concept of a relevant fact and the concept of inside information. The former should be understood as an actual "event", which has therefore happened in its entirety. The latter, albeit specific and having a determined content, could however also refer to events that are still developing, i. e. to a time before the full occurrence of the relevant event. The distinction was highlighted in the previous rules by the ban on communicating market information relating to agreements or transactions that were not sufficiently defined, because this could alter the smooth running of the market.» Vid. PELLI CATTANEO, M. (2009), pp. 11-12.

¹³²⁵ Vid. SACRISTÁN, M. / GÓMEZ ANSÓN, S. (2003). Este autor hace un estudio breve y sencillo sobre la influencia de los acuerdos de *outsourcing* en la rentabilidad de las empresas, especialmente, desde la página 32 hasta la 36.

¹³²⁶ «Finally, much of the academic commentary posits that privileged information may concern not only an issuer, either corporate or governmental, but also the market itself. For example, information that a large sell or purchase order has been or will be placed by an institutional shareholder may be privileged information. Privileged information also may relate to an event not emanating from a corporation, such as an imminent modification of a stock market regulation.» Vid. UMHOEFER, C. / PIETRANCOSTA, A. (1992), p. 127.

En cumplimiento de ese nivel mínimo de transparencia¹³²⁷, los emisores de valores deben no sólo hacer pública la información relevante de la que disponen sino difundirla al mercado inmediatamente a través de los canales de difusión más expeditos y accesibles (incluso a través de sus páginas Web¹³²⁸), quedando obligados a comunicar dicha información simultáneamente a la autoridad reguladora, que en el caso español es la CNMV. En ningún evento los emisores podrán combinar la divulgación de información privilegiada con la comercialización de sus actividades.

La DAM y el RAM imponen al emisor de un instrumento financiero la obligación de hacer pública «cuanto antes la información privilegiada que le concierna directamente» siguiendo atentamente las instrucciones del Art. 6 de la DAM y del Art. 17 del RAM (Art. 12.1. propuesta RAM). Conforme a ambos instrumentos comunitarios, y atendiendo a lo que se ha expuesto acerca de la información privilegiada y la información relevante en el ordenamiento jurídico español, podrá deducirse que una de las condiciones de la información privilegiada es que a su vez sea información relevante.

Cuando la información relevante pueda perturbar el desarrollo normal de las operaciones sobre los valores de un emisor, o poner en peligro la protección de los inversores, la información debe comunicarse previamente a la CNMV, organismo que se encargará de su difusión. Asimismo, si la difusión de una información tiene la capacidad de perjudicar los intereses legítimos¹³²⁹ del emisor, éste puede retrasarla – bajo su responsabilidad –, siempre que no se confunda al público y garantizando la confidencialidad de la información.

Esta posibilidad de retrasar la difusión de información fue contemplada por la DAM (Art. 6.2.) y el RAM (Art. 17.4)¹³³⁰, respondiendo básicamente a las mismas condiciones que

¹³²⁷ Ordinariamente, en el ámbito de la contratación civil la gente no suele comunicar de manera voluntaria toda la información relevante que pueda servir a otro como base de su decisión de contratar o no, o en qué condiciones. A través del *insider trading* no se trata de castigar al que esté mejor informado, ni al que ha violado un deber fiduciario; por el contrario, se busca generar confianza en el contexto de los mercados impersonales, en el sentido de que se puede negociar en ellos – en condiciones de igualdad y lealtad – con apoyo en la información relevante disponible, es decir, se parte de la protección de una expectativa de que al menos se tendrá la posibilidad de negociar con dicha información.

¹³²⁸ «Así, si bien la publicidad en la información financiera de la empresa aumenta la transparencia, la ausencia de reglas o recomendaciones que regulen este fenómeno permite una gran diversidad de prácticas en cuanto a contenidos, diseños, formatos, frecuencias de actualización, etc., que dificulta el acceso a la información relevante por parte del usuario. Frente a esta diversidad, constatada empíricamente, surge la necesidad de definir algunas líneas de actuación para la divulgación digital de la información financiera. La transmisión de información financiera debe de realizarse en condiciones de transparencia, lo cual implica que: Se distribuya al mercado toda la información relevante para los inversores. La información sea correcta y veraz. Se transmita de forma simétrica y equitativa. Sea suministrada en tiempo útil.» Vid. SANZ SANTOLARIA, C. J. / FERRER GARCÍA, C. (2008), p. 2.

¹³²⁹ Según el considerando 24 bis de la propuesta RAM los intereses legítimos pueden referirse, entre otras circunstancias, a «negociaciones en curso, o elementos relacionados, cuando la divulgación pública puede afectar al resultado o al curso normal de dichas negociaciones» especialmente cuando «la viabilidad financiera del emisor se encuentre en grave e inminente peligro»; o en «las decisiones adoptadas o los contratos celebrados por el organismo de gestión de un emisor que requieren la aprobación de otro organismo del emisor para que sean efectivas, cuando la organización de dicho emisor requiere la separación entre dichos organismos, siempre que la divulgación pública de la información antes de su aprobación, junto con el anuncio simultáneo de que dicha aprobación aún está pendiente, ponga en peligro la correcta evaluación de la información por parte del público.»

¹³³⁰ Vid. el Art. 12 de la propuesta RAM apartados 3, 4 y 5.

se han explicado: 1) que la divulgación inmediata pueda perjudicar los intereses legítimos del emisor u operador del mercado de derechos de emisión; 2) que con la omisión no se engañe o confunda al público; 3) que se garantice la confidencialidad de la información.¹³³¹

El RAM habilita expresamente a los emisores para retrasar la divulgación en procesos prolongados que se desarrollen en etapas diferentes y que estén destinados a provocar o dar lugar a cierta circunstancia o hecho, cumpliendo – eso sí – con los requisitos enunciados recientemente. Obsérvese que no sólo una empresa, también los inversores pueden verse perjudicados si al informar prematuramente sobre un proceso, las expectativas en su culminación superan el resultado final o éste es desfavorable.¹³³²

En todo caso, luego del retraso y cuando ya se ha procedido a la publicación de la información, el emisor o el operador de que se trate deberá comunicar por escrito a la autoridad competente sobre cómo dio cumplimiento a las condiciones que lo facultaban para retrasar la divulgación de la información privilegiada.

Lo antecedente significa que las compañías no tienen que informar al mercado sobre cuestiones inciertas o situaciones en desarrollo que puedan perjudicarles, o que puedan ocasionar más confusión en los mercados. Si un asunto en particular requiere de cierta formalización, las empresas pueden diferir la divulgación del evento siempre que la misma divulgación pudiera llegar a impedir la formalización, v. gr. de un contrato, y, por ende, perjudicarles gravemente

Tal como puede advertirse la información privilegiada es información no pública que tiene que seguir un cauce natural en el mercado de valores, es decir, hacerse pública con relativa prontitud para que los inversores puedan negociar en condiciones de transparencia e igualdad. Que se dispense a un emisor de su deber de divulgar depende de situaciones muy excepcionales y legalmente previstas, que permitan legitimar que lo que está oculto para el mercado lo siga estando por más tiempo.

¹³³¹ Vid. Art. 17.7. del RAM «7. Si la difusión de la información privilegiada se retrasa de conformidad con los apartados 4 o 5 y la confidencialidad de la información privilegiada deja de estar garantizada, el emisor o el participante del mercado de derechos de emisión hará pública esa información lo antes posible. El presente apartado incluye los casos en que un rumor se refiera de modo expreso a información privilegiada cuya difusión haya sido retrasada de conformidad con los apartados 4 o 5, cuando el grado de exactitud del rumor sea suficiente para indicar que ya no está garantizada la confidencialidad de dicha información.» Vid. el Art. 17.8 del RAM: «8. Cuando un emisor o un participante del mercado de derechos de emisión o una persona que actúe en su nombre o por su cuenta, comuniquen información privilegiada a un tercero en el curso normal del ejercicio de su trabajo, profesión o funciones, de conformidad con el artículo 10, apartado 1, deberán hacer pública esa misma información de forma completa y efectiva, simultáneamente si se trata de comunicación intencionada, o de inmediato si se trata de comunicación no intencionada. No se aplicará lo dispuesto en el presente apartado si la persona que recibe la información está sujeta a la obligación de confidencialidad, independientemente de que esa obligación se base en una norma legal, reglamentaria, estatutaria o contractual.» (Arts. 12.5 y 12.6 de la propuesta RAM).

¹³³² Vid. HERNÁNDEZ SAÍNZ, E. (2009), p. 166.

A diferencia de la DAM, el RAM (Art. 17.5) faculta explícitamente a las entidades financieras para retrasar la divulgación de información privilegiada, cumpliendo con varias condiciones, a saber: 1) que la información conlleve un riesgo de debilitar la estabilidad financiera del emisor y del sistema financiero; 2) que el retraso convenga al interés público; 3) que se garantice la confidencialidad de la información; y, 4) que la autoridad competente autorice la dilación al comprobar que se cumplen las condiciones anteriores.¹³³³

1.1.2. La naturaleza de la información privilegiada.

Ahora, centrándonos en la naturaleza misma de la información (*corporate information* o *market information*) lo normal es que un inversor razonable se valga, antes de negociar, de la información previa disponible en el mercado, información que puede estar muy fragmentada por la competencia entre los mercados regulados y otros sistemas de contratación de instrumentos financieros o valores. El inversor empleará – por lo menos – aquella información a la que pueda acceder mediante un esfuerzo medio o normal.

La información está compuesta por hechos o circunstancias que comunicados o adquiridos nos permiten conocer un asunto determinado. Existe variada información con la capacidad de afectar la cotización de un valor o el precio de un instrumento financiero, pero sólo será información relevante: 1) cuando esa afectación o influencia sea o pueda ser manifiesta y significativa; y 2) cuando probablemente sería empleada por un “inversor razonable” para apoyar su decisión de inversión.

Determinar cuándo una información – de hacerse pública – tendrá un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros, de los contratos al contado de materias primas relacionados con ellos, o de los productos subastados basados en derechos de emisión, no es una labor fácil. En algunos casos habrá consenso y en otros será el interesado quien tendrá que demostrar que ese efecto existe al menos en grado de probabilidad razonable.

En reconocimiento de su complejidad técnica y, con el fin de orientar a los operadores, el RAM (Art. 7.5)¹³³⁴ facultó a la AEVM para elaborar listas indicativas (no exhaustivas) sobre la información que según el tipo de mercado e instrumento financiero pueda esperarse razonablemente que sea divulgada o que deba ser divulgada.

Es más, en el supuesto de los derechos de emisión, el RAM considera que en el supuesto de información sobre operaciones físicas en las cuales las emisiones agregadas o

¹³³³ Vid. considerandos 25 y 25 bis de la propuesta RAM y Art. 6 de la DAM.

¹³³⁴ Vid. Art. 6.3bis de la propuesta RAM.

una potencia térmica nominal sea igual o inferior al umbral que establecerá la Comisión por acto delegado (considerando 51 y Art. 7.4 del RAM)¹³³⁵, no habrá efecto significativo sobre el precio de los derechos de emisión, los productos subastados basados en esos derechos o los precios de los instrumentos financieros derivados relacionados con ellos.

Cuando la DAM apunta al carácter concreto de la información privilegiada está exigiendo dos cosas: primero, que se refiera a un conjunto de circunstancias (o a un acontecimiento) que ya se produjeron u ocurrieron, o que es razonable pensar que se darán u ocurrirán; y, segundo, que sea suficientemente específica (precisa o determinada) para sacar conclusiones sobre los posibles efectos de dichas circunstancias¹³³⁶ (o acontecimiento).¹³³⁷

La propuesta RAM añade dos novedades (recogidas por el RAM), una de las cuales, la primera, ya había sido objeto de discusión en el asunto C-19/11, del 28 de junio de 2012. Las novedades son las siguientes: 1) la consideración como información concreta de las fases intermedias en procesos prolongados en el tiempo¹³³⁸; y 2) la calificación como información privilegiada de esas fases intermedias, siempre que cumplan los criterios establecidos por la DAM para que exista información privilegiada.¹³³⁹

Lo antecedente entraña que en los supuestos de procesos prolongados en el tiempo que tienen como finalidad originar una circunstancia o un hecho, será información concreta no

¹³³⁵ Art. 17.2. del RAM: «...El párrafo primero no será de aplicación a un participante del mercado de derechos de emisión en caso de que las instalaciones o actividades de aviación que sean de su propiedad o estén bajo su control o responsabilidad hayan producido durante el año anterior emisiones que no superen un valor umbral mínimo de equivalente de dióxido de carbono y, en el supuesto de que se lleven a cabo en ellas actividades de combustión, tengan una potencia térmica nominal que no supere un valor umbral mínimo. Se otorgan a la Comisión los poderes para adoptar actos delegados con arreglo al artículo 35 con objeto de establecer un valor umbral mínimo de equivalente de dióxido de carbono y un valor umbral mínimo de potencia térmica nominal, a efectos de la aplicación de la exención prevista en el párrafo segundo del presente apartado.»

¹³³⁶ Conforme al diccionario de la RAE, una circunstancia es un «accidente de tiempo, lugar, modo, etc., que está unido a la sustancia de algún hecho o dicho» y un acontecimiento es un «hecho o suceso, especialmente cuando reviste cierta importancia.»

¹³³⁷ «Se abarca así la “hard information”, información cierta o de hechos o circunstancias que “se dan” o han producido y de los que se tiene constancia o prueba objetiva, como la “soft information”, o aquellos hechos o circunstancias que “pueden darse razonablemente, o puede esperarse razonablemente que se produzcan». Vid. TAPIA HERMIDA, A. (2010), “El concepto de utilización...”, p. 99.

¹³³⁸ «The assessment whether a piece of information has the potential to significantly influence the price can only be made at a certain point of time and is not dependent on the question whether in the future another piece of information may be deemed price-relevant. Therefore, any “intermediate” step that has the potential to significantly influence the price provides insiders with the opportunity to make a profit without bearing a downside risk, and is hence inside information according to Article 1(1) of the Market Abuse Directive.» Vid. HELLGARDT, A. (2013), p. 871.

¹³³⁹ Vid. los considerandos 12 bis y 14 de la propuesta RAM, y los considerandos 16 y 17 del RAM: «(16) Cuando la información privilegiada se refiera a un proceso que se produce en distintas etapas, cada una de ellas, así como el proceso en su conjunto, podría considerarse información privilegiada. Una etapa intermedia de un proceso prolongado puede ser constitutiva por sí misma de una serie de circunstancias o de un hecho que existen o de los que hay probabilidades realistas de que existan u ocurran, sobre la base de una evaluación general de los factores existentes en el momento pertinente. No obstante, lo anterior no debe interpretarse en el sentido de que ha de tenerse en cuenta la magnitud del efecto de dicha serie de circunstancias o de ese hecho en los precios de los instrumentos financieros en cuestión. Una etapa intermedia debe tener la consideración de información privilegiada si, por sí misma, cumple los criterios relativos a la información privilegiada establecidos en el presente Reglamento. (17) La información relativa a un hecho o una serie de circunstancias que constituyen una etapa intermedia de un proceso prolongado puede referirse, por ejemplo, al estado de unas negociaciones contractuales, las cláusulas provisionalmente acordadas en esas negociaciones, la posibilidad de colocación de instrumentos financieros, las condiciones en que vayan a comercializarse los instrumentos financieros, las cláusulas provisionales para la colocación de instrumentos financieros, o la consideración de la inclusión de un instrumento financiero en un índice importante o la eliminación del instrumento financiero de dicho índice.»

sólo el resultado final (hecho o circunstancia futuro que podría influir de manera significativa en la cotización o el precio de un instrumento financiero), sino también las fases intermedias enlazadas con tal resultado y que serían hechos o circunstancias pasados.

La influencia apreciable o significativa de esas circunstancias o hechos futuros en la cotización de un instrumento financiero se infiere a partir de lo siguiente: lo primero es si cabe esperar que las circunstancias específicas se producirán probablemente en el futuro¹³⁴⁰, y lo segundo es, si de hacerse públicas hubieran sido consideradas por un inversor razonable como parte de los fundamentos para decidir sobre una inversión.

El considerando 11 de la DAM afirma que los inversores razonables basan sus decisiones de inversión en información disponible *ex ante*, por lo que habrá que preguntarse en cada caso, según el contenido y las características de dicha información, si era probable (y no meramente posible) que fuera considerada por el inversor razonable en sus decisiones.

La información *ex post* servirá para comprobar efectivamente que una información *ex ante* tenía la aptitud de influir sobre el precio, pero no para examinar las conclusiones efectuadas con apoyo en la información *ex ante*. De igual forma, para determinar si una información es *price sensitive* podrá recurrirse a la información pasada similar que haya tenido un impacto significativo en los precios de los instrumentos financieros, y a los informes de analistas o del mismo emisor en los que se haya estimado que una información tenía la capacidad de influir apreciablemente en los precios de los instrumentos financieros.

El análisis que realiza el inversor razonable debe comprender los efectos probables de un hecho o de unas circunstancias en el conjunto de las actividades del emisor y en los instrumentos financieros en cuestión, la fiabilidad de la fuente de la información y las variables del mercado respectivo; atendiendo a las reglas de la experiencia común, a lo que se puede esperar normalmente que ocurra en un mercado financiero en concreto y a la aptitud objetiva de un hecho o de un conjunto de circunstancias para producir un efecto determinado en la cotización de los valores.

En otras palabras, el inversor razonable¹³⁴¹ sería el estándar promedio para analizar la conducta esperada o exigible de un inversor al tomar una decisión de inversión con la

¹³⁴⁰ «Doctrine has also specified that information need not to be certain but has to have achieved a certain degree of substantiality, referring to an event that has taken place or is about to take place or to a decision that has been or is about to be taken33.» Vid. PELLI CATTANEO, M. (2009), p. 20.

¹³⁴¹ «A reasonable investor is defined as a “person who thinks and behaves in a rational way”. Therefore, information has to be able to influence a person who makes informed choices in the field of investments, whatever their nature. In the present context, a “reasonable investor” means a person who has skills, whether general or specific, in the field of investments, and is able to assess the “financial” importance of a piece of information to a greater degree than a person defined as a “non-investor”. The reference to the investor’s reasonableness means that it is not enough to be skilled in the area of investments or to use information for a specific investment. In addition to the use of the information there has to be a balanced and

información disponible en dicho momento. Y lo que se espera de un inversor razonable es que piense y actúe conforme a la razón, que sea medianamente competente para realizar inversiones y para valorar la información que afectará y sustentará sus decisiones.

No obstante lo anterior, hay que admitir que este estándar del inversor razonable es exigente, pues se espera que el inversor medio tome sus decisiones informadamente, contemplando un cúmulo de factores que normalmente los inversores no analizan tan concienzudamente como las variables del mercado o los hechos o circunstancias que podrían afectar el conjunto de actividades del emisor. Recordemos que generalmente el inversor no profesional negocia según el precio del mercado y confían en que ese precio refleje la información pública disponible.

Por último, que la información privilegiada no se haya hecho pública quiere decir que no ha sido efectivamente puesta a disposición del público. Esa disponibilidad no es abstracta, tiene que ser real. Por ende, si se negocia con apoyo en información privilegiada antes de que el público disponga de manera efectiva de dicha información, habrá lugar a abuso de mercado.

1.1.3. Las conductas prohibidas en el abuso de información privilegiada.

Al momento de delimitar las actuaciones con información privilegiada que serán objeto de reproche jurídico a nivel comunitario, el RAM adoptó una metodología más compleja que la DAM, pues luego de explicar en qué consisten las operaciones con información privilegiada,¹³⁴² dedica otros artículos a la descripción de las conductas legítimas;¹³⁴³ a la divulgación indebida de información privilegiada como conducta separada de las operaciones con información privilegiada¹³⁴⁴; y, finalmente, a la prohibición de las operaciones con información privilegiada y de la divulgación indebida de información privilegiada o comunicación ilícita de información privilegiada.¹³⁴⁵

De esta manera, para determinar cuándo una conducta se encuentra prohibida en el contexto de la información privilegiada habrá que prestar una atención especial al contenido de dichos artículos, quedando una sensación de que la normatividad propuesta está dispersa, no obstante que con ella se pretendía lograr mayor claridad y orden. Hubiera sido deseable ir directamente al corazón de las prohibiciones (Art. 9 de la propuesta RAM) para luego pasar a

considered assessment of all the available information in order to maximise the expected return on the investment to which the information refers.48» Vid. PELLI CATTANEO, M. (2009), pp. 29-30.

¹³⁴² Vid. el Art. 7 de la propuesta y el Art. 8 del RAM.

¹³⁴³ Vid. el Art. 7 bis de la propuesta y el Art. 9 del RAM.

¹³⁴⁴ Vid. el Art. 7 ter de la propuesta y el Art. 10 del RAM.

¹³⁴⁵ Vid. el Art. 9 de la propuesta RAM y el Art. 14 del RAM.

las exclusiones del ámbito de prohibición y a las precisiones a que hubiere lugar. La redacción es ciertamente confusa y pesada.

Siendo esto así, el RAM dedica su artículo 8 a la descripción de lo que debe entenderse por operaciones con información privilegiada, esto es, las realizadas por cualquier persona (natural o jurídica) que posea información privilegiada (Art. 81.4 de la LMV)¹³⁴⁶ y que se encuentre en las situaciones descritas por el 8.4 (Art. 2.1. de la DAM)¹³⁴⁷.

Tales operaciones consisten en la utilización¹³⁴⁸ de la información privilegiada a través de las siguientes conductas: primero, la adquisición o cesión, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, de los instrumentos financieros a los que se refiere la información privilegiada.

Segundo, la cancelación o modificación de una orden sobre el instrumento financiero en cuestión, cuando haya sido formulada antes de que el inversor tenga conocimiento de la información privilegiada.

Tercero, la presentación, modificación o retirada de las ofertas, por cuenta propia o de tercero, en las subastas de derechos de emisión u otros productos subastados basados en esos derechos y apoyadas en información privilegiada.

Cuarto, la recomendación o inducción sobre la base de información privilegiada para que otra persona adquiera o ceda los instrumentos financieros a los que se refiere. Y, por último, la recomendación o inducción sobre la base de información privilegiada para que otra persona cancele o modifique una orden atinente al instrumento financiero al que se refiere.

En estos supuestos se exige que quien induzca o recomienda, sepa o deba saber el carácter privilegiado de la información, pero no se exige tal conocimiento, real o presunto, a quien finalmente realiza la operación y saca provecho de la misma, incluso aunque sea el único que se beneficie.

¹³⁴⁶ Art. 81.4 de la LMV.

¹³⁴⁷ Art. 7.5 de la propuesta RAM: «5. El presente artículo se aplicará a cualquier persona física o jurídica que posea información privilegiada por encontrarse en alguna de las siguientes situaciones: a) por su condición de miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor; b) por su participación en el capital del emisor; c) por tener acceso a dicha información en el desempeño de su trabajo, profesión o funciones; d) por estar involucrado en actividades delictivas. **El presente artículo se aplicará también a toda persona física o jurídica que haya obtenido la información privilegiada en circunstancias distintas de las mencionadas en el primer párrafo cuando dicha persona sepa o deba saber que es información privilegiada.** 6. De conformidad con la legislación nacional, cuando la persona a la que se refiere el presente artículo sea una persona jurídica, las disposiciones se aplicarán asimismo a las personas físicas que participen en la decisión de realizar la adquisición o cesión o cancelación o modificación correspondiente de una orden por cuenta de la persona jurídica en cuestión.» El texto que se ha puesto en negrilla y subrayado fue adicionado por la propuesta RAM, el resto se corresponde con la DAM.

¹³⁴⁸ Ya con la DAM se había superado el concepto de “explotación” que traía la Directiva de Iniciados, con el fin de objetivar – en lo posible – la conducta que luego se caracterizaría como abuso de información privilegiada.

En cuanto a la prohibición de la recomendación o la inducción a otro a que realice operaciones con información privilegiada hay que decir que estas actuaciones no requieren estar precedidas de la divulgación de información privilegiada, pues para inducir o recomendar no es necesario revelar o poner una información al alcance de otro. La inducción merece mayor reproche que la recomendación, pues con ésta última se pone algo más de distancia con la voluntad ajena, mientras que la inducción tiene un carácter más determinante de la actuación de otro, creando en alguien la resolución de actuar en determinado sentido.

No obstante lo anterior, la propuesta RAM y el RAM (Art. 7.3 bis y Art. 8.3 respectivamente) aclaran que quien hace uso o divulgue las recomendaciones o inducciones anteriores, sabiendo o debiendo saber el carácter privilegiado de la información, también realiza una operación con información privilegiada.

Inmediatamente después de la relación de las conductas que son consideradas operaciones con información privilegiada y antes de consignar las prohibiciones de operar con información privilegiada, el RAM agrega una serie de supuestos en los cuales considera que una persona jurídica o física que posee información privilegiada y ha realizado una adquisición o cesión, no ha incurrido en una conducta ilegítima.

En el caso de las personas jurídicas, el RAM (Art. 9) establece dos supuestos: 1) cuando la persona jurídica haya establecido, aplicado y mantenido mecanismos y procedimientos internos adecuados y eficaces para garantizar eficazmente que las personas físicas que actuaron en su nombre o influyeron en la decisión de inversión no estuvieran en posesión de información privilegiada. Y, 2) cuando no haya alentado, recomendado o inducido a la persona física, o influido en ella por cualquier otro medio, para que por su cuenta, adquiriera o cediera los instrumentos financieros a los que se refiere la información privilegiada.

En punto de las personas en general que poseen información privilegiada (sin distinguir si son físicas o jurídicas) y que han realizado una adquisición o cesión, no habrá conducta ilegítima cuando se trate de creadores de mercado o personas autorizadas para actuar como contrapartes respecto al instrumento financiero al que se refiere la información privilegiada, con tal de que actúen en el curso normal del ejercicio de sus respectivas funciones.¹³⁴⁹

¹³⁴⁹ Considerando 16 decies de la propuesta RAM: «A fin de evitar prohibir de manera no deliberada formas legítimas de actividad financiera, es decir, cuando no hay abuso de mercado, es necesario reconocer determinadas conductas legítimas, lo que puede incluir, por ejemplo, el reconocimiento de la función de los creadores de mercado cuando actúan en su legítima capacidad de proporcionar liquidez al mercado.» Ver también el considerando núm. 30 del RAM.

Tampoco habrá conducta ilegítima cuando dichas personas se encuentren en las siguientes situaciones: primero, cuando estén autorizadas a ejecutar órdenes por cuenta de un tercero y hayan actuado en el curso normal del ejercicio de su empleo, profesión o funciones.

Segundo, cuando realizan la transacción en cumplimiento de una obligación vencida de buena fe y no para eludir la prohibición de operaciones con información privilegiada. Tercero, cuando la obligación mencionada se deriva de una orden emitida o de un acuerdo celebrado antes de poseer la información privilegiada. Cuarto, cuando la transacción tiene por objeto cumplir una disposición legal o reglamentaria anterior a la fecha en que se conoce la información privilegiada.¹³⁵⁰

En todos los casos anteriores¹³⁵¹ la autoridad competente podría concluir que existe infracción a la prohibición de operar con información privilegiada si aprecia que las transacciones, órdenes o conductas no estuvieron amparadas por razones legítimas (Art. 9.6 del RAM).

Quinto, cuando la información obtenida en el transcurso de una OPA o fusión sea empleada para adelantar dichos procedimientos, siempre que al aprobar la fusión o cuando los accionistas acepten la OPA, toda la información privilegiada se haya hecho pública o haya dejado de ser información privilegiada (Art. 9.4 del RAM).¹³⁵²

En este orden de ideas es necesario precisar que la sola adquisición o cesión de instrumentos financieros no es por sí misma utilización de información privilegiada. Tampoco lo es «la actuación sobre la base de planes y estrategias de negociación propios»¹³⁵³ (salvo que la autoridad competente establezca que hubo razones ilegítimas o que se operó con información privilegiada), ni los análisis y los cálculos elaborados a partir de datos públicos¹³⁵⁴ y las operaciones consiguientes, es decir, las realizadas con apoyo en dichos análisis o cálculos.

¹³⁵⁰ Vid. los Arts. 9.2 y 9.3 del RAM.

¹³⁵¹ Vid. considerando 16 undecies de la propuesta RAM.

¹³⁵² Art. 7bis.5 de la propuesta RAM: «El presente apartado no se aplicará a la adquisición de participaciones («stakebuilding») a través del recurso a información privilegiada.» y Art. 7 bis.6.: «No se considerará que la adquisición de participaciones a través del recurso a información privilegiada constituye una conducta legítima de conformidad con el presente apartado. Por “adquisición de participaciones” se entenderá la adquisición de valores en una empresa que no dé lugar a una obligación legal o reglamentaria de anunciar una oferta pública de adquisición en relación con esa empresa.» Ver también el considerando (16 octies) de la propuesta RAM.

¹³⁵³ Vid. considerando 16 duodecies de la propuesta RAM.

¹³⁵⁴ Vid considerando 16 nonies de la propuesta RAM: «Dicha información puede constituir información privilegiada, por ejemplo, cuando el mercado espera sistemáticamente la publicación o la distribución de la información y estas contribuyen al proceso de formación de los precios de los instrumentos financieros, o cuando la información ofrece opiniones de un comentarista o una entidad de mercado reconocidos que pueden influir sobre los precios de instrumentos financieros relacionados.»

En otras palabras, el catálogo de conductas legítimas efectuado por la propuesta RAM no es otra cosa que la explicación de que en ellas subyacen motivos económicos justificados para operar en el mercado y que permiten presumir – en principio – que están ajustadas a la normatividad anti-abuso de información privilegiada, siendo aceptadas y necesarias para el desempeño eficiente del mercado de valores.

La propuesta RAM (Art. 7 ter) – y luego el RAM (Art. 10) – dan mayor desarrollo al tema de la revelación, divulgación o comunicación ilícita de información privilegiada, indicando que existe divulgación indebida o comunicación ilícita de información privilegiada cuando: 1) una persona física o jurídica en las circunstancias del Art. 8.4 del RAM posee información privilegiada y la divulga a otra, sin que la divulgación suceda en el desempeño normal de un trabajo, unas funciones o una profesión¹³⁵⁵; y, 2) cuando se divulgan recomendaciones, sabiendo o debiendo saber que se basan en información privilegiada.¹³⁵⁶

La atención particular que la propuesta RAM otorga a la divulgación indebida de información privilegiada (comunicación ilícita para el RAM) es muestra del interés del legislador comunitario de ampliar el alcance tradicional de la figura del abuso de información privilegiada, pues el solo hecho de divulgar indebidamente la información privilegiada, esto es, que se publique o ponga al alcance de otro dicha información, sin exigir una operación posterior, constituye un abuso, una conducta indebida.

Si la misma normatividad admite, dentro de ciertos límites, que un emisor pueda retrasar la información privilegiada que pueda perjudicar sus intereses legítimos, imponiéndole la obligación de velar por la confidencialidad de la información, ¿qué ocurrirá si dicha información es divulgada por otro – esté o no vinculado al emisor – sin respetar la facultad que la ley le otorgaba?

Evidentemente, los hechos demostrarían que el emisor no pudo garantizar de manera efectiva – ya sea con culpa o sin ella – la confidencialidad de la información, tal como se lo exigía la ley. Por consiguiente, el emisor deberá cumplir con la obligación de divulgar la información según los requisitos y formatos legales, conservando la posibilidad de accionar contra quien haya divulgado la información y lo haya perjudicado.

¹³⁵⁵ A través de la Ley 89-531 del dos de agosto de 1989, relativa a la seguridad y la transparencia del mercado financiero, el legislador francés concedió poderes a la COB para elaborar reglas que prohibieran conductas cuyos efectos fueran los siguientes: 1) la distorsión del funcionamiento normal del mercado, 2) la concesión de una ventaja injusta (por fuera del normal funcionamiento del mercado), 3) la vulneración del principio de igualdad de información y tratamiento de los inversores y sus intereses, o 4) el aprovechamiento de las actuaciones de los intermediarios, contrarias a sus deberes profesionales. Adicionalmente, esta ley introdujo la prohibición de la comunicación de información privilegiada a una tercera persona sin que tal comunicación tuviera lugar en el contexto de una práctica normal de la profesión o de una función. La responsabilidad del *tipper* surgiría sin que fuera necesario una negociación posterior a la comunicación por parte de la tercera persona. Vid. UMHOEFER, C. / PIETRANCOSTA, A. (1992), pp. 99- 101.

¹³⁵⁶ En cuanto a esta conducta de divulgación indebida o comunicación ilícita de información privilegiada queda la sensación de que podría tratarse de una simple revelación de secreto o información confidencial, y de la vulneración consiguiente de deberes de confidencialidad y secreto frente a la fuente de la información.

Además de dedicarle un artículo a esta clase de conducta relativa a la información privilegiada, la propuesta RAM trata con detalle el asunto de los sondeos (Art. 7 quáter de la propuesta RAM y Art. 11 del RAM), con el propósito de determinar cuándo caen dentro de la prohibición de divulgación de información privilegiada y cuándo no.

Los sondeos de mercado¹³⁵⁷ (llamados por el RAM: “prospección del mercado”) son aquellas comunicaciones de información (efectuadas por los denominados «operadores del mercado que divulgan información»)¹³⁵⁸, dirigidas a posibles inversionistas y caracterizadas por preceder al anuncio de una transacción y por estar destinadas a conocer y a examinar el interés de potenciales inversores en la conclusión de la operación y en sus condiciones.¹³⁵⁹

La dedicación de la propuesta RAM y del RAM a los sondeos de mercado es considerable. Esto se explica por la utilidad que prestan en el ámbito financiero, no obstante los riesgos que pueden acarrear en la gestión apropiada de la información privilegiada.

Es normal que en un sondeo de mercado se adelante información sensible, incluso privilegiada, a los inversores potenciales para medir su receptividad frente a una determinada operación. Empero, no por ello habrá que descartar la utilidad de esta herramienta en la negociación de instrumentos financieros, por el contrario, es razonable elaborar algunas reglas básicas de actuación que conjuren, en cuanto sea posible, el riesgo de abuso de mercado.

El RAM desarrolla pormenorizadamente las reglas que deben cumplir los operadores del mercado que divulgan información privilegiada para llevar a cabo estos sondeos de mercado. Sobresalen las siguientes: primero, el deber de examinar previamente si un sondeo de mercado conllevará la divulgación de información privilegiada (Art. 11.3).

Segundo, el registro por escrito de la conclusión de dicho examen y sus motivos, y de toda la información suministrada al receptor del sondeo de mercado¹³⁶⁰, velando por su conservación y continua actualización. Tercero, la entrega de dichos registros a la autoridad competente en caso de que ésta así lo requiera.

¹³⁵⁷ Vid. los considerandos 16 terdecies, 16 quaterdecies, 16 quincecies, 16 sexdecies y 16 septdecies de la propuesta RAM.

¹³⁵⁸ A saber: «a) por un emisor de un instrumento financiero; b) por un oferente secundario de un instrumento financiero, en una cantidad o valor tales que la transacción sea diferente de las negociaciones normales e implique un método de venta basado en la evaluación previa del interés potencial de los inversores potenciales; c) por un operador del mercado de derechos de emisión; o d) por un tercero que actúe en nombre o por cuenta de alguna de las personas contempladas en las letras a) a c)»

¹³⁵⁹ Art. 7 quáter de la propuesta RAM.

¹³⁶⁰ Art. 7 quáter. 6 de la propuesta RAM.

Cuarto, la obligación de obtener el consentimiento del destinatario del sondeo a efectos de recibir información privilegiada antes de la divulgación, en conjunción con la explicación de las obligaciones derivadas de su aceptación y de las prohibiciones que le serán aplicables (Art. 11.5 del RAM).¹³⁶¹

Finalmente, el RAM (Art. 14) entra en la materia al preceptuar acerca de las prohibiciones de operar y divulgar información privilegiada, ordenando de manera general que «ninguna persona podrá»: a) realizar o intentar realizar operaciones con información privilegiada; b) recomendar o inducir a otro a que realice operaciones con información privilegiada; o, c) comunicar ilícitamente información privilegiada.¹³⁶²

Obviamente, lo anterior debe ser interpretado en consonancia con el Art. 8 del RAM que indica cuándo una actuación o transacción determinada puede calificarse como operación con información privilegiada.

En cuanto a la divulgación o comunicación de información privilegiada (relación *tipper / tippee*), el RAM se parece a una iniciativa legislativa estadounidense – *The Insider Trading Proscriptions Act of 1987* – que no prosperó y que pretendía reformar el régimen del *insider trading* en los EE. UU.

La sección 16A(c) de dicha propuesta normativa prohibía la comunicación de información no pública y material¹³⁶³ (relevante¹³⁶⁴ y concreta), sin que fuera necesario probar que hubo una negociación injusta por parte del *tippee* (quien recibe información) para accionar en contra del *tipper* (quien comunica la información). Aún más, aunque no negocie, el *tippee* sería responsable si sabía o imprudentemente ignoró que la información fue obtenida de manera injusta.¹³⁶⁵

¹³⁶¹ Art. 7 quáter.6. de la propuesta RAM.

¹³⁶² Como puede deducirse, la prohibición del insider trading se ha ido ampliando en función de las necesidades regulatorias. Primigeniamente se prohibió a los iniciados negociar, luego se les prohibió negociar y recomendar a otros apoyándose en información privilegiada (el denominado tipping), hasta llegar a prohibir a éstos últimos (los tippees) la realización de operaciones con información privilegiada.

¹³⁶³ «En España, al igual que en otros países, no se clarifica de una forma cuantificada cuál ha de ser el movimiento de los precios y/o volumen de contratación, para considerar una información como material.» Vid. LARRÁN, M. (2002), p. 32.

¹³⁶⁴ «De conformidad con ella habrá que dejar fuera del tipo penal todas aquellas informaciones que, aun siendo reservadas, de haberse hecho públicas no habrían influido de modo decisivo en la cotización de los valores. Semejante relevancia deberá constatararse con criterios exclusivamente objetivos, pero de acuerdo con el conocimiento que poseía el agente en el momento en que utilizó la información privilegiada» Vid. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C. (2002), s.p.

¹³⁶⁵ «Secondary insiders» may be acquitted if they prove that they did not know or did not have to know that they were in possession of inside information.114. The determining criterion is what “a normal or reasonable person would know or should have known in the circumstances.” 115 The defense of lack of “actual knowledge”, or of lack of a reasonable obligation to know that the relevant information was inside information is not available to “primary insiders”116. Vid. AVGOULEAS, E. (2004-2005), p. 202. El considerando 16 septies de la propuesta RAM estableció lo siguiente: «La utilización de información privilegiada puede consistir en la adquisición o cesión de un instrumento financiero, o un producto subastado basado en derechos de emisión, o en la cancelación o modificación de una orden, o en el intento de adquirir o ceder un instrumento financiero, o de cancelar o modificar una orden, por una persona que conoce, o hubiera debido conocer, que la información de que dispone es información privilegiada. A este respecto, las autoridades competentes deben considerar qué es lo que una persona normal y razonable conoce o hubiese debido conocer en esas circunstancias.»

Esto último genera algunas inquietudes, pues si luego de la comunicación no hay negociación por parte del *tippee*, lo que existe es una divulgación selectiva de información privilegiada que vulnera otro tipo de normas, por ejemplo, las que generan obligaciones de confidencialidad, la legislación sobre propiedad intelectual e industrial, entre otras; pero no responde estrictamente a los intereses jurídicos protegidos a través de la prohibición del *insider trading*.

Al Art. 11 del RAM debe abonársele su simplicidad, sin embargo, al tratar el tema del abuso de información privilegiada, el futuro reglamento debió haber comenzado por las prohibiciones para, posteriormente y de ser necesario, dar paso a las normas que podrían complementar o aclarar el alcance de la prohibición.

A diferencia del RAM, la DAM prohíbe las siguientes conductas: a) la **adquisición o cesión** – o el **intento de adquisición o cesión** – de instrumentos financieros relacionados con información privilegiada, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente; b) la **revelación** de información privilegiada a cualquier persona cuando no se actúa dentro del ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones; y por último, c) la **recomendación** y d) la **inducción** a otro para que adquiera o ceda instrumentos financieros con apoyo en información privilegiada.

La propuesta RAM añadió al listado de conductas, la cancelación o modificación de una orden – o el intento de hacerlo – relacionada con un instrumento financiero, cuando dicha orden fue emitida antes de poseer información privilegiada. Por lo tanto, la orden se cancela o modifica cuando se está en posesión de información privilegiada y es precisamente esta actuación la que se reprocha.

A más de lo anterior, el RAM consagra varias presunciones de utilización de información privilegiada¹³⁶⁶ que pueden sintetizarse de la siguiente forma: si alguien con acceso a información privilegiada realiza transacciones relacionadas con dicha información, se supondrá que utilizó información privilegiada, a menos que pruebe lo contrario. No habrá lugar a presumir el uso de información privilegiada antes de que efectivamente se posea información privilegiada.¹³⁶⁷

¹³⁶⁶ Vid. el considerando 24 del RAM: «(24) Cuando una persona física o jurídica que posee información privilegiada adquiere, transmite o cede, o intenta adquirir, transmitir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a los que se refiere dicha información, ha de suponerse que esa persona ha utilizado dicha información. Esta presunción se entiende sin perjuicio del derecho de defensa. La cuestión de si una persona ha infringido la prohibición de realizar operaciones con información privilegiada o ha intentado realizarlas ha de analizarse teniendo en cuenta el objeto del presente Reglamento, que es proteger la integridad de los mercados financieros y aumentar la confianza de los inversores, lo que, a su vez, se basa en la garantía de que estos estarán en igualdad de condiciones y protegidos contra una utilización indebida de información privilegiada.»

¹³⁶⁷ Considerando 25 del RAM (16 quinquies de la propuesta RAM): «Las órdenes formuladas antes de que una persona posea información privilegiada no deben tener la consideración de operaciones con información privilegiada. Sin embargo, cuando una persona tiene conocimiento de información privilegiada, debe presumirse que cualquier cambio basado en esa

El considerando 16 sexies de la propuesta RAM reiteraba la idea anterior indicando que cuando una persona jurídica o física, poseedora de información privilegiada, adquiere o cede – o intenta adquirir o ceder – por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a los que concierne dicha información, se presume el uso de información privilegiada.

Al hilo de lo anterior, resulta interesante recordar que ya en 1988, el legislador francés tomó la decisión de no exigir la prueba de una relación de causalidad entre la posesión de la información privilegiada y la operación cuestionada, lo que facilitó mucho la actuación de la COB (hoy la AMF) a la hora de perseguir a los *insiders* corporativos.

En adelante, sobre éstos últimos recaería la carga de la prueba para demostrar que no habían negociado con apoyo en información privilegiada. Asimismo, el legislador francés revistió a la COB de las facultades necesarias para intervenir en los casos de *insider trading*, cuando se tratara de productos financieros negociados en los mercados de opciones y futuros.¹³⁶⁸

Volviendo al examen de la DAM y el RAM encontramos que como medida preventiva del abuso de mercado, muy especialmente del *insider trading*, el Art. 6.4 de la DAM y el Art. 19 del RAM¹³⁶⁹ regulan lo relativo a las transacciones realizadas por cuenta de personas que ejerzan responsabilidades de dirección en un emisor de instrumentos financieros y de quienes se encuentran estrechamente vinculados con ellas (el cónyuge, los hijos, etc.)¹³⁷⁰.

Ambos instrumentos comunitarios ponen su acento, fundamentalmente, en dos cuestiones: la primera es el deber de estas personas de comunicar o notificar al emisor y a la autoridad competente la existencia de estas transacciones siempre que alcancen cierto umbral dentro de un año natural (Art. 19.8)¹³⁷¹; y la segunda es la obligación de los emisores de permitir el acceso público a estos datos.

información, que afecte a órdenes dadas antes de conocerla, incluidas la cancelación o modificación y la tentativa de hacerlo, constituye una operación con información privilegiada. No obstante, dicha presunción podrá ser refutada si la persona demuestra que no ha utilizado información privilegiada al realizar la operación..»

¹³⁶⁸ Vid. UMHOEFER, C. / PIETRANCOSTA, A. (1992), pp. 97-98.

¹³⁶⁹ Véanse los considerandos 28, 28 bis y 28 ter, y el Art. 14 de la propuesta RAM. Puede consultarse también el considerando 58, 59, 81 del RAM.

¹³⁷⁰ Art. 3.1.26) del RAM: «26) «persona estrechamente vinculada»: a) el cónyuge o cualquier persona considerada equivalente a un cónyuge por el Derecho nacional; b) los hijos a su cargo, de conformidad con el Derecho nacional; c) cualquier otro familiar con el que se hubiese convivido al menos desde un año antes de la fecha de la operación de que se trate, o d) una persona jurídica, fideicomiso (trust) o asociación, en la que ocupe un cargo directivo una persona con responsabilidades de dirección o una persona mencionada en las letras a), b) o c), o que esté directa o indirectamente controlada por dicha persona, o que se haya creado para beneficio de dicha persona, o cuyos intereses económicos sean en gran medida equivalentes a los de dicha persona;» (Art. 5. 19 quáter de la propuesta RAM) .

¹³⁷¹ Vid. Art. 14. 1 ter, Art. 14.3 y Art. 14. 1 sexies de la propuesta RAM (información que debe contemplar la notificación de transacciones).

Como regla general, las personas descritas deberán – en un plazo de tres días laborables a partir de la operación – notificar al emisor y a la autoridad competente la existencia de transacciones¹³⁷² cuyo objeto sean las acciones o instrumentos de deuda de dicho emisor, los instrumentos derivados u otros tipos de instrumentos financieros relacionados, o los derechos de emisión o instrumentos derivados relacionados.¹³⁷³

Además, el emisor deberá velar porque la información notificada a la autoridad competente se haga pública, sin dilaciones, y sea accesible de forma rápida y no discriminatoria.

Otras cuestiones relevantes de las que se ocupa el RAM son las siguientes: 1) el deber de los emisores de elaborar una lista de las personas que ejercen responsabilidades de dirección y de quienes se encuentren estrechamente vinculados a ellas (Art. 19.5); y, 2) la prohibición a estas personas de negociar durante los denominados períodos cerrados que se dan antes del anuncio de algunos informes que el emisor debe publicar.¹³⁷⁴

1.1.4. Planteamiento general.

En fin, como puede observarse la DAM y el RAM contienen reglas comunes para los Estados miembros acerca de lo que debe entenderse por información privilegiada, operaciones con información privilegiada, uso y divulgación indebidos de información privilegiada. El grado de detalle es plausible por el grado de consenso que ha podido alcanzarse para considerar que una conducta es constitutiva de abuso de mercado y para descartar que éste exista.

¹³⁷² Vid. Art. 19.7 del RAM (Art. 14.2. de la propuesta RAM): «7. A los efectos del apartado 1, las operaciones que deberán notificarse serán también las siguientes: a) la pignoración o el préstamo de instrumentos financieros por alguna de las personas con responsabilidades de dirección y personas estrechamente vinculadas con ellas mencionadas en el apartado 1, o en nombre de alguna de las anteriores; b) las operaciones realizadas por cualquier persona que prepare o ejecute operaciones o por alguien que actúe por cuenta de una persona con responsabilidades de dirección o de una persona estrechamente vinculada con ella, tal como se contempla en el apartado 1, incluidos los casos en que se actúe con facultades discrecionales; c) las operaciones realizadas en el marco de una póliza de seguro de vida, definida con arreglo a la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (26), cuando: i) el tomador del seguro sea una persona con responsabilidades de dirección o una persona estrechamente vinculada con ella, mencionadas en el apartado 1, ii) el tomador del seguro asuma el riesgo de la inversión, y iii) el tomador del seguro tenga el poder o la facultad discrecional de tomar decisiones de inversión relativas a instrumentos específicos en dicha póliza de seguro de vida o de ejecutar operaciones relativas a instrumentos específicos para esa póliza de seguro de vida. A los efectos de lo dispuesto en la letra a), no será necesario notificar una prenda, o una garantía similar, de instrumentos financieros que se refiera al depósito de los instrumentos financieros en una cuenta de custodia, a menos y hasta que dicha prenda o garantía se destine a garantizar un instrumento de crédito específico. En la medida en que el tomador de un contrato de seguro tiene la obligación de notificar las operaciones de conformidad con el presente apartado, la empresa de seguros no tiene la obligación de notificarlas.»

¹³⁷³ Vid. el Art. 14. 1ter de la propuesta RAM.

¹³⁷⁴ Vid. Art. 19.11 del RAM: «11. Sin perjuicio de los artículos 14 y 15, las personas con responsabilidades de dirección dentro de un emisor no llevarán a cabo ninguna operación por su cuenta ni por cuenta de un tercero, directa o indirectamente, en relación con acciones o instrumentos de deuda del emisor, o con instrumentos derivados u otros instrumentos financieros vinculados, durante un período limitado de 30 días naturales antes de la publicación de un informe financiero intermedio o de un informe anual que el emisor deba publicar de conformidad con: a) las normas del centro de negociación en el que las acciones del emisor son admitidas a negociación, o b) el Derecho nacional.» Consultar también el considerando 28 quáter y el Art. 14. 4 ter de la propuesta RAM.

Sin embargo, en la construcción del régimen de responsabilidad civil especial del que trata este escrito debemos hacer uso de nociones más simples, que denoten la esencia o lo que caracteriza al hecho dañoso cuyas consecuencias serán indemnizables. Lo anterior, sin perjuicio de que el operador jurídico, en especial los jueces, puedan acudir al RAM y a la legislación nacional para profundizar sobre las peculiaridades del asunto en examen.

Como sabemos, en sede de responsabilidad civil, el operador jurídico deberá verificar si hay un daño; si dicho daño es el resultado de un hecho antijurídico; y si es posible atribuirlo a alguien para que responda por él, ya sea porque obró indebida o culposamente (culpa y dolo), o porque las normas lo obligan a asumir la carga de indemnizar a otro.

De esta manera, se deberá examinar preliminarmente si hubo un daño y si éste tiene como fuente una actuación con apoyo en información privilegiada. La carga de la prueba la tiene el demandante, quien deberá demostrar la existencia de un daño con todos los requerimientos generales de la responsabilidad civil.

Luego, el demandante deberá demostrar que la información se refiere a hechos o circunstancias de carácter preciso, relacionadas con un instrumento financiero – o su emisor – cuyo conocimiento no estaba al alcance del público en general¹³⁷⁵ y que posea la capacidad suficiente para influir en la cotización de tal instrumento, o de los instrumentos financieros y estrategias negociales conexos o derivados.

La carga de la prueba de que la información es privilegiada la tiene, en principio, el demandante, pero con algunos elementos que la harán más flexible, pues, de lo contrario, el sistema de responsabilidad civil carecería de sentido. Lo anterior dependerá del tipo de *insider* y de la actuación que haya llevado a cabo.

Por ejemplo, si un gerente vendió sus acciones en la compañía en la que trabaja diez días antes de que se revelara al público que sus estados financieros sólo arrojaban pérdidas, habrá un indicio muy potente de que esa transacción estuvo motivada por el conocimiento que tenía de la verdadera situación de la compañía, dato que desconocían quienes compraron las acciones. En este supuesto, se podría presumir que el demandado poseía o pudo acceder a información privilegiada y que negoció con apoyo en ella.

¹³⁷⁵ «...information is generally considered "public" if it has been widely "disseminated in a manner calculated to reach the securities marketplace in general through recognized channels of distribution."154» «Information is confidential if its disclosure, regardless of its materiality, would violate either agency, corporate or intellectual property laws. On the other hand, information is generally considered material only if it would substantially influence a reasonable investor.» Vid. PERRY COLVIN, O. (1990-1991), p. 629 y p. 632.

Así las cosas, de manera general, el juez deberá analizar si quien accedió¹³⁷⁶ o poseía información privilegiada se colocó en una posición ventajosa a la hora de emplearla, al divulgarla o al realizar operaciones en el mercado de valores antes de que la información fuera conocida efectivamente por el público, sin conceder al resto de operadores o miembros del mercado la posibilidad de conocerla, reaccionar conforme a ella y tomar sus decisiones de inversión.

Como se advirtió, aquí puede operar una inversión de la carga de la prueba a favor del demandante, pues se presume que quien tiene o ha accedido a información privilegiada y opera en el mercado, lo ha hecho con apoyo en dicha información privilegiada.

El operador jurídico deberá analizar si la operación o actuación realizada con fundamento en información privilegiada, su divulgación o, en general, el uso que se le dio es legítimo o no. Si lo fue, es decir, si la actuación está amparada por la ley, atendiendo a los intereses jurídicos protegidos, quien alegue haber sufrido un perjuicio por la realización de una operación con información privilegiada deberá soportarlo.

Resumiendo, todo aquel que divulgue información privilegiada, realice (o intente realizar) operaciones en los mercados financieros con apoyo en la misma, recomiende o induzca a otros la realización de dichas operaciones, facilite o colabore con otros para que hagan uso de tal información; deberá responder por los menoscabos que ocasione con su comportamiento (independientemente del provecho que pueda recabar para sí mismo o para otros), salvo que el uso que haga de la información privilegiada sea legítimo.

Nótese que en esta última descripción de las conductas objeto de la prohibición de abuso de información privilegiada, de las cuales se desprende una consecuencia jurídica de reparar, no se hace énfasis en elementos subjetivos ni teleológicos como lo hace la mayoría de la doctrina jurídica.

En realidad, se trata de un concepto operativo mediante el cual no se pretende proponer una noción de abuso de información privilegiada en general, sino un concepto que permita erigir – a efectos prácticos – un modelo de responsabilidad civil en esta materia, a partir del ámbito definido por la normativa comunitaria.

Lo anterior porque el concepto de abuso de información privilegiada o *insider trading* está en constante construcción, casi en expansión continua debido a las crisis y escándalos económicos que han afectado al mercado financiero. Lo que hoy considera el RAM como

¹³⁷⁶ El acceso a la información privilegiada debe entenderse en un sentido amplio para cobijar cualquier clase de conductas o estrategias cuyo objetivo sea valerse u obtener información privilegiada.

insider trading puede no ajustarse técnicamente al concepto tradicional que se tenía de este fenómeno, y de ahí la tremenda dificultad para circunscribirlo de una manera que satisfaga a la mayoría de la doctrina jurídica y, sobre todo, la económica.

Incluso, muchos organismos técnicos de supervisión defienden la idea de un concepto flexible de *insider trading* para evitar que actores económicos sin escrúpulos se aprovechen de eventuales vacíos legales. En los EE.UU.¹³⁷⁷, por ejemplo, no existe una definición legal clara y única del *insider trading*, por lo cual su prohibición se configura básicamente y de manera difusa mediante las reglas de la SEC y las decisiones de los jueces.

Algunos autores insisten¹³⁷⁸ en que debe retomarse el concepto de *insider trading* utilizado antes del caso *Chiarella*¹³⁷⁹ para no vincular este fenómeno al fraude, sino al acceso desigual e injusto a la información privilegiada¹³⁸⁰; dejando atrás ideas y conceptos como la exigencia de deberes fiduciarios o teorías como las de la “*misappropriation of material information*”.

Estas opiniones son acertadas en la medida en que al estudiar el *insider trading* desde la perspectiva económica, se puede llegar a entender que el reproche moral y jurídico que puede hacersele está esencialmente relacionado con la producción de una asimetría informativa injusta, que desborda lo tolerado por la sociedad.¹³⁸¹

Recapitulando, a efectos de la operatividad del sistema de responsabilidad civil por abuso de información privilegiada debe analizarse lo siguiente: 1) la naturaleza de la información (si es privilegiada o no), 2) si se tuvo acceso a ella y en qué condiciones, esto es,

¹³⁷⁷ En 1987 hubo una propuesta legislativa (*The Insider Trading Proscriptions Act of 1987*) para reformar el régimen del *insider trading* que, pese a no tener éxito convirtiéndose en ley, logró centrar la atención de los estudiosos en la delimitación apropiada del concepto de *insider trading*. Según esta propuesta, concretamente la sección 16A(b)(1) se prohíbe la negociación mientras se posea información no pública y material, a quien sepa, o a quien imprudentemente ignore que la información fue obtenida injustamente (*wrongfully*), o que la realización de la negociación constituiría un uso injusto de la información. «The Proposal specifically defined “wrongful” as occurring: [O]nly if such information has been obtained by, or its use would constitute, directly or indirectly, (A) theft, bribery, misrepresentation, espionage (through electric or other means) or (B) conversion, misappropriation, or any other breach of a fiduciary duty, breach of any personal or other relationship of trust or confidence, or breach of any contractual or employment relationship.» Vid. PERRY COLVIN, O. (1990-1991), p. 620.

¹³⁷⁸ Vid. UMHOEFER, C. / PIETRANCOSTA, A. (1992), p. 116 y ss.; HAZEN, T. L. (2010), p. 913; y PERRY COLVIN, O. (1990-1991), p. 619 y ss.

¹³⁷⁹ Recordemos que con este caso se abandona la “*equal access theory*” y se adopta la “*fiduciary duty theory*”.

¹³⁸⁰ Desde 1970 el *insider trading* en Francia se basa en la teoría del “*equal-access*”, lo que ha permitido una apreciación más amplia de este fenómeno si se compara con los Estados Unidos, al basarse en una “*égalité idéale*” o igualdad ideal de los inversores, que no es más que la traslación al ámbito del mercado financiero del principio de igualdad legal de todos los ciudadanos ante la ley. Además, en Francia la protección se extiende a todo los que intervienen en el mercado y no a unos accionistas en particular. Claro está, algunos economistas franceses están en contra de esta visión ingenua e inadecuada de la igualdad en los mercados financieros, afirmando que: «Equality is a fundamental concept of civics; it is not a principle of finance.» Vid. UMHOEFER, C. / PIETRANCOSTA, A. (1992), p. 116 y p. 120.

¹³⁸¹ «The French theory of market equality, properly enforced, better addresses the true offense of insider trading—the disruption of the normative allocation of risk among market players—than do current U.S. theoretical approaches. The fundamental function of capital markets is to serve as instruments by which participants mediate and manage the risks inherent to security investments. Therefore, only a theory of insider trading law that has as its chief goal the guarantee of equality of risk among market players can hope to preclude the economic inefficiencies created by misallocation of resources into the creating and shielding of inside information.» Vid. UMHOEFER, C. / PIETRANCOSTA, A. (1992), pp. 91-92.

si ese acceso fue lícito o no; 3) si la información privilegiada se utilizó de forma legítima; y, por último, en el caso de la responsabilidad civil, 4) si se causó un daño a otro y tal daño reúne las condiciones jurídicas para ser indemnizado.

Ocupémosnos ahora de los sujetos que podrían convertirse en responsables por *insider trading*.

1.2. Los sujetos responsables por abuso de información privilegiada.

Como se recordará, en los EE. UU. existen – a grandes rasgos – tres teorías sobre las cuales descansa la prohibición del abuso de información privilegiada y que han sido desarrolladas por la jurisprudencia estadounidense para combatirlo. La primera es la de la igualdad (*equality, equal access theory* o *parity of information doctrine*¹³⁸²) o el acceso igualitario a la información; la segunda es la del deber fiduciario (*fiduciary duty*); y, la tercera es la de la apropiación indebida de información privilegiada (*misappropriation*).

De los principios y reglas en los que estas teorías se asientan dependerá el tratamiento jurídico de quienes se consideran infractores o responsables por *insider trading*.

Conforme a la teoría de la igualdad, cuando un iniciado tiene acceso (directo o indirecto) a la información privilegiada – dada su proximidad a la fuente de tal información – no puede emplear dicha ventaja informativa en su propio beneficio. Sería injusto que una parte sacara provecho de la información privilegiada, cuando la otra parte – con quien negocia – no tiene conocimiento de tal información; por lo tanto, surge la necesidad de brindar un acceso igualitario a la información.

Esta teoría, que se origina por la aplicación de la regla 10b-5 de la SEC¹³⁸³, proclama que todos los operadores tienen un deber frente a los demás intervinientes del mercado de divulgar o abstenerse de negociar con apoyo en información no pública, precisa y relevante para la formación de los precios de los instrumentos financieros.

¹³⁸² «Contrasted with the United States, many countries opt for an insider trading prohibition based on the "access" doctrine.¹²³ Generally, this standard proscribes insider trading by those persons who have unequal access to the material confidential information. This standard may extend the insider trading proscription to tippees who receive the material information from traditional insiders or others who, because of their employment, office, or profession, have access to this information.¹²⁴ This general approach is followed in several jurisdictions, including the United Kingdom,¹²⁵ France, ¹²⁶ Germany,¹²⁷ Italy,¹²⁸ (Ontario) Canada,¹²⁹ and Mexico.¹³⁰ Significantly fewer jurisdictions elect a more expansive approach based on the parity of information principle.¹³¹ For instance, Australia's prohibition against insider trading generally encompasses any person or entity who possesses nonpublic, price-sensitive information.¹³²» Vid. STEINBERG, M. I. (2003), p. 165.

¹³⁸³ La regulación del *insider trading* en los EE.UU. se erige básicamente sobre tres normatividades: La primera es la sección 16 del *Exchange Act* que impone a ciertos *insiders* (*directors, officers and large shareholders*) responsabilidad estricta (no hay que demostrar la intención ni el conocimiento del *insider*) en caso de realizar una "*short-swing trading*". 2) La regla 14e-3 promulgada por la SEC sanciona el *insider trading* en las OPAS. 3) Y, finalmente, la regla 10b-5 de la SEC (elaborada a partir de la sección 10b del *Exchange Act*) que no se refiere expresamente al *insider trading*, pero que ha sido empleada por los tribunales y la doctrina para analizar los casos de abuso de información privilegiada.

Seguidamente, encontramos a la teoría del deber fiduciario que nace con el caso *Chiarella* (445 U.S. 222, 1980)¹³⁸⁴ y tiene como objetivo limitar la teoría del acceso igualitario a la información. De acuerdo con esta postura, se prohíbe negociar con apoyo en información no pública, precisa y relevante, siempre que exista un deber pre-existente entre los iniciados y los no iniciados, resultante de una relación de confidencialidad y confianza.

Mejor dicho, a diferencia de la teoría del acceso igualitario, no existe un deber general de divulgación o abstención frente a los demás intervinientes del mercado, ese deber sólo existirá frente a los no iniciados con los que haya una relación de secreto o confianza (relación cuyas características no se determinan claramente y que los jueces aprecian en cada caso).

Asimismo, mediante una extensión de su alcance – realizada a través del caso *Dirks* (463 U.S. 646, 1983) –, esta teoría consideró que un *tipper* es responsable por *insider trading* cuando negocia con apoyo en la información privilegiada que le ha suministrado el iniciado (*tipper*), y cuando sabe de la existencia de un deber fiduciario entre el *tipper* y los accionistas de una compañía, con el consiguiente incumplimiento de dicho deber por parte del primero. En este evento se exigió que el *tipper* obtuviera algún tipo de beneficio con la comunicación de la información al *tippee*.

Igualmente, en *Dirks* se aseveró que los iniciados secundarios tenían un deber fiduciario con los accionistas de las empresas, al establecer con éstas una relación confidencial para llevar a cabo una actividad comercial de la compañía, y al obtener información privilegiada para hacer posible el cumplimiento de su labor o mandato.

Como la teoría del deber fiduciario – surgida a partir de *Chiarella* y luego de *Dirks* – tenía un alcance más limitado que la teoría del acceso igualitario, la SEC creó la Regla 14e-3 para generar responsabilidades por *insider trading* en los casos de las OPAs, sin importar si la información aludía a la empresa objetivo o al oferente.

Curiosamente, *Chiarella* también dio lugar a la teoría de la apropiación indebida¹³⁸⁵ mediante los argumentos del juez *Burger*, expresados en su disenso. Esta teoría, adoptada por la mayoría de los jueces, prohíbe negociar con información no pública, precisa y relevante (*material information*) si ha sido robada, o si se ha quebrantado un deber fiduciario (o una relación de confianza y confidencialidad).

¹³⁸⁴ «In 1980, in *Chiarella v. United States*,³⁶ the Supreme Court radically changed the law of insider trading. The Court specifically rejected the "parity of information" doctrine and held that mere possession of material, nonpublic information does not, by itself, trigger the disclose or abstain rule." Rather, liability under Rule 10b-5 "is premised upon a duty to disclose arising from a relationship of trust and confidence between the parties to a transaction."⁸ Absent some fiduciary duty to disclose, the Court reasoned, no fraud had occurred.» Vid. PERRY COLVIN, O. (1990-1991), pp. 606-607

¹³⁸⁵ Vid. MONROY ANTÓN, A. (2005), "El bien jurídico...", pp. 59-60.

A pesar de que con esta teoría se dió un gran paso al cobijar las infracciones tanto de iniciados corporativos como de *market insiders* – especialmente de *derivative tippees* –, la teoría de la apropiación indebida suscita varias complicaciones, a saber: 1) la de establecer a quién pertenece la información porque a veces no es claro que pertenezca a la compañía; 2) el requerimiento de un fraude; 3) la mezcla que realiza con la teoría del deber fiduciario, exigiendo la vulneración de un deber fiduciario o de una relación equivalente de confianza y confidencialidad; 4) la confusión creada a través de *O'Hagan* (92 F.3d 612, 1996), caso en el que surge la posibilidad de eludir la responsabilidad por *insider trading* si se revela a la fuente de la información la intención de negociar con la información privilegiada.¹³⁸⁶

¿Es suficiente para que exista esa relación de confianza que haya un intercambio continuo de información privilegiada o basta una sola vez? ¿Las relaciones familiares por sí mismas imponen deberes fiduciarios? ¿Los deberes fiduciarios nacen unilateralmente con la simple comunicación de información privilegiada? Estas son materias que la teoría de la apropiación indebida no resuelve adecuadamente y que ponen en aprietos a los jueces que tienen que examinar, caso por caso, si a su juicio existe una relación o deber de las características mencionadas.

Estos problemas no existen con la teoría del acceso igualitario, no hay que tratar de demostrar una relación de confianza o un deber fiduciario para responsabilizar a un *tipper*, el *tippee* y el *derivate tippee*, cuando revelan información privilegiada y/o negocian con apoyo en ella. Basta, simplemente, usar información privilegiada de manera intencional, presumiéndose el uso o la explotación de tal información a partir de los hechos y del estatus del *insider*.

Sin perjuicio de lo anterior, en el contexto europeo, los responsables por abuso de información privilegiada son aquellos que tienen acceso a la información privilegiada y se aprovechan de tal información (o permiten que otros lo hagan) antes de que sea divulgada por los canales que oportunamente la ley ha señalado, y quienes la divulgan indebidamente conforme a los requisitos establecidos por la propuesta RAM y el RAM, que ya fueron analizados.

Normalmente se tratará de los iniciados o *insiders* a los que se refiere la doctrina y jurisprudencia estadounidenses, quienes pueden clasificarse, de manera general, en iniciados primarios y en iniciados secundarios.

¹³⁸⁶ «Although the misappropriation theory broadened the scope of insider trading prohibition, it also provided a "safe harbour" loophole through which brazen misappropriators could escape liability by disclosing their deceptive trading plans to the source of the information prior to initiating the fraudulent trade.³⁷ The safe harbour loophole troubled legal scholars, including the lone dissenter in *O'Hagan*, Justice Thomas, who noted the lack of justification for the exception.³⁸ This loophole resulted in a debate as to when misappropriators can escape insider trading liability by making a pre-tip or pre-trade disclosure.³⁹ «The First Circuit noted that the "safe harbour" loophole in *O'Hagan* excuses a deceptive trade or tip only when there is a legitimate acquisition of confidential information but not when a deceptive acquisition of information occurs before a deceptive trade or tip. 46» Vid. MANNING, M. R. (2008), pp.440-441.

Tradicionalmente se ha dicho que los primeros acceden a la información por razón de un cargo, trabajo, función o profesión, ya sea de manera ocasional, habitual o exclusiva; o por su condición de miembros de los órganos de control, administración o dirección de una empresa (ahora también por el desarrollo de actividades delictivas). Y los segundos reciben, directa o indirectamente, la información privilegiada por parte de los primeros y saben del carácter privilegiado de la información, o por lo menos deberían saberlo.¹³⁸⁷

Recuérdese que según la nueva normativa comunitaria, el acceso y la posesión de información privilegiada crean conexiones fuertes con la prueba de su utilización, si se realizan ciertas transacciones u operaciones en el mercado de valores. Por ello, existe una carga de la prueba más onerosa para los iniciados primarios, en orden a desvirtuar que su actuación en el mercado de valores no ha estado prevalida de información privilegiada.

¿Esas presunciones existirán también para los iniciados secundarios? Lo primero que debería probarse sería el vínculo con el iniciado primario y a partir de allí, luego de haber comprobado que hubo acceso y/o posesión de información privilegiada se podría inferir su utilización si se efectuaron operaciones en el mercado.

¿Qué pasaría con otros sujetos que adquieran información de los iniciados secundarios, es decir, los *derivative tippees*? Pues podrían ser responsables por abuso de información privilegiada en las mismas condiciones que los iniciados secundarios, esto es, se requeriría probar el acceso y la posesión de información y, adicionalmente, que supieran o debieran saber del carácter privilegiado de tal información.¹³⁸⁸

¿Si un directivo revela por equivocación información privilegiada en el transcurso de una entrevista con un analista financiero y éste decide operar en el mercado aprovechándose de dicha información; será el directivo responsable por *insider trading*? ¿Qué pasará con el analista?¹³⁸⁹

¹³⁸⁷ En Francia, la regla 90-08 de la COB efectuaba otra clasificación de los sujetos responsables por *insider trading*, así: los iniciados primarios internos (*primary insiders*), los iniciados primarios externos (*secondary insiders*), los iniciados secundarios (*temporary insiders*) y los iniciados terciarios (*tippees*). Los primeros poseen información privilegiada por su relación o posición respecto de un emisor. Los segundos poseen información privilegiada por estar involucrados en la preparación de una determinada operación (v. gr. un *corporate raider*). Los terceros son aquellos a quienes se comunica información privilegiada para el desarrollo de una profesión o una función (abogados, contadores, etc.); y los últimos son aquellos que adquieren información privilegiada de todos los anteriores y que la poseen, a sabiendas de su carácter de privilegiada. Vid. UMHOEFER, C. / PIETRANCOSTA, A. (1992), p. 106.

¹³⁸⁸ «There is no requirement that the insider act with a fraudulent intent. Article 190-2 also prohibits trading by "tippees" who obtain knowledge of material facts directly from a corporate insider. The act of tipping does not violate the statute; article 190-2 is violated only if the tippee purchases or sells securities based on the information provided.125 In general, subsequent tippees will not be deemed to have violated article 190-2, unless the first tippee is considered a conduit, in which case a remote tippee may be treated as the original tippee.126» Vid. PITT H. L. / HARDISON, D. B. (1992), p. 218.

¹³⁸⁹ MONROY expresaba que existía una situación paradójica en la prohibición del *insider* a través de la LMV, así: «En primer lugar hay que señalar que la redacción anterior, aun siendo bastante completa, restringe el número de personas que pueden ser autores del ilícito, pues lo limita a aquéllos que conozcan la información por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones, dejando sin embargo sin penalizar a aquéllos que utilicen la información reservada conocida por cualquier otro medio. No se expresa, sin embargo, la obligatoriedad de que el sujeto que obtiene la información lo haga teniendo un vínculo directo con la sociedad de que se trate, sino simplemente que lo haga por razón de su profesión o

En este caso, el directivo no tenía la voluntad de revelar información privilegiada para aprovecharse de ella o que otro lo hiciera, es decir, no quería recomendar ni inducir a otro a realizar alguna operación con información privilegiada, pero según la propuesta RAM sí la divulga indebidamente, pues no hace parte de sus funciones, profesión o trabajo revelar información privilegiada a un analista en una entrevista; por el contrario, debe cuidar esa información privilegiada y canalizarla al mercado oportunamente.

Recordemos que el RAM le da autonomía a la comunicación ilícita de información privilegiada como una conducta que está prohibida en el contexto del abuso de información privilegiada.

Así las cosas, el directivo de nuestro ejemplo hizo una divulgación selectiva no intencional y, en consecuencia, tenía el deber de hacer pública – inmediatamente – la información privilegiada según los canales establecidos por la ley. Su conducta por sí misma, vulnera los deberes de confidencialidad y secreto que posee hacia su empresa y aunque no es la típica conducta de *insider trading*, hoy por hoy queda englobada en el nuevo tratamiento legal que se le da a este fenómeno.

En el supuesto del analista, quien se aprovecha del error o falta de diligencia del directivo, también habría abuso de información privilegiada en cuanto el Art. 8.4 del RAM (Art. 7.5. de la propuesta RAM) prescribe que el régimen del *insider trading* se extenderá a «toda persona que posea información privilegiada en circunstancias distintas de las mencionadas en el párrafo primero cuando dicha persona sepa o deba saber que se trata de información privilegiada...».

Nótese que a diferencia de EE.UU. no hay que establecer un deber de confidencialidad y secreto por parte de un *tippee* frente a la información o su fuente, siempre que supiera o debiera saber que la información es privilegiada. Aparentemente, esto podría aplicarse tanto al *tippee* inmediato como al que no lo es, con lo que muchos casos que actualmente no caen bajo la órbita del *insider trading* en EE.UU., o que no encajan en la visión clásica del abuso de información privilegiada en Europa, podrían hacerlo.

trabajo, aunque la información se refiera a otra compañía. Sin embargo, resulta paradójico que, a la vez que sólo se criminaliza la actuación de aquéllos que conocieron la información de esa manera, les permita comunicarla siempre que dicha comunicación se realice en el ámbito de su trabajo o funciones (apartado 2.b) de la Ley 24/1988). Se podría dar así el caso de un analista de una sociedad o agencia de valores, que conoce cierta información no pública debido a sus contactos profesionales con los emisores -de hecho, el valor añadido que un analista de Bolsa puede proporcionar se basa en gran medida en dicha información obtenida por contacto personal con los citados emisores- y al que se prohibiría recomendar esos valores pero que, sin embargo, estaría autorizado a hacerlo en virtud de su trabajo, que no consiste en otra cosa sino en divulgar esa información a todos los clientes de su firma de valores.» Vid. MONROY ANTÓN, A. J. (2005), "Estudio comparado...", s.p.

Sin perjuicio de lo anterior, el directivo que no cumple inmediatamente con su obligación de divulgación luego de comunicar selectivamente información privilegiada (con intención o sin ella); o que si es del caso no informa a la autoridad competente de la inconveniencia de comunicar tal información (no obstante la filtración), con el fin de requerir su ayuda y dispensa (pues es difícil que la empresa pueda ofrecer ya garantía de confidencialidad), debería considerarse responsable solidario así haya solicitado al analista la no utilización de la información privilegiada.

Esta propuesta podría resultar extraña, incluso ser chocante desde la perspectiva penal o administrativa, pero en lo civil podría ser viable ya que el directivo debe hacerse cargo del riesgo que ha creado y de los efectos de su filtración, aunque haya sido el producto de un error. En este supuesto, la responsabilidad civil sería más estricta.

Ahora, supongamos que un directivo de camino a una reunión descuida una carpeta con información privilegiada de la empresa y la deja por un tiempo encima de la barra de un bar donde tomaba café. Otro cliente entra al bar, siente curiosidad por el contenido de la carpeta, la ojea y descubre que hay información muy positiva sobre un fármaco que curará cierta enfermedad de gravedad. El cliente no sabe de quién es la carpeta, pero da por buenas las noticias e invierte en acciones de la compañía que produce el fármaco, obteniendo luego ganancias millonarias cuando la información es incorporada al mercado de valores.

¿El cliente habrá abusado de información privilegiada? ¿Su conducta podrá encuadrarse en el supuesto del Art. 7.5. de la propuesta RAM (Art. 8.4 del RAM) que prescribe que el régimen del *insider trading* se extenderá a «toda persona física o jurídica que haya obtenido la información privilegiada en circunstancias distintas de las mencionadas en el primer párrafo cuando dicha persona sepa o deba saber que es información privilegiada.»? ¿El directivo habrá incurrido en abuso de información privilegiada?

¿En el caso del cliente habría lugar a suponer que debía o debería haber sabido que la información es privilegiada? ¿El directivo habrá divulgado indebidamente información privilegiada con el acto de olvidar la carpeta en el bar?

El cliente ha operado efectivamente con base en información privilegiada, pero ni lo sabía ni podía suponerlo, salvo que el mismo documento diera indicios claros de ello. Sin más detalles respecto del supuesto, su actuación no estaría comprendida en las del 8.4 del RAM por mucho que su conducta haya perjudicado al mercado de valores.

Desde la perspectiva del directivo, es claro que ha incurrido en una falta de diligencia por la que será responsable con independencia de una responsabilidad eventual por *insider trading*. Sin embargo, en estricto sentido no ha hecho divulgación alguna y su actuación no está prevista por la DAM ni la propuesta RAM, a excepción, de que debe dar cuenta de los hechos – de ese olvido de la carpeta – lo más pronto posible porque su actuación ha producido una filtración de información privilegiada.

Si la propuesta RAM quisiera consagrar una responsabilidad muy estricta por abuso de información privilegiada, castigaría hasta las filtraciones culposas, pero no parece ser la idea de la legislación comunitaria por mucho celo que ponga al regular esta problemática.

La Directiva de Sanciones deja abierta la posibilidad para que los Estados miembros castiguen como infracción penal la manipulación «cometida temerariamente o por negligencia grave» (considerando 21). Sin embargo, respecto de las operaciones con información privilegiada y la comunicación ilícita de información privilegiada, sólo serán punibles si se cometieron intencionalmente, lo que equivale en materia penal al dolo.

Al margen de lo anterior, podemos decir que entre más lejos se esté de la órbita del iniciado primario, mayores dificultades aparecerán para probar la existencia de un abuso de información privilegiada.

El esfuerzo probatorio vale la pena en la medida en que se pueda disponer de un mayor volumen de posibles responsables que, desde la responsabilidad civil, estén en capacidad para indemnizar los daños ocasionados a los perjudicados. Hasta podría aplicarse una responsabilidad solidaria entre el iniciado primario y los demás iniciados, sin perder de vista que el principal objetivo es el primero, a quien sería más fácil (en teoría) endilgarle una infracción de la ley por abuso de información privilegiada.

Al respecto hay que resaltar que el Art. 285 del Código Penal español sólo considera como posibles autores de abuso de información privilegiada a quienes se valgan de información relevante a la que han accedido «con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial», sin cobijar las razones de trabajo o las funciones que no implican el ejercicio habitual u ocasional de una profesión o una actividad empresarial en sentido estricto.

Así las cosas, en sede penal, concretamente del Art. 285, la interpretación de la calidad de iniciado sería más restrictiva, pues la norma tiene como principal objetivo sancionar una actuación con ciertas características y no resistiría, por ende, una ampliación

de su alcance.¹³⁹⁰ De esta forma, el tipo penal no cobijaría a los iniciados secundarios¹³⁹¹ ni a los *derivative tippees*. Se tendría que hacer uso de la teoría de la participación criminal para llegar hasta otros sujetos que, ciertamente, no quedaron comprendidos en la delimitación del sujeto activo.¹³⁹²

De aquí la importancia de un régimen de responsabilidad civil comunitario, pues los derechos penales de los Estados miembros, según su política criminal, apuntan a ciertos *insiders* y a otros no, castigando – por ejemplo – las infracciones más graves a deberes de confidencialidad o lealtad profesionales, sin tener en cuenta la esencia del hecho dañoso en el abuso de información privilegiada, es decir, una actuación voluntaria¹³⁹³ por la cual un sujeto se aprovecha de una ventaja informativa (a la que pudo acceder lícitamente o no), de la que no era legítimo que buscara sacar provecho alguno (ni para sí, ni para otros), ya que los demás participantes del mercado financiero tenían derecho a conocerla y considerarla al momento de tomar sus decisiones de inversión o desinversión.

Cuando se participa en un mercado financiero, el de valores en particular, se supone que – por lo menos teórica o idealmente – los sujetos, grandes o pequeños, lo harán en condiciones de igualdad respecto a los requisitos que la ley exige para que intervengan en dicho mercado y, muy especialmente, en cuanto a la información que estará disponible para operar en él.

De lo contrario se desincentivaría el acceso de los inversores; se desvirtuaría el principio de la libre competencia que es fundamental en las economías de mercado, y se

¹³⁹⁰ «Así, en el Art. 285 queda, en primer lugar, por supuesto incluida la figura del «insider societario» (administradores, directivos y demás personas protagonistas de la sociedad emisora), que abarcaría la noción más estricta de sujetos idóneos; mas, en segundo lugar, hay que englobar también en esta categoría a todas aquellas personas que, debido a su actividad profesional o empresarial, hayan tenido acceso a las informaciones reservadas, lo cual implica acoger una noción «intermedia» de insider (cfr. MARTÍNEZ-BUJÁN, 1385; de acuerdo G. CUSSAC, P.E.). En efecto, al vincular el tipo penal la condición de sujeto activo al ejercicio de la actividad profesional o empresarial, se posibilita considerar, asimismo, como sujetos idóneos a todos aquellos que por razón de su profesión o trabajo (sea o no cargo público) o de su relación con la empresa (aunque no sea un profesional stricto sensu) hayan tenido acceso reservado a la información (Vid. ampliamente FARALDO, 81 ss.; G. INIESTA, 388).» Vid. MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C. (2002), s.p.

¹³⁹¹ MONROY sintetiza las posiciones a favor y en contra de esta exclusión en el ámbito penal, así: «Entre los que se muestran a favor, Valle Muñiz señala que la postura legislativa le parece correcta porque «sólo se castiga penalmente la infracción de unos especiales e intensos deberes de confidencialidad y sigilo que, lógicamente, deben soportar los que por su actividad, función o cargo detentan una situación de privilegio en el acceso a la información reservada»[7]. En su opinión, la restricción del círculo de posibles autores es la forma más eficaz de delimitar el alcance de la prohibición penal. **Las voces en contra se basan, ante todo, en la necesidad de penalizar el hecho en sí porque tanto afecta al mercado y a los inversores el abuso de información privilegiada por parte de alguien que mantiene una especial vinculación con la empresa como por alguien que nada tiene que ver con la misma**[8]. » (negrilla añadida). Vid. MONROY ANTÓN, A. J. (2005), «Estudio comparado...», s.p.

¹³⁹² «Se acoge así una noción «intermedia» de *insider*, que incluye a los iniciados internos, aún sin responsabilidades en la empresa, pero excluye a los externos. Por tanto la conducta del mero receptor de la información que obtiene con ella un beneficio resulta impune. En cambio, el tipo penal sí permite, acertadamente, castigar las operaciones realizadas por el iniciado a través de testaferros, quienes, a su vez, podrán ser sancionados como partícipes en el delito cometido por aquél.» Vid. LUZÓN CÁNOVAS, A. (2005), s.p.

¹³⁹³ «Rule 90-08 attempts to make clear that privileged information may not be exploited by those who possess it, whether by communicating that information or by trading while possessing it. Privileged information may be used only for purposes necessitated by one's profession or function. Thus, while the offense of communicating privileged information does not require proof that a person had a fraudulent or speculative intent, it does exclude persons who have used privileged information inadvertently or imprudently.81» Vid. UMHOEFER, C. / PIETRANCOSTA, A. (1992), p. 107

haría imposible el propósito de vincular, cada vez más, a sectores de la población que tradicionalmente no se han interesado por los mercados financieros.

El mercado de valores reúne un conjunto de actividades muy complejas que son puestas en marcha a través de una gran variedad de agentes. Se espera que todos éstos, es decir, los inversores, los intermediarios, las agencias de *rating*¹³⁹⁴, etc. desempeñen el rol que les es propio, y que confíen en que los demás cumplirán también su papel y atenderán las normas y reglas de conducta necesarias para el mejor funcionamiento del mercado, en especial, de su transparencia, pues ésta última permite garantizar el acceso a la información en condiciones de igualdad.

1.3. El daño y los perjudicados.

1.3.1. El carácter perjudicial del *insider trading*.

El carácter perjudicial del *insider trading* ha sido bastante discutido¹³⁹⁵. Algunos autores¹³⁹⁶ sostienen (no obstante las objeciones que puedan surgir desde la óptica moral y la jurídica) que este fenómeno es eficiente desde el punto de vista económico ya que su aporte es invaluable para el mejor funcionamiento de los mercados de valores (teorías de la agencia y teorías del mercado).

De un lado se encuentran quienes defienden el carácter útil del *insider trading* para ciertas empresas y mercados, aseverando que sirve a la divulgación pública, rápida y menos costosa de la información, lo que incide en su incorporación a los precios de los valores o instrumentos financieros de forma más expedita que la obligación de divulgación tradicional que impone la ley a las empresas.

Como se recordará, el *insider trading* es esencialmente un aprovechamiento de las asimetrías informativas entre *insiders* y *outsiders* (iniciados y no iniciados). La divulgación cumple entonces una función distributiva de la información al público orientada a disminuir dichas asimetrías. Para quienes sostienen que el *insider trading* no debe ser regulado, es claro que este comportamiento favorece la divulgación de información que la empresa por sí

¹³⁹⁴ Vid. TAPIA HERMIDA, A. J. (2010), "La responsabilidad de las agencias..."; e YBÁÑEZ, J. / GARCÍA-FUERTES, G. (2009).

¹³⁹⁵ «As Manne points out, the problem is one of timing. The solution to this is to require prompt public disclosure of new information. With regard to the first question, whether the shareholder has been injured by the insiders actions, the injury is certainly not self-evident. The shareholder did not have the information when he needed it. Prohibiting insiders from trading will not solve this, and whether insiders trade or not is irrelevant to this. So it is hard to see how the absence of such laws injures him. Nor can it be concluded that the fact that others have the information is itself an injury to him. It is at most a distinction between them. The fact that there has been a gain to the insiders does not mean there has been a loss to the shareholder. Furthermore the fact that the shareholder cannot partake in the gain does not mean insiders should be prohibited from doing so.» Vid. WATSON, B. J. (1995), p. 125. La autora está en contra de la regulación del *insider trading* y en su artículo suministra algunos ejemplos de por qué no debe prohibirse.

¹³⁹⁶ Vid. MANNE, H. G. (1985), p. 935; y, ENGELEN, P. J. (1997), p. 106.

misma no estaría muy motivada a revelar por ser, v. gr., desfavorable a sus intereses o por poner en evidencia la mala gestión societaria.

Adicionalmente, conforme a esta postura el *insider trading* mejora la elección de los administradores o directores de las empresas, pues se podrá seleccionar a quienes sean más innovadores y difundan mayor cantidad de información valiosa al mercado. Se estaría compensando¹³⁹⁷ adelantadamente al innovador empresarial quien podrá aprovecharse, directa o indirectamente, a través del uso de la información privilegiada, de los efectos que en el mercado tenga tal innovación.

Así las cosas, el *insider trading* sería fundamental para disminuir los costos de agencia, es decir, la existencia de intereses divergentes entre administradores y accionistas. Empero, no puede olvidarse que esa información divulgada puede ser positiva o negativa y a los *insiders* les interesa obtener ganancias muy altas produciendo cambios importantes en los precios de los valores, con independencia del perjuicio que puedan ocasionar a la firma.

Lo anterior implica que el *insider* puede llegar a desconocer los intereses de los accionistas en el éxito de las empresas, sobre todo de los minoritarios, y se verá más tentado a retrasar la divulgación de información, mientras se hace efectivo el provecho que ha buscado con su actuación.

Desde la perspectiva de las teorías del mercado, los defensores de la desregulación del *insider trading* afirman que este fenómeno coadyuva a la formación de precios más precisos o exactos (esto es, que reflejen en lo posible toda la información específica disponible acerca de las empresas)¹³⁹⁸ y a la liquidez¹³⁹⁹ del mercado.

Quienes defienden la posición mencionada explican que las negociaciones de los *insiders* mueven el precio de los valores en la dirección correcta y con su actuación pueden orientar a otros intervinientes en el mercado, quienes pueden inferir la existencia de nueva información mediante la observación de los volúmenes de negociación y los movimientos de los precios.

¹³⁹⁷ Vid. BAINBRIDGE, S. M. (2010-2011), pp. 298-301. Manne quien no está de acuerdo con la regulación del *insider trading* para los *corporate insiders* afirma su necesidad en el caso de los congresistas: «The validity of this argument vis-A-vis corporate insiders is sharply contested. 124 Even Manne himself, however, recognized that "[it] has no substantial application to government" employees and officials. 125 This is so because the compensation argument rests on the need to incent entrepreneurs to produce information. Members of Congress, however, "are peculiarly in a position to receive valuable market information, not create it." 126 The information on whose basis members of Congress thus are likely to trade "would not ordinarily reflect entrepreneurial developments for which they are responsible." 127 Accordingly, there is no socially valuable activity on their part to be incentivized.» (p. 299 del texto recién citado).

¹³⁹⁸ «Critics of insider trading regulation contend that trading by the most informed investors will quickly and accurately move the price of a security to its "true" level. 6 9 Those advocates assert that accurate pricing information is essential to the efficient allocation of capital resources.» Vid. PERRY COLVIN, O. (1990-1991), p. 613.

¹³⁹⁹ Vid. MARÍN, J. M. / SUREDA-GOMILA, A. (2006). Estos autores consideran que los *insiders* favorecen la liquidez de las empresas.

De otro lado están quienes insisten en la necesidad de regular el *insider trading*, aseverando que en realidad no reduce los costos de agencia porque los administradores se centrarían en mejorar sus ganancias, monopolizando y manipulando la información, e involucrándose en operaciones altamente arriesgadas, con desconocimiento del desempeño real de las empresas y de los intereses de los accionistas, sobre todo de los minoritarios.

Por ello, de no regularse el *insider trading*, la concentración del accionariado y el desinterés por controlar o supervisar la gestión realizada por los administradores serían la regla general y el *insider trading* tendría un efecto más pernicioso que útil.

Respecto a la denominada exactitud de los precios (*price accuracy*), quienes defienden la regulación del *insider trading* tienen razón al afirmar que la actividad de los iniciados no es fácil de detectar salvo que tomen posiciones de gran consideración en el mercado. De este modo, su actuación no brinda información significativa al mercado sobre un instrumento financiero o un emisor, es decir, su valor informativo es bastante pobre, y por ello tampoco sustituye los beneficios de la divulgación obligatoria.¹⁴⁰⁰

El *insider* es en realidad un mecanismo de distorsión del mercado porque retiene la información hasta que pueda operar en el mercado con apoyo en ella o utilizarla a discreción. Por lo tanto, en realidad no cumple un papel edificante en la fijación eficaz de precios en el mercado de valores, ni en su mayor aproximación al precio real, conforme a las circunstancias o hechos que afectan a la actividad de las empresas.

Además, el *insider trading* limita la libre competencia y el interés por adquirir información para participar en el mercado, desmotivando, por ejemplo, a los analistas de inversión y a otros no iniciados. Lo antecedente supone una pérdida importante de liquidez en los mercados al incrementar los costes de transacción o negociación entre los agentes económicos.

A diferencia de los *insiders*, los *information traders* ayudan a mejorar la exactitud de los precios de los valores, empleando sus recursos, su tiempo y su capacidad para analizar y

¹⁴⁰⁰ «Furthermore, we find that the quality of annual reports, pressreleases and investor relation activities, is relatively more effective in reducing information asymmetry than the quality corporate websites. Investor relation activities, which are used to communicate timely and forward-looking information directly to the investor community, appear to be the most effective.» «...voluntary disclosure channels, such as investor relation programs and press releases, are the most effective channels to reduce information asymmetry between insiders and outsiders. Furthermore, since the quality of corporate web-sites is rather uniform across companies, they cannot explain the variance in insider trading profitability... our results show that whereas regulators primarily focus on annual reports and backward-looking financial statements information, this communication channel is not the most effective in reducing the level of information asymmetry.» Vid. VAN GEYT, D. / VAN CAUWENBERGE, P. / VANDER BAUWHEDE, H. (2014), p. 2 y pp. 12-13. Estos autores sostienen que si la divulgación es de calidad y se realiza a través de los canales adecuados, puede llegar a moderar significativamente las asimetrías informativas de las que se aprovecha el *insider* y sus ganancias.

descubrir información tanto del mercado como corporativa.¹⁴⁰¹ Con la información que recaban realizan operaciones en el mercado y obtienen ganancias en una posición de superioridad informativa, pero lo hacen en desarrollo de una actividad profesional y generando información mucho más valiosa a la hora de evaluar el precio de un valor y su situación de sobrevaloración o desvalorización en los mercados.

El iniciado se vale de un conocimiento superior en relación con su contraparte para obtener una prima (costo de transacción para el no iniciado), consistente en la diferencia entre el precio al que vende o compra y el precio del instrumento financiero una vez la información privilegiada se incorpora al mercado de valores.

Quienes se oponen a la regulación del *insider trading* suelen negar este costo de transacción, afirmando que muchos agentes económicos operan en el mercado desinformados o asumiendo que existen otros sujetos mejor informados que ellos, sin que estas circunstancias los disuadan de negociar, pues, al fin y al cabo, y de acuerdo con su percepción de la problemática en análisis, el *insider trading* optimiza la incorporación de información valiosa a los precios de los instrumentos financieros y redundante en su exactitud.¹⁴⁰²

Dejando a un lado las reflexiones anteriores, y no obstante los argumentos de quienes consideran al *insider trading* como una herramienta que promueve – en los términos expuestos – la eficiencia del mercado y su liquidez; actualmente los efectos perjudiciales del abuso de información privilegiada son reconocidos de manera, más o menos intensa, en casi todos los países con mercados de valores relevantes.

Como sabemos el perjuicio es el menoscabo de las facultades jurídicas de las personas en orden a disfrutar de una actividad, de sus cosas, de su integridad corporal, de su esfera emocional o afectiva y de los demás beneficios patrimoniales o extrapatrimoniales que reciben protección jurídica.

¹⁴⁰¹ «...sólo puede conocerse el producto si se conoce la empresa que lo emite, su estructura financiera, su modo de administrarse y, en fin, su posición dentro del mercado en el que opera.» Vid. RUIZ DE VELASCO, A. (1997), p. 433.

¹⁴⁰² «Opponents of insider trading regulation argue further that some investors will always be more informed than others. "Smart brokers ... cause the same problems as smart insiders. Uninformed traders who know they are uninformed should not trade in either situation." (76) Insider trading laws cannot eliminate this phenomenon. Rather, prohibiting insider trading simply redistributes (but does not reduce) the profits from informed trading from insiders to market professionals and other informed traders. (77) As a result, banning insider trading will not reduce the cost of trading, opponents of insider trading regulation argue. (78)» Vid. NYANTUNG BENY, L. (2006-2007), s.p.

Según el bien sobre el cual recaigan, los daños son patrimoniales (daño emergente y lucro cesante¹⁴⁰³) o extrapatrimoniales (daños morales, el perjuicio fisiológico, el daño corporal en sí mismo considerado, etc.).

La existencia de un daño en sentido jurídico es indispensable para que surja responsabilidad civil, es decir, es prerrequisito de la obligación de indemnizar por los hechos ilícitos (propios y de las cosas, actividades o personas que están bajo la esfera jurídica del agente) que menoscaban los beneficios patrimoniales o extrapatrimoniales de otros que son protegidos jurídicamente.

Como se advirtió en la primera parte de este capítulo, el daño ha cobrado una importancia considerable al superar sistemas de responsabilidad subjetiva puros y avanzar hacia sistemas objetivos de responsabilidad en los cuales la atención ya no la recibe el agente y su culpabilidad, sino la víctima y sus daños.

Aunque del abuso de información privilegiada no se siga una responsabilidad objetiva en los términos que fueron expuestos en el capítulo antecedente, atendidas las características de las conductas por las que se verifica y su impacto grave en el mercado de valores, sí podrían hacerse ciertas concesiones a los perjudicados para establecer presunciones e inversiones de la carga de la prueba respecto de algunos extremos que normalmente tuvieran el deber procesal de acreditar.

Tal como se advirtió, si hay abuso de mercado se causa un daño inmediato: la alteración del proceso de formación de los precios que, en circunstancias normales, debe tener lugar sin que quienes participan de él, a título de oferentes o demandantes, hagan un mal uso, un uso excesivo, injusto, impropio o indebido de los derechos y/o facultades que poseen en el tráfico económico.

Ese daño en los supuestos de *insider trading* se da porque la información que todavía no se ha hecho pública, proveniente de las empresas (obligatoria o voluntaria), o de cualquier otro origen y que afecta directa o indirectamente a su actividad económica, y por ende a sus valores o instrumentos financieros, ha sido aprovechada por quien tuvo acceso a ella antes de que fuera divulgada al mercado por los canales establecidos por las normas, reglas y prácticas existentes en el mercado de que se trate.

¹⁴⁰³ El primero alude a aquellos bienes económicos que salieron o saldrán del patrimonio del perjudicado. Y el segundo, consiste en el no ingreso de un bien económico al patrimonio de éste último que hubiera ingresado conforme al curso normal de los acontecimientos.

Muchos estiman que en el abuso de información privilegiada no hay realmente perjudicados¹⁴⁰⁴ y que la afectación efectiva de los inversores ocurre por el hecho de no conocer una información determinada.¹⁴⁰⁵ Siendo así, lo que el *insider trading* aporta al mercado – al menos como indicio – es esa información que antes era secreta y que por su naturaleza tenía vocación de hacerse pública en algún instante.

Aunque esto último es cierto, es decir, hay que reconocer que el *insider* incorpora al mercado información verdadera que estaba fuera del alcance de los demás inversores, también hay que admitir que toda orden introducida en el mercado produce un efecto, aunque no necesariamente este impacto se da en el precio porque dependerá de su monto, sí que refuerza una tendencia compradora o vendedora que junto con otras órdenes moverá el precio.

Normalmente, los beneficios obtenidos por unos inversores se traducen automáticamente en pérdidas para otros (ya sea pérdidas efectivas o menores ganancias),¹⁴⁰⁶ pero si a esto sumamos el abuso de mercado, ese proceso de ganadores / perdedores es adulterado y la formación del precio a través de la oferta y la demanda pierde su propio impulso, quedando a merced del capricho de unos cuantos en mejor posición para aprovecharse de la información como fuente de valor.

Entonces, por un lado, a nivel macro, tenemos un daño que afecta un interés difuso o más general de los mercados de valores, el sistema financiero y la economía de un Estado, esto es, la alteración del proceso de formación de los precios en los mercados de valores. Estos intereses más generales son protegidos principalmente por el derecho administrativo y, subsidiariamente, por el derecho penal.

Y, por otro lado, independientemente de ese daño al que podríamos calificar como “sistémico”, el *insider trading* puede llegar a ocasionar daños a los inversores que pueden concretarse mucho más, y a los que el derecho administrativo y el penal prestan poca o ninguna atención como hemos mencionado tantas veces a lo largo de este escrito.

¹⁴⁰⁴ Vid. WATSON, B. J. (1995), p. 146

¹⁴⁰⁵ Vid. BAJO FERNÁNDEZ, M. (1998), p. 129

¹⁴⁰⁶ «La base para mostrarse a favor de la tesis del perjuicio patrimonial a los inversores como bien jurídico protegido la constituye el hecho de ser la Bolsa un juego de suma cero, tal y como se ha denominado en la Teoría Económica moderna. Es evidente, y no necesita prueba alguna, que en los mercados de valores todo el beneficio que obtienen una serie de inversores se transforma en pérdidas para otros. Tomando un horizonte temporal determinado, la suma de plusvalías en un cierto valor será igual a la suma de minusvalías en el mismo. Lo único que varía es el nombre de los inversores y, en todo caso, su concentración, aspecto muy tenido en cuenta por los operadores de mercados de derivados, al tratarse de mercados ciegos (23) en su mayoría. Por lo cual, el perjuicio existe desde el momento que alguien está obteniendo una plusvalía, ya que ésta será minusvalía para otro u otros inversores, y esta es una realidad que no se puede negar.» Vid. MONROY ANTÓN, A. (2005), “El bien jurídico...”, p. 53.

La comprobación de una lesión patrimonial en cabeza de los inversores por razón del abuso de información privilegiada es muy difícil, pero no imposible. Una dificultad por muy grande que sea no puede ser alegada como un argumento satisfactorio para desistir en la persecución de un delito penal o en la reparación de un daño. Más aún cuando esa dificultad que se alega puede obviarse con recursos materiales adecuados y con personal técnicamente calificado que acometa la tarea de demostrar tanto la infracción como los perjuicios.

La individualización o detección del impacto del abuso de información privilegiada en el mercado puede resultar relativamente sencillo, sobre todo si se trata de valores o instrumentos financieros con poca liquidez, pues su volumen y frecuencia no hacen la tarea muy laboriosa. Actualmente existen muchos recursos tecnológicos que facilitan a las autoridades percibir que algo no anda bien y, por supuesto, lo anterior les sirve como punto de partida para iniciar una investigación más minuciosa.

Sin embargo, hay que admitir que eludir la acción de las autoridades podría ser fácil si el esquema operativo del *insider* llega a ser muy disperso, es decir, si se vale de un buen número de personas que ejecuten para él operaciones cuyos montos y volumen no activen las alarmas de los supervisores.¹⁴⁰⁷

Como se recordará la negociación de instrumentos financieros puede hacerse cara a cara o de manera impersonal. Cuando la transacción es directa no habrá dificultad para identificar al inversor perjudicado, en cambio, cuando es impersonal habrá que hacer algunas precisiones.

Para tratar de discernir si existe un perjudicado por *insider trading*, muchas cortes en los EE.UU. se han preguntado, si quien alega un perjuicio fue inducido a negociar con el *insider* o no (v.gr., *List v. Fashion Park*, *Reynolds v. Texas Gulf Sulphur*, etc.). Inducción que según estas cortes, no ocurre en los mercados en los que la negociación es impersonal¹⁴⁰⁸, ya que los inversores hubieran actuado de igual manera – según las necesidades de su portafolio – sin que la conducta del *insider* tuviera alguna influencia.¹⁴⁰⁹

¹⁴⁰⁷ «Even if supervisory bodies try to detect abnormal price and volume patterns with special software, a crafty insider will create such a construction that his transactions will not attract attention. He can obtain this by spreading his transactions over various orders or by using foreign intermediaries, preferably a financial institution in a financial centre where the identity of the principal is covered by banking secrecy.» Vid. ENGELN, P. J. (1997), p. 109.

¹⁴⁰⁸ «Therefore, this Court finds that defendants, who were trading on an essentially anonymous market, were obligated to disclose the information in their possession to all potential investors trading in the same market, including plaintiffs and the members of their proposed class...Since plaintiffs have established defendants' obligation to disclose a material fact and that defendants have failed to do so, they have satisfied the causation requirement... But therein lies the fallacy of defendants' reasoning: it is not the act of trading which causes plaintiffs' injury, it is the act of trading without disclosing material inside information which causes plaintiffs' injury.» Vid. *Shapiro, et ál., v. Merrill Lynch, et ál.*, s.p.

¹⁴⁰⁹ «...investors generally will be indifferent about holding particular stocks, as long as the securities they do hold satisfy their requirements for market risk...Trading decisions, then, will either be driven by the need to invest additional funds, or by exogenous changes, probably in personal circumstances, that require portfolio adjustments such as liquidations, changes in

Además, conforme a algunas decisiones judiciales, el *insider* no tiene un *duty to disclosure* en mercados donde no se conoce la identidad de la otra parte y, desde luego, el *insider* trata de ocultar la información con apoyo en la cual está negociando, por lo que, en estricto sentido, no envía señales al mercado que induzcan o determinen la negociación de otros; de ahí que en el *insider trading* no existan perjudicados.¹⁴¹⁰

Estas reflexiones de las cortes estadounidenses son interesantes, pero están encaminadas a verificar si la conducta del *insider* determina la intervención concreta de otro en el mercado de valores. En realidad, sin importar los motivos que efectivamente promovieron la negociación de un inversor en los mercados de valores, éste esperaba respeto por las reglas de juego, es decir, que los demás cumplieran con su deber general frente al mercado de no operar con apoyo en información privilegiada (*abstain or disclose*), y es la vulneración de ese deber lo que crea la conexión causal entre la conducta del *insider* y los demás inversores.¹⁴¹¹

El que una transacción sea impersonal no quiere decir que sea anónima y que no pueda llegarse a saber – de requerirlo – quién está ubicado en la contrapartida de una operación. El hecho de que, por ejemplo, en los mercados bursátiles la contratación esté tan intermediada (porque ocurre entre miembros del mercado), no anula la expectativa o la confianza de un inversor – que encomienda una operación –, de que su intermediario o con quien éste negocia va a obrar según las reglas del mercado, sin abusar de él.

Lo anterior, con la salvedad de las cuentas ómnibus que suelen utilizar los intermediarios para no abrir cuentas individuales a sus clientes y gestionar más fácilmente las posiciones de todos y cada uno de ellos (estas cuentas son cada vez más objeto de algunas restricciones y deben regularse adecuadamente para no dejar a los inversores desprovistos de acciones directas frente a las contrapartidas en los mercados de valores).

Lo anterior significa que, con la excepción mencionada, en los mercados de valores existirá normalmente la posibilidad de indagar quién ostentaba una posición de venta o compra en el mercado y quién fue su contrapartida correspondiente. De ahí que tengamos, al menos desde la perspectiva de las operaciones con apoyo en información privilegiada, la oportunidad de identificar al sujeto responsable y al perjudicado.

risk, or expansions of portfolios.¹⁷ Under these circumstances, it is not certain that any outsiders are drawn into the market by insider trading; in anonymous markets, the decisions of outsiders are made independent of insider trading. **Only specialists and market-makers committed to taking the other side of unmatched transactions must trade because of insider trading.**» (negrilla añadida) Vid. CARNEY, W. J. (1986), p. 886.

¹⁴¹⁰ Vid. CARNEY, W. J. (1986), pp. 868-871.

¹⁴¹¹ Se ha afirmado que el *insider trading* genera unos costes de transacción que todos los inversores deben soportar, ya que es una actuación que es razonable esperar en los mercados de valores.

Existen muchos métodos para establecer el perjuicio que ha sufrido un inversor. Usualmente, a la hora de sancionar las infracciones por *insider trading*, la legislación penal y la administrativa ponen su acento en los beneficios obtenidos por el infractor, pero no en las pérdidas y perjuicios sufridos por las víctimas.

Si como dijimos, en los mercados de valores los beneficios de unos son las pérdidas de otros (pérdidas efectivas o menos ganancias), el volumen de los beneficios nos indicarán la importancia que tenía la información privilegiada en la formación de los precios y, eventualmente, nos ayudará a establecer el perjuicio de quienes negociaron con el *insider* (aunque algunos podrían haber negociado independientemente de la acción de éste); pero no nos dirá con certeza cuáles fueron los perjuicios, de haberlos, de quienes no negociaron con el *insider* o infractor por abuso de información privilegiada.

Además, como hemos dicho en líneas anteriores, entre las operaciones prohibidas con información privilegiada también se contempla a la divulgación indebida que no lleva implícita una operación posterior para tomar o deshacer una posición determinada y esto complica bastante la determinación del perjuicio.

Las operaciones con información privilegiada que se prohíben hacen uso de los siguientes verbos: 1) adquirir o ceder; 2) cancelar o modificar una orden; 3) presentar, modificar o retirar ofertas; 4) recomendar o inducir para que otro adquiera o ceda; 5) recomendar o inducir para que otro cancele o modifique una orden; 6) usar o divulgar recomendaciones o inducciones; y 7) divulgar indebidamente información privilegiada.

En la mayoría de ellas habrá una toma de posición en el mercado de valores o un replanteamiento de la posición inicial; sin embargo, en la recomendación y en la divulgación puede que no ocurra lo mismo, es más, ni siquiera necesitan que exista una operación posterior.

A pesar de todo, la divulgación indebida/comunicación ilícita de información privilegiada sí que genera de manera autónoma perjuicios, por un lado, y como mínimo, al emisor si no era el momento adecuado para la divulgación y este podía haberse beneficiado de una dispensa por parte de la autoridad competente para retrasar la divulgación.

Dicho esto, habría que aclarar que la sola utilización de información privilegiada por parte del personal de una empresa no constituye de por sí un daño a la imagen de la empresa que se vea reflejado en una baja en su cotización. Al menos no, si ocurre de manera aislada y no se percibe como una actividad habitual o tolerada desde el seno de la propia empresa.

Mejor dicho, cuando se descubra que personas vinculadas con la empresa se aprovecharon de información privilegiada, esto por sí mismo no resta credibilidad a la compañía, no suele hacerlo, pues habría que valorar otros factores.

Los inversores generalmente no asocian o no interpretan que la empresa sea la que lidere dicho aprovechamiento y, por el contrario, atribuyen la mala conducta al *insider*¹⁴¹², sin que la compañía pierda la confianza del público sólo por tener *insiders*. Se requeriría de algo más, es decir, de valorar la información de la que hace uso el *insider* y que es la que realmente, de conocerse en un momento poco oportuno, podría restar credibilidad a la empresa (pues la información que utiliza el *insider* es real, ya sea negativa o positiva); y de analizar la magnitud y el nivel de compromiso de la empresa con la operación de *insider trading*, muy especialmente, su actividad para evitar o disminuir este tipo de comportamientos.

De otro lado, la divulgación indebida pudo haber facilitado a un grupo de personas que se aprovecharan de una información privilegiada que el resto de inversores tenían derecho a conocer para decidir sobre una inversión. ¿Cuáles inversores resultan perjudicados? ¿Los que normal o habitualmente negocian con esos valores o instrumentos financieros y de los que se hubiera esperado que efectivamente aprovecharan esa información? ¿Los perjudicados son quienes poseen valores o instrumentos financieros a los que se refiere la información privilegiada?

1.3.2. El interés concreto en la negociación o cotización de un instrumento financiero.

Normalmente los inversores que más resultarán afectados son los que suelen manejar en sus carteras de inversión al valor de referencia del que se ha divulgado información privilegiada, pero, como el fin del mercado de valores es abrirse continuamente a la financiación, a la cobertura de riesgos, a la liquidez, entre otras cuestiones, ¿habrá que considerar como perjudicados a todos los inversores existentes en el mercado respectivo, así no posean actualmente los valores a los que se refiere la información privilegiada, ni hayan tenido interés en su negociación? ¿Podrán estos demostrar al menos una pérdida de un *chance*?¹⁴¹³

¹⁴¹² Vid. MONROY ANTÓN, A. (2005), "El bien jurídico...", pp. 62-63.

¹⁴¹³ «...si la información reservada se emplea para comprar acciones que, tras conocer el mercado dicha información, van a revalorizarse, no se ocasiona ningún perjuicio al vendedor en la operación de compra pues éste percibe el valor que objetivamente tenía el bien en ese momento. El beneficio lo obtiene el comprador después, como consecuencia del incremento del valor de los títulos. Pero este beneficio posterior a la transacción no ocasiona otro perjuicio correlativo al vendedor que la pérdida de una expectativa de beneficio que, estrictamente, no constituye un perjuicio, pues el Derecho penal protege «los bienes que componen el patrimonio, pero no las simples ilusiones de incrementarlo»⁹. En el segundo supuesto, cuando la información privilegiada se utiliza para vender acciones que van a depreciarse al conocerse aquélla, el vendedor no experimenta ningún beneficio en el acto de transmisión pues vende los valores conforme a su cotización actual. Después de la venta, el beneficio que obtiene consiste en la evitación de pérdidas. El perjuicio del comprador sería producto de la minusvalía generada por la diferencia entre el precio pagado y la nueva cotización del valor. Es ésta la única

En teoría suena bien, hasta muy equitativo, pero en la práctica sería imposible tener en cuenta a todos estos inversores, y es más adecuado restringir el círculo de perjudicados a quienes logren demostrar un interés concreto respecto al valor de referencia, tanto desde la perspectiva de su cotización como de su negociación, y quienes razonablemente hubieran precisado la información privilegiada, positiva o negativa.

Además, recordemos que, desde el punto de vista del derecho de daños, la pérdida de una oportunidad tiene una prueba exigente en cuanto a las probabilidades de llegar a darse el hecho que nunca aconteció y de beneficiarse de él.

Cuando hay toma de posición en el mercado de valores será fácil establecer quién tenía un interés concreto en el valor de referencia. Por el contrario, si no se ha negociado con un valor o instrumento financiero ni se ha dado una orden de comprar, vender o mantener la posición, ¿cómo podría demostrarse ese interés concreto?

Cuando se da una orden de comprar, vender o mantener una posición en el mercado respecto a un valor, esta decisión se ha tomado con apoyo en la información pública y relevante disponible, información que ha facilitado a los inversores justipreciar o asignar un determinado valor o precio a un instrumento financiero.

Es decir, los inversores han estimado la conveniencia, beneficio, utilidad o provecho de un instrumento financiero y su negociación de conformidad con la información que han podido obtener en el mercado de valores; por supuesto, han tenido la oportunidad de valorar razonablemente la ganancia o provecho que sacarían de una decisión de inversión/desinversión según el precio actual del valor y sus contingencias inmediatas y mediatas.

La actuación del *insider* pone en evidencia que esa información con la cual se ha justipreciado un instrumento financiero era incompleta y el *insider* se ha aprovechado de dicha asimetría informativa para obtener una ventaja que los demás simplemente no tenían ni tendrán.

Desde la óptica del inversor, el interés más concreto en un valor o instrumento financiero lo posee quien ha tomado la decisión de comprar o vender según su posición en el mercado y ha dado una orden al efecto. Esa orden pudo haberse verificado o estar pendiente de ejecución en el momento en el cual el *insider* opera en el mercado de valores.

situación en que cabe establecer cierta correspondencia entre beneficio y perjuicio.¹⁰ Vid. LUZÓN CÁNOVAS, A. (2005), s.p.

El interés del inversor es muy directo y concreto cuando la orden se ha hecho efectiva y ha comprado o vendido un valor o instrumento financiero. Si el inversor ha decidido mantener su posición o su orden no ha sido ejecutada, ese interés también es concreto, sobre todo en el segundo caso, porque ha estado a un paso de cambiar de posición según la información que fue valorada al tomar la decisión de inversión.

El problema con las decisiones de mantener la posición – que pueden ser vistas como omisiones – es el tema probatorio. Al menos cuando se da una orden de vender o comprar se hace más evidente que tras esa decisión hay información privilegiada, pero cuando se mantiene la posición, sin auxilio de otras pruebas o indicios (la delación la que más...), es muy difícil llegar a demostrar el abuso de información privilegiada.¹⁴¹⁴

Si una empresa ha decidido lanzar una OPA o se ha involucrado al valor o instrumento financiero de referencia en un negocio extrabursátil en el que ese instrumento será objeto de algún tipo de negocio jurídico, es claro que también habrá un interés concreto. Como también lo habrá en el caso de la divulgación de información respecto a quien la custodiaba o era el titular de esa información.

Los demás intervinientes en el mercado de valores que no estén tan cerca de la negociación del valor y a los que no los afecte su cotización de manera directa, tendrán un interés más difuso a la hora de recibir protección jurídica por la vía de la responsabilidad civil. Mucho más lejanos serán los intereses del sistema financiero en general y de la economía, ámbitos donde el derecho administrativo, en primer lugar, y el derecho penal, con carácter subsidiario, cumplen un papel más significativo – y simbólico – a la hora de proteger intereses más difusos, institucionales o de tipo colectivo.

Total, podríamos resumir lo anterior así, a efectos de la responsabilidad civil, habrá un interés concreto en la negociación o cotización de un valor, cuando se haya puesto en marcha un curso causal idóneo para negociar el valor cuya información se desconoce, u otro tipo de negocio determinado por la cotización del valor en cuestión.

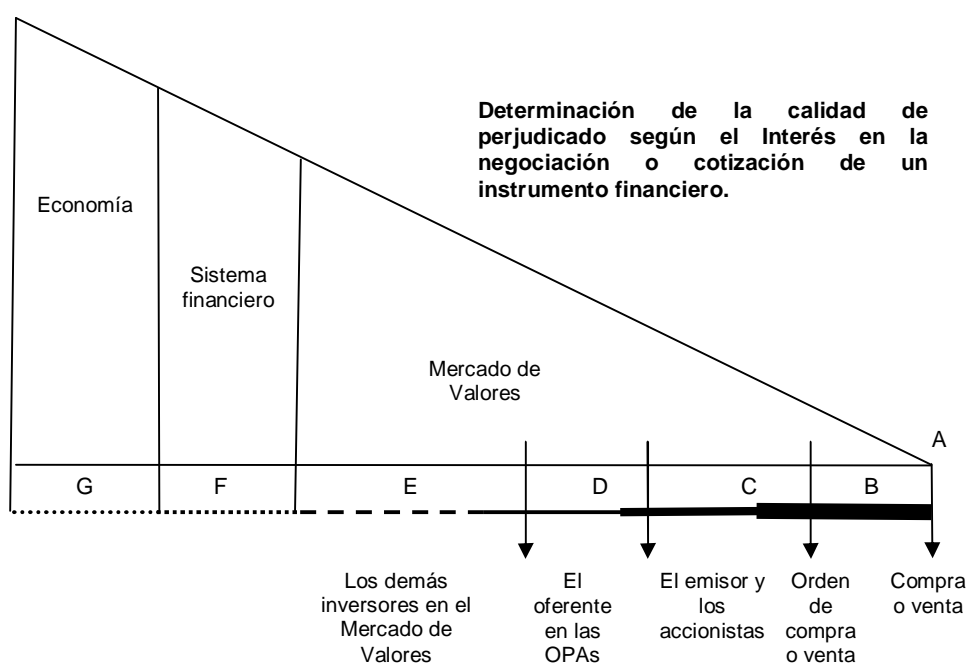
Veamos el siguiente esquema–guía para identificar el interés concreto de un perjudicado al momento de reclamar compensación por abuso de información privilegiada.

¹⁴¹⁴ «A first reason why the criminal regulation is not effective, results from a number of fundamental deficiencies in the Belgian Statute 19 itself. Article 182 paragraph 1 prohibits buying or selling, or giving the order to buy or to sell on the basis of inside information. Simply doing nothing is not included within the scope of the Statute. Nevertheless, such a decision is, from the economic point of view, at least as important as a buy or sell decision. Take for instance, a portfolio manager who is planning to rebalance his portfolio by selling a security. Based on inside information he decides to keep the security in his portfolio because a sharp increase of the security price is expected. Although the portfolio manager deals on the basis of inside information, he is not affected by the prohibition of Article 182. Neither is a portfolio manager who renounces a planned purchase. In comparison, Article 183 does not include the simple dissuasion of a purchase or sale, without the communication of the inside information itself. A considerable number of transactions are thereby excluded from the criminal sanctions.» Vid. ENGELEN, P. J. (1997), p. 108.

Dicho esquema – propuesto en los términos que se explicarán a continuación – es tan sólo una aproximación a lo que debería entenderse por interés concreto para exigir responsabilidad civil por *insider trading*.

Sin embargo, a partir de este esquema podría elaborarse una lista consensuada entre los Estados miembros de presuntos perjudicados para que, a efectos de la legitimación necesaria para reclamar sus perjuicios, las autoridades que tengan que decidir sobre el asunto, abandonen la idea generalizada de la imposibilidad de perjudicados en mercados impersonales, o que sólo lo vean claro en el evento, por ejemplo, de los que realicen operaciones de signo contrario a las del *insider*.

FIGURA NÚM. CUATRO



Cuanto más lejos se esté del momento de negociación (compra o venta), el interés será menos concreto y, por ende, se le exigirá al perjudicado demostrar con mayor rigor su legitimación para reclamar por un daño determinado.

El interés más concreto estaría en el punto (A) y el más lejano dentro del mercado de valores sería la sección (E). Cuanto más nos alejemos del punto A, la prueba del daño y del derecho a ser indemnizado será más exigente. ¿Dónde colocaríamos, por ejemplo, a quien tenga una inversión en derivados¹⁴¹⁵ y todavía no haya ejercido una opción de compra? Su

¹⁴¹⁵ «Furthermore, the victimless argument fails to consider the harms that insider trading has on the options market.19 "Professional option writers write options only in response to a particular demand. Where that demand comes from an

interés podría estar en la sección B, es un interés muy concreto en que el valor o instrumento financiero del que se trate cotice sin que se alteren – abusivamente – las reglas de la oferta y la demanda y, por ende, de la cotización de un valor.

Teniendo como perjudicado sólo a quien logre demostrar un interés concreto en la negociación y cotización del valor de referencia, y empleando el punto A (negociación efectiva) como el momento en que ese interés se manifiesta más intensamente; a efectos prácticos, esa condición de perjudicado debería limitarse hasta la sección D, presumiendo que todos esos intereses gozan de concreción, algunos más intensa que otra. Es decir, esos intereses son los que razonablemente cabría esperar afectación o menoscabo si se abusa del mercado.

¿Qué pasaría si pido prestado dinero para invertir en el mercado de valores y compro acciones que pierden luego gran parte de su valor cuando se conoce la información privilegiada? ¿Qué derechos tendría un acreedor prendario de acciones? El primer interés es muy concreto, tendría pérdidas derivadas de los cambios de precio en el mercado, y también podría enfrentar problemas para cumplir con las obligaciones emanadas del préstamo. El segundo interés también sería concreto, ameritaría protección, pues su garantía depende de la evolución favorable de la cotización.

Los demás intereses, los más alejados de esa sección D, deberán ser estudiados con mucho más rigor, pues, si bien tienen un interés en que el mercado sea transparente y de acceso igualitario, su interés es más difuso y no tendría una conexión fuerte con la negociación o cotización del valor o instrumento financiero en particular, sino con el funcionamiento adecuado del mercado en general.

Lo anterior es tan sólo una propuesta muy general para construir el perfil del perjudicado por abuso de mercado y no pretende ser la respuesta a todos y cada uno de los interrogantes que surjan en la materia, es tan sólo una guía que recoge la esencia de ciertas decisiones judiciales, en su mayoría procedentes de la jurisprudencia anglosajona que fue citada en la primera parte de este trabajo de investigación.

Ocupémonos ahora con mayor detalle del elemento de la causalidad respecto de la responsabilidad civil.

Recordemos que el iniciado tiene, en principio, un deber negativo de abstenerse de negociar con información privilegiada antes de que sea divulgada, porque no debe

insider possessing material non-public information, the option writer suffers a loss that would not otherwise have occurred."» Vid. WARR, A. (2012), p. 5.

aprovecharse de una asimetría informativa que no le corresponde legítimamente explotar; y un deber positivo de divulgar tal información, salvo que viole un deber legal o contractual de confidencialidad o secreto. La violación de estos deberes puede conllevar responsabilidad civil si se ocasionan perjuicios a otros.

Si el *insider* negocia cuando la información no ha sido divulgada, aprovechándose de la ignorancia de sus contrapartidas, su actuación desleal es una causa razonable de los eventuales perjuicios de éstas, al no poder negociar con una información relevante que razonablemente hubieran considerado. Se discute, sin embargo, que éstas podrían haber negociado de todas formas y esta circunstancia rompería la conexión causal entre el acto del iniciado y las conductas de las contrapartidas.

Empero, la conexión causal existe porque las contrapartidas negociaron efectivamente y entrar a analizar las motivaciones particulares de las contrapartidas sería casi esotérico, por eso se recurre al paradigma del inversor razonable, quien empleará normalmente esa información para tomar sus decisiones de inversión/desinversión.

Por eso el enfoque de análisis es la calidad de la información (si es relevante para tomar una decisión de inversión) más el paradigma del inversor razonable, constituyen argumentos que nos ayudan a reforzar el tema de la causalidad en el *insider*.

Adicionalmente, se discute si esos deberes del iniciado operan sólo respecto de las contrapartidas o del mercado en general. Del considerando 23 del RAM, junto a una interpretación sistemática de esta normativa, podría deducirse un deber frente a todos los que participen en los mercados financieros, por algo el RAM insiste constantemente en que al prohibir el abuso de información privilegiada, se protege a los inversores y se evita el menoscabo de la confianza de éstos en los mercados.

En consecuencia, la infracción de esos deberes por parte del iniciado es una causa idónea para dañar al mercado financiero y producir perjuicios a los inversores.

Estos perjuicios generalmente serán pérdidas económicas que pueden derivarse de un cambio en la cotización que no se haya tenido la oportunidad de advertir porque se desconoció la información privilegiada; pero también pueden existir pérdidas económicas independientes de las fluctuaciones de la cotización (v. gr. gastos para la conclusión de una OPA, préstamos para la adquisición de un instrumento financiero, pérdida del valor de una garantía sobre éste, etc.).

A propósito de los cambios en la cotización, éstos ocurren de manera constante, durante la negociación de los iniciados y luego de la divulgación de la información privilegiada. ¿Cómo distinguir que un cambio puntual en la cotización es consecuencia de la información privilegiada cuando tantos factores intervienen para formar los precios?

La idea es que la información privilegiada debe tener la capacidad de ocasionar un efecto significativo en el mercado de valores, pero no es necesario probar que efectivamente se causó, bastará demostrar que la información tenía la potencia suficiente para producir ese efecto.

Si se producen cambios importantes en la cotización, el demandante lo tendrá más fácil; de lo contrario, tendrá que esforzarse más para suministrar al operador judicial argumentos contundentes sobre la virtud de la información (positiva o negativa) para impactar en los mercados financieros, independientemente de que otros muchos factores contribuyan a la formación de los precios.

Concluyendo, en la responsabilidad civil por *insider trading* habrá que tener en cuenta las siguientes cuestiones: 1) cuál es el tipo de información, si es positiva o negativa; 2) qué efecto concreto tiene en el mercado (si puede subir o bajar la cotización de un instrumento financiero); 3) cómo se accedió a la información (legítima o ilegítimamente, porque el acceso indebido puede generar responsabilidad civil si se dan otros elementos); 4) cómo se utiliza la información (v.gr., para negociar o recomendar a otro una determinada operación, si se comunica ilícitamente, etc.); y 5) cuándo se utiliza (antes o luego de la divulgación de la información).

1.3.3. El cálculo de los beneficios/perjuicios.

Algunos limitan la determinación de la calidad de inversores perjudicados al examen de las operaciones realizadas sobre el valor o instrumento financiero de referencia, considerando la primera operación del *insider* en el mercado y la posterior que deshace la posición. Este es un sistema muy simple, pero no resuelve adecuadamente las cuestiones sobre las que reflexionaremos en las siguientes líneas.¹⁴¹⁶

¹⁴¹⁶ «También, puesto que en el caso de que la infracción estuviere vinculada al uso de información privilegiada, permitiría ejercitar a la contraparte una acción dirigida a la indemnización de los daños y perjuicios causados al amparo del Art. 1902 C.c. Esta circunstancia se debe, dado que cuando el sujeto utiliza una información privilegiada se produce un resultado dañoso equivalente a la diferencia existente entre el precio de mercado de los valores y el que efectivamente correspondería a éstos en el mismo si la información no pública se hubiera incorporado ya a las cotizaciones, por lo que se origina una relación de causalidad observada por la teoría de la equivalencia de las condiciones en la fórmula *condicio sine qua non*, y mediante la teoría de la condición ajustada a las leyes de la experiencia, ocasionándose así objetivamente una imputación del resultado dañoso a dicha conducta(53).» Vid. ROJO ÁLVAREZ, C. (2013), p. 108.

Ahora, al calcular los perjuicios se ha recurrido usualmente al cálculo de los cambios en la cotización y los consiguientes beneficios obtenidos por el iniciado, lo que es más fácil en operaciones cara a cara, pero más discutible en los mercados impersonales.¹⁴¹⁷

Entre los muchos métodos existentes están los siguientes: 1) calcular la diferencia entre el precio pagado/recibido al negociar con el iniciado, con el valor de mercado actual y justo del instrumento financiero, al momento en que la información – o el fraude – fue conocido por el mercado o debió haber sido conocido; 2) calcular la diferencia entre el precio más alto que haya alcanzado el instrumento financiero luego de que la información – o el fraude – se conociera o debiera haber sido conocido, con el precio justo que se debió haber recibido o pagado al tiempo de la transacción con el *insider*, y, finalmente, 3) calcular el valor del enriquecimiento injusto del demandado más la diferencia entre el precio recibido/pagado.¹⁴¹⁸

Hay también quienes proponen un sistema de cálculo de los beneficios de los iniciados, sobre todo en materia penal, analizando la eventual devaluación o revalorización del instrumento financiero que se supone ocurrirá una vez conocida la información privilegiada en el mercado afectado.¹⁴¹⁹

La idea de este sistema es seleccionar el momento de máxima devaluación o el de máxima revalorización, dependiendo de la motivación del iniciado con la información privilegiada, es decir, si pretendía evitar un perjuicio o conseguir una ganancia, y dependiendo de si vende, compra o mantiene su posición luego de la divulgación de la información privilegiada.

Pero, ¿qué pasaría si esa máxima devaluación/revalorización ocurre antes de la divulgación? ¿Qué ocurriría si esa máxima devaluación/revalorización que acontece luego de

¹⁴¹⁷ «Courts have fashioned a variety of remedies for defrauded buyers and sellers in situations in which the parties deal directly with one another rather than through an impersonal market. Measures of damages and forms of relief under rule 10b-5 can loosely be classified as the "out-of-pocket" measure, the "cover" and Chasins measures, and rescission and restitutionary relief. In addition, although courts have begun to require defendants to disgorge their excess profits, they have refused to award punitive damages. These methods of measuring recovery ostensibly fit into traditional damages and relief theories. In practice, however, courts have not hesitated to modify these theories to reach an equitable result.» Vid. BEAULIEU GRENIER, J (1981), p. 801.

¹⁴¹⁸ Vid. BEAULIEU GRENIER, J (1981). Este texto es muy importante para entender la evolución del cálculo de la indemnización por abuso de información privilegiada en los Estados Unidos. En el artículo se citan distintas decisiones judiciales y se analizan las razones por las cuales adoptaron uno u otro método de indemnización.

¹⁴¹⁹ «a) Cuando la información reservada se utilizó para vender acciones que van a depreciarse una vez conocida aquélla, el beneficio, equivalente a la pérdida evitada, se determinará por el momento de máxima devaluación de los valores atribuible a la información negativa utilizada por el *insider*. b) Cuando el *insider* se valió de la información privilegiada para comprar acciones, que se van a revalorizar a partir del momento en que el mercado conozca el hecho relevante positivo, el momento de obtención del beneficio va a depender de su conducta ulterior: • Si el *insider* no vende las acciones, el beneficio se fijará en el momento en el que las acciones han alcanzado su máxima cotización, siempre, como se ha dicho, que tal cotización represente la completa incorporación del hecho relevante al valor de la acción. • Si el autor vende después de que las acciones alcanzaran su máxima cotización imputable a la información privilegiada, el momento de dicha revalorización, y no el de venta, será el que deba tenerse en cuenta para calcular el beneficio...• Cuando el *insider* vende las acciones antes de que se produzca la máxima revalorización atribuible a la información utilizada, el beneficio equivaldrá a la ganancia obtenida, esto es, a la diferencia entre el precio de venta y el de compra.» Vid. LUZÓN CÁNOVAS, A. (2005), s.p.

que la información es divulgada no es imputable a la conducta del *insider*, sino a otros factores?

El sistema consiste en hallar la diferencia de valor entre esos dos momentos, el de máxima revalorización o el de máxima depreciación (imputables al *insider*), y el precio al que el *insider* negoció.¹⁴²⁰ El método es útil para calcular los umbrales previstos por la ley penal para la sanción de las conductas por abuso de mercado, cuando los eventos se dan relativamente rápido, es decir, cuando el *insider* deshace su posición prontamente, y cuando la divulgación y la incorporación de la información suceden también rápidamente, pero no es suficiente, ni tiene en cuenta los perjuicios de otros participantes en el mercado.

Normalmente, el *insider* tratará de sacar provecho de la información raudamente, esto significa que deshará su posición prontamente para evitar ser detectado. Así será relativamente fácil calcular el beneficio que ha devengado y el perjuicio que ha generado a otros, sobre todo a los que negociaron directamente con él.

Empero, también podrá ocurrir que el *insider* no deshaga su posición rápidamente y que la ventana temporal a estudiar sea bastante extensa, precisando gran paciencia y recursos técnicos para identificar el provecho que ha obtenido con su actuación y los perjuicios que ha ocasionado.

Es más, es posible que entre más se demore el *insider* en deshacer su posición pueda llegar a afrontar pérdidas, o incluso que con sus operaciones no obtenga beneficios porque las circunstancias del mercado así no lo permitan.¹⁴²¹ Y aquí podrían presentarse problemas para establecer con claridad un nexo causal entre su actuación, los beneficios¹⁴²² y/o pérdidas obtenidas y los perjuicios que ha ocasionado a otros.¹⁴²³

¹⁴²⁰ «... Y ello por una razón sencilla —que es la que apunta Monroy Antón— de que hasta que no se lleva a cabo la liquidación del rendimiento económico de tal operación no se sabrá si la misma hubo de causar un beneficio o no. En efecto, sinónimo de beneficio habría de serlo ganancia y tal concepto habría de ser el resultado entre la cantidad invertida y los efectos de aquella inversión en el momento de la liquidación y se ha de exigir la liquidación porque, hasta ese momento, el beneficio que pudiera existir no se habría venido a realizar de una forma efectiva, porque la inversión, en cuanto tal, todavía habría de quedar sometida a la fluctuación de la evolución del mercado mismo pudiendo, todavía, cambiar su valor, al alza o a la baja, en función del transcurso del tiempo y en función del resto de hechos, más o menos trascendentes con la inversión, que le pudieran afectar.» Vid. SAP de Madrid, Sección 17ª, del 17 de julio de 2009, Proc. núm.: 25/2008, Ponente: José L. Sánchez Trujillano.

¹⁴²¹ Para establecer el momento de consumación del delito de *insider trading* algunos piensan que debe apreciarse el instante en el cual varía el curso del valor, es decir, en caso de una compra, cuando el precio del valor sube aunque no se materialice plusvalía con una venta posterior. ¿Pero qué pasa si el precio baja? ¿No habría *insider trading*? «Incluso se podría ir más allá, realizando operaciones de cobertura con derivados cuando la acción llegase a un determinado nivel que excluirían el riesgo de una posible bajada del precio y, sin embargo, garantizarían la plusvalía a pesar de que el valor descendiese.» Vid. MONROY ANTÓN, A. J. (2005), “Estudio comparado...”, s.p.

¹⁴²² Vid. SAP de Madrid, Sección 17ª, del 17 de julio de 2009, Proc. núm.: 25/2008, Ponente: José L. Sánchez Trujillano. En esta sentencia se discute el tema de la determinación de los beneficios latentes que no son atendidos debidamente por medio de una simple resta (valor de venta – valor de compra).

¹⁴²³ En Reino Unido la FSA impuso multas a *Mr. McKegg* y *Mr. Taylor* quienes eran accionistas en *Amerisur Resources Plc* (*Amerisur*). Su *broker* les avisó que al día siguiente se iba a anunciar una colocación de acciones con un 30% de descuento de su valor actual, por lo que inmediatamente vendieron sus acciones – antes del anuncio y a mayor precio – para luego reconstituir su posición en la compañía comprando las acciones con el descuento mencionado. También resulta interesante la decisión de la FSA en el caso contra *Mr. Harrison*, un *hedge fund manager* que se valió de su condición

La solución podría estar en calcular sus beneficios, por ejemplo, en caso de compra, según el promedio de cotización de los instrumentos financieros desde la operación inicial hasta cuando la información fue divulgada y se incorpora a los precios.

La divulgación es mirada como el límite más justo, porque es el momento en el cual la información se hace públicamente disponible y los demás, junto con el *insider*, podrán lícitamente aprovecharla. Pero hay que tener cuidado, porque la divulgación y la incorporación no ocurren siempre en el mismo momento, dependerá del tipo de información y la forma en que se divulga.

Esta última alternativa podrá ser considerada injusta por muchos, pero el *insider* fue quien creó esta situación de riesgo de confusión, en la cual la evolución del instrumento financiero podría estar sometida a muchísimos otros factores, sin olvidar la potencialidad de beneficiarse – en cualquier momento – del máximo precio al que el valor pudiera escalar. Otras opciones podrían, incluso, llegar a ser más severas con el *insider* si se tuviera en cuenta la máxima cotización, con independencia de la efectiva ganancia del iniciado; el promedio sería la solución más equilibrada.

Otra opción más extrema podría tener en cuenta como límite el momento en que se está adelantando el procedimiento judicial o administrativo pertinente, promediando la cotización de los instrumentos financieros, desde la operación inicial hasta el presente siempre que el *insider* no hubiera llegado a deshacer su posición en el mercado.

Admitimos que cuando la información ya fue divulgada y está incorporada al mercado, promediar beneficios a partir de allí podría resultar excesivo, ya no habría utilización indebida de información privilegiada, pero sí se estaría aprovechando de una situación en la que se colocó sin que legalmente debiera hacerlo.

Más que el aprovechamiento o la obtención de un beneficio concreto, se debe sancionar una actividad que causa daño a otros y al mercado de valores, por lo tanto, el juez deberá buscar la solución más equilibrada y ajustada a las circunstancias del caso que examine.

Si lo que hizo el *insider* con su operación fue evitar una pérdida (porque el valor iba a cotizar a la baja¹⁴²⁴) negociando un instrumento financiero con otro inversor que –

como tal para beneficiarse de la información que obtuvo para la colocación de unos bonos. Vid. *FSA v. McKegg y Taylor*, y *FSA v. Harrison*.

¹⁴²⁴ «First, in mid-1987, it was disclosed that a bank had sold 337,000 shares of Tateho Chemical Industries Co., a company to which it had made substantial loans, one day before Tateho announced large losses. Following an investigation, the

lógicamente – no conocía la información privilegiada, la cuestión es menos compleja, aunque ya no podríamos ver la evolución del valor para calcular beneficios (ni promediar) como lo hacíamos en el caso de la compra.

Empero, el precio de la venta nos sirve de guía para calcular los perjuicios que inicialmente ocasionó a la parte que no conocía la información privilegiada, más lo que el perjudicado en concreto pueda llegar a demostrar como consecuencia directa de la negociación realizada con el *insider* (v.gr. un dividendo dejado de percibir).

Por supuesto, al calcular los beneficios del *insider* no se está calculando los perjuicios de los inversores, incluso los segundos pueden ser mayores que los primeros y el perjudicado tiene derecho a una reparación integral.

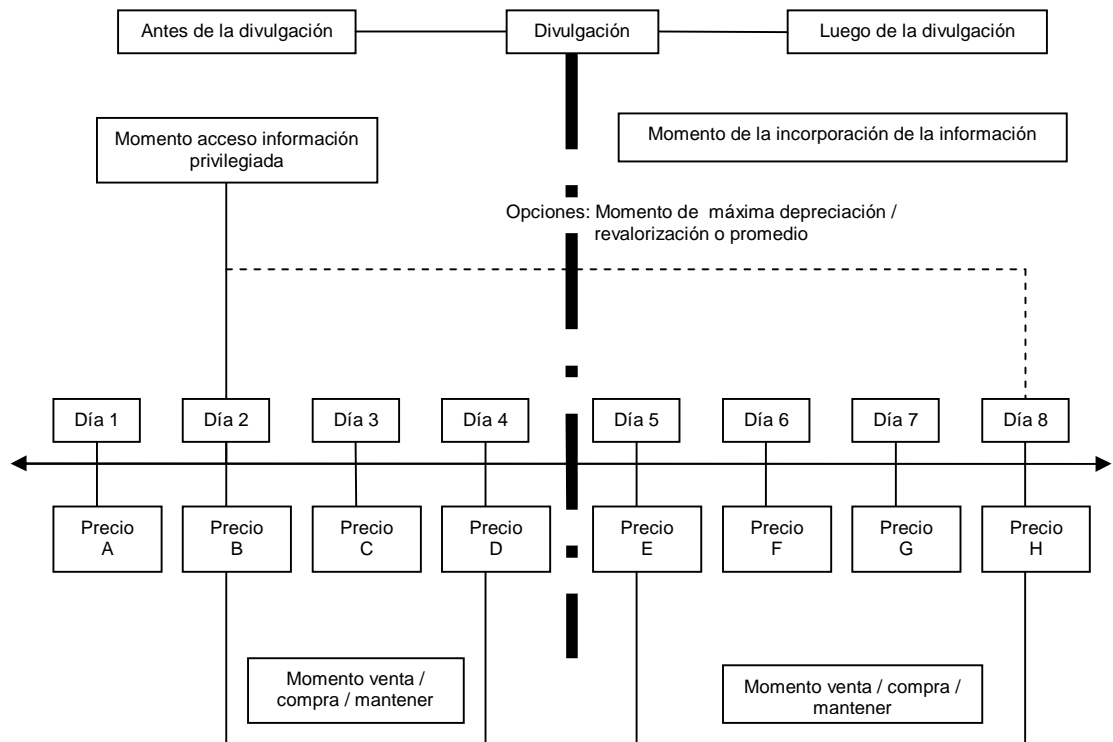
Por lo tanto, el perjudicado debe gozar de libertad para demostrar la cuantía de su perjuicio, siempre que lo haga de manera razonable y sin que esa cuantía tenga que vincularse a la cuantía de los beneficios obtenidos por el *insider*, pero, en caso de que el perjudicado tenga dificultades para probar la cuantía de su perjuicio, esos beneficios del *insider* podrían servir de referente para el cálculo de sus perjuicios, pues, hacen más evidente lo valioso de la información con la que contó el iniciado para operar en el mercado.¹⁴²⁵

Observemos el siguiente esquema para ver con mayor claridad las variables que son tomadas en cuenta a la hora de calcular los beneficios/perjuicios ocasionados con el abuso de información privilegiada.

Osaka Securities Exchange found that the bank had violated no securities laws.» Vid. PITT H. L. / HARDISON, D. B. (1992), p. 217

¹⁴²⁵ «The SEC can bring a civil action against an insider and obtain an injunction preventing future securities trading or disgorgement of the profits gained through insider trading, and a fine not exceeding three times the profit gained or loss avoided as a result of the insider trading.¹⁴⁴ An investor may also bring a private lawsuit for damages against an insider.¹⁴⁵ The maximum amount of civil recovery by an investor is equal to the difference between the price at which the investor sold or purchased the shares and the market price of the stock at a reasonable time after the information was announced to the public, limited by the amount gained by the wrongdoer.¹⁴⁶» «The total amount of damages imposed on traders and tippers should not exceed the profit gained or loss avoided in the transactions that were the subject of the violation. While this would appear to limit liability, the actual dollar amount could be quite large when the total number of affected transactions are taken into account.» Vid. BUDZEN, D. M. / FRANKOWSKA, A. M. (1994), p. 114 y pp. 135-136.

FIGURA NÚM. CINCO



Muchos sistemas jurídicos establecen límites para imponer sanciones pecuniarias hasta dos o tres veces los beneficios o las pérdidas, lo anterior, por supuesto, en acciones administrativas y penales. Esto encaja perfectamente con el carácter sancionador y casi ejemplarizante que acompaña a este tipo de acciones, pero choca con el carácter de compensación y reparación de la responsabilidad civil.

En las acciones por daños se ha buscado, casi siempre, la diferencia entre el precio de venta o compra y el precio de mercado luego de que la información fue hecha pública. En sentido estricto esta sería una solución ajustada al hecho de que el *insider* hizo uso de información no pública para obtener algún provecho cuando la información lo fuera.

Sin embargo, este sistema, que funciona bien cuando el *insider* deshace rápidamente su posición, no es apropiado cuando lo que hace el *insider* es esperar y deshacer su posición más adelante, cuando ha pasado bastante tiempo luego de que la información se ha hecho pública.

Además, tradicionalmente esta solución sólo considera como perjudicados a las contrapartidas de los *insiders* ("*contemporaneous purchasers or sellers*"), otorgando un derecho a accionar por responsabilidad civil (*private right of action*) vinculado a la negociación

como tal; y como ha quedado expuesto, existen intereses concretos adicionales que merecen ser protegidos jurídicamente.

El *insider* ha accedido a una posición negociadora a la que no debía haber tenido acceso y ha contado con la posibilidad de deshacer su posición cuando lo hubiera estimado conveniente. En cambio, su contrapartida no tuvo esas alternativas en condiciones de transparencia e igualdad, y tampoco la tuvieron los demás inversores eventualmente afectados.

Como sabemos, el *insider* incorpora al mercado información real, a diferencia de lo que pasa con la manipulación informativa. Al operar con información privilegiada el iniciado puede adelantar un curso de acontecimientos que eventualmente ocurrirían, pero que al anticiparse pueden conectarse con un montón de factores que hacen difícil la valoración de su actividad y de su impacto.

Dependiendo del volumen de negociación y de su frecuencia, el *insider* puede alterar el precio de la cotización de los valores o instrumentos financieros y esa alteración puede afectar a muchísimos inversores, que pueden advertir esta situación y seguirlo, o ignorarla operando en el mercado según la información pública disponible.

Tanto los que nunca han negociado con dicho valor como quienes usualmente operan con él o con instrumentos financieros similares, perdieron una oportunidad de tomar una decisión determinada o adoptar una posición negociadora en particular con la información que les faltaba y que otros sí pudieron aprovechar.¹⁴²⁶

El iniciado sólo puede utilizar legalmente la información privilegiada cuando ésta se hace pública y pueda concurrir al mercado con otros en condiciones informativas similares, aunque hay que admitir que al tener esa información con mayor antelación, el *insider* habrá podido valorar con mayor detenimiento (en comparación con los demás) su influencia o impacto en la cotización de los instrumentos financieros, y así, en alguna medida, ha sacado ventaja de su posición, pero en la práctica no hay que desconocer que por una razón u otra, siempre existirán inversores más informados que otros.

Sin perjuicio de lo expresado en relación con el método o sistema de valoración de los beneficios/ganancias y perjuicios de los inversores, debemos hacer una aclaración, en

¹⁴²⁶ «The essence of the prohibition is that the insider has made use of the inside information. There is no requirement that the transaction has actually amounted to a gain or to the avoidance of a loss since this may depend on fortuitous circumstances.⁹⁴ The decisive moment is when the insider gives the order with full knowledge of the facts. Hence it is obvious that the grounding is one of 'fairness' between traders and not actual monetary damage. » Vid. WATSON, B. J. (1995), p. 140.

realidad no pretendemos brindar una solución definitiva, no hay consenso ni en la doctrina económica, ni en la jurídica. Precisamos de la colaboración de expertos en un tema en construcción y que por sí mismo ameritaría un estudio separado.

Empero, los perjuicios existen, los perjudicados tienen derecho a su indemnización, y tanto el Derecho como la Economía deben brindar soluciones razonables para la cuantificación de los mismos, a partir del reconocimiento legal de que hay responsabilidad civil por abuso de mercado.

Igualmente, debemos distinguir entre los perjuicios que surgen directamente de la negociación en el mercado por las operaciones de signo contrario a las del *insider*, y los demás que pueden razonablemente derivarse de esa negociación (por ejemplo, pérdida de dividendos, o de intereses) y que no están atados a los cambios en la cotización en sí mismos considerados. Si bien, lógicamente, tenemos que admitir que comúnmente se juzgará con mayor severidad la situación del *insider* cuando los perjudicados son sus contrapartidas.

Antes de finalizar esta sección, nos referiremos a dos asuntos de interés que provienen del ámbito estadounidense. Asuntos que en contraste con la actual normativa de la UE, enseñan como ésta podría convertirse en un referente global para la regulación internacional del abuso de mercado, pues, a diferencia de todos los “aderezos” jurídicos y económicos que presentan las opciones, teorías y posturas doctrinales, legales y judiciales estadounidenses en dicha materia, la UE ha hecho un esfuerzo meritorio para que las soluciones jurídicas sean menos complejas y más generales.

El primer tema tiene que ver con una decisión proveniente de los EE.UU. (asunto *Shapiro v. Merrill Lynch*, 353 F.Supp. 264, 1972), donde se amplió el alcance de la responsabilidad civil en los casos contemplados por la sección 10(b) del SEA y la *Rule 10b-5*. Aunque la decisión es de diciembre de 1972, y muchas cortes han tomado distancia respecto de ella para limitar las acciones civiles por *insider trading* y manipulación del mercado, resulta muy ajustada a las reflexiones que se han vertido con anterioridad.¹⁴²⁷

En esta oportunidad, la justicia estadounidense sostuvo lo siguiente: Primero, los iniciados (incluso los *tippees*¹⁴²⁸)¹⁴²⁹ tenían un deber general de divulgar o abstenerse, frente

¹⁴²⁷ «The significance of the Shapiro decision lies in the court's pulling together the common threads running through Texas Gulf Sulphur, Affiliated Ute, and other Second Circuit decisions⁵² in an attempt to insure that the investing public will be able to effectively protect itself from the machinations of corporate insiders.⁵³» Vid. MCCARTHY, C. M. (1975), p. 413.

¹⁴²⁸ «Noncontemporaneous traders do not, according to Celebrezze, “require the special protection of the 'disclose or abstain' rule because they do not suffer the disadvantage of trading with someone who has superior access to information. 157 When tipping of inside information is at issue, however, the situation is changed because the insider has perpetuated the informational imbalance and created a situation that only full public disclosure will remedy. Since Shapiro was such a case, Judge Celebrezze conceded that the court in that case may have properly defined the class of potential plaintiffs.¹⁵⁸» Vid. BEAULIEU GRENIER, J (1981), p. 820

a todas las personas que negociaron en el mercado con los valores a los que la información privilegiada se refería. Ese deber de divulgar o abstenerse sería aplicable, en adelante, a todos los mercados donde la negociación fuera anónima o impersonal.

Segundo, el *insider* debe hacerse responsable por las pérdidas sufridas por aquellos que negociaron – en sentido contrario al iniciado – con el instrumento financiero en cuestión, sin conocimiento de la información privilegiada, y hasta el momento de su divulgación efectiva.¹⁴³⁰

Los hechos del caso eran básicamente los siguientes: *Douglas Aircraft Company*, en adelante, “*Douglas*”, era una sociedad que cotizaba en la Bolsa de Nueva York y que hoy hace parte de la *Boeing Company*. En 1966, *Douglas* contrató a *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.* como *underwriters* en la emisión de cierto número de obligaciones convertibles. En ese mismo año, en su declaración fiscal, la compañía expresó que obtuvo ganancias menores a las que realmente había obtenido con su actividad durante el primer semestre de 1966.

Debido a su posición como *underwriters*, *Merrill Lynch* y los demás se dieron cuenta de lo que había pasado con dicha declaración fiscal, en conjunción con el propósito de la empresa de reducir considerablemente su estimación de ganancias para el año 1966, casi a cero, y de reducir sus proyecciones de ganancias para el año 1967.

Pese a su obligación de confidencialidad, los *underwriters* comunicaron dicha información a algunos de sus clientes, quienes procedieron prontamente a vender sus acciones en *Douglas*. Luego de que *Shapiro* y los demás demandantes compraran un buen número de dichas acciones, la compañía emitió un reporte revisando a la baja la proyección de ganancias, con lo que el valor de las acciones de *Douglas* descendió de 85 centavos a 12.

En suma, lo más trascendente del asunto *Shapiro* es el reconocimiento expreso de ese deber general de los *insiders* (de divulgar o abstenerse) frente a todos los inversores en el mercado y, no solamente frente a los que hubieren negociado directamente con ellos. La vulneración de ese deber se convertiría, entonces, en una fuente de responsabilidad civil.

El segundo asunto tiene que ver con el abuso de información privilegiada cometido por los miembros de congresos o parlamentos. Problemática que pone de relieve que el

¹⁴²⁹ «The tippees argued that, since they were not in a position to make effective public disclosure of information about a company with which they were not associated, a distinction should be drawn between them and the tipplers. 37 The court rejected this contention, stating that the duty imposed is not a naked duty of disclosure, but a duty to abstain from trading unless disclosure is made.» Vid. BRUNELLE, R. (1975), p. 508.

¹⁴³⁰ Vid BRUNELLE, R. (1975), p. 505.

tratamiento jurídico del *insider trading* no puede partir de la violación de deberes contractuales o deberes fiduciarios, cuestiones éstas que, como vimos, supera de lejos y que se convierten en el motivo por el cual se vincula actualmente el *insider trading* a la idea de vulneración de la integridad del mercado y no de los deberes antedichos.

Existe una convicción generalizada de que los “*corporate insiders*” son los que más incurrir en comportamientos de abuso de información privilegiada, pero esto no es del todo cierto. Existen algunos estudios¹⁴³¹ en los que se ha comprobado que los congresistas, y los miembros del gobierno en general, suelen incurrir en *insider trading* en mayor proporción que los iniciados corporativos, pero poco interés existe en las agencias o entes que se encargan de la investigación y persecución de estas actuaciones, cuando se trata del legislador, aquel que podría quitarles o reducir sus competencias y/o sus recursos al mínimo.

En los Estados Unidos se ha dado una discusión muy interesante sobre el *insider trading* efectuado por los congresistas, pues, además de las presiones a las que estas agencias suelen estar sometidas cuando se trata de una rama del poder público tan poderosa, hay que sumar que jurídicamente existe un caos con la aplicación de la teoría del *insider trading* y su alcance efectivo respecto del abuso de mercado cometido por estos altos funcionarios¹⁴³².

De un lado, las teorías del *insider trading* habitualmente aplicadas por la jurisprudencia no tienen un rendimiento satisfactorio para hacer frente al abuso de información privilegiada por parte de los congresistas.

Por ejemplo, en la teoría clásica, la fuente de la responsabilidad es la relación de confianza y lealtad entre los accionistas de la compañía y los *insiders* quienes, en razón de su posición, vínculo contractual o relación profesional respecto de la misma, han obtenido información confidencial y, consiguientemente, han contraído deberes de abstención y no divulgación de dicha información.

¹⁴³¹ «A five-year study conducted from 1993 to 1998 shows that senators in that time period beat the market by an average of 12.3%.¹ This number is quite staggering when considering the fact that corporate insiders during that same time period were only able to outperform the market by 7.5%.² This means that senators were outperforming the who's who of the market by nearly 5%.³ Furthermore, the study shows that senators not only knew the stocks to pick, but knew exactly when to buy and when to sell.» Vid. WARR, A. (2012), p. 2

¹⁴³² «The present state of the law thus leaves unresolved which of the following three viable alternatives is correct: *As per Rule 10b5-2, a fiduciary duty is not required; rather, a mere agreement to keep information confidential suffices. * As per Cuban, a fiduciary duty is not required; rather, an agreement is sufficient provided it explicitly bans the undisclosed use of the information in question. *In light of the emphasis in Chiarella and Dirks that liability is premised on a duty arising out of a fiduciary relationship, the SEC lacked authority to adopt Rule 10b5-2 and a fiduciary duty is required. As it turns out, however, we need not resolve which of these approaches is correct. 92 Executive Branch and congressional employees can be held liable under the misappropriation theory under all three alternatives, while members of Congress cannot be held liable under any of them.» vid BAINBRIDGE, S. M. (2010-2011), p. 294.

Como recordaremos, según el caso *Dirks*, los *outside tippees* devienen responsables por *insider trading* si se dan varias condiciones: 1) Que el *tipper* haya violado un deber fiduciario al revelar la información. 2) Que el *tippee* sepa o deba haber sabido que el *tipper* estaba infringiendo dicho deber. 3) Que el *tipper* reciba algún tipo de beneficio.¹⁴³³

La cuestión problemática estriba en que los *corporate insiders (tippers)* están muchas veces obligados por ley a compartir información confidencial con los congresistas (*tippees*) y por ello no habría lugar a una infracción de sus deberes fiduciarios. Además, a veces se comparte voluntariamente información con los congresistas para conseguir beneficios para las compañías, es decir, velando por el máximo interés de los socios.

Como si fuera poco, en *O'Hagan (the misappropriation theory)* se exige que quien negocia tenga un deber respecto de la fuente de la información¹⁴³⁴ y es discutible, en el caso de los congresistas, la configuración de tal deber. Así las cosas, primeramente, habría que establecer cuál es la fuente de la información de la que hacen uso los congresistas, para verificar luego si éstos tienen algún deber con dicha fuente.¹⁴³⁵

Del otro, la única normatividad a la que era posible recurrir era el estatuto ético de los congresistas, según el cual éstos solo estaban limitados para negociar si se trataba de una acción legislativa pendiente o futura, relacionada con el emisor de los instrumentos financieros que fueran objeto de negociación.

Por ello, varias cuestiones quedaban en el aire. Lo primero es qué debía entenderse por “acción legislativa”. Lo segundo es si podrían incluirse a los miembros del “*staff*” (no congresistas ni empleados del Congreso). Y, por último, cómo evitar que el estatuto ético

¹⁴³³ «For the foregoing reasons, the Court, in charging the jury in this case, concluded that the answers to the questions posed at the charging conference were as follows: (1) The scope of an employee's duty to keep material non-public information confidential is defined by federal common law, which imposes a uniform duty on all insiders to maintain the confidentiality of material nonpublic information entrusted to them as part of a relationship of trust and confidence and not to exploit it for personal benefit. (2) To be held criminally liable, a tippee like Mr. Whitman must have a general understanding that the inside information was obtained from an insider who breached a duty of confidentiality in exchange for some personal benefit, although the tippee need not know the details of the breach or the specific benefit the insider received or anticipated receiving. (3) To be held criminally liable in a *Dirks*-like case, a tippee like Mr. Whitman must have a specific intent to defraud the company to which the information relates (and, indirectly, its shareholders) of the confidentiality of that information.» Vid. *United States v. Whitman*. Esta decisión de 2012 es muy interesante porque entran en conflicto el concepto de *insider* a nivel federal y a nivel estatal. En este caso, el juez tiene un concepto más amplio de quién es *insider*, sin importar su rol y con independencia de que sea un empleado de alto o bajo rango.

¹⁴³⁴ Las fuentes de la información pueden ser tanto gubernamentales (procedentes de agencias, comisiones, organismos estatales, etc.) como no oficiales (*corporate insiders* y ciudadanos).

¹⁴³⁵ WARR cree que ese deber se tiene en frente del pueblo estadounidense porque éste último, al final, es la fuente de toda la información con la cual los congresistas expiden leyes. «In addition to corporate insiders, there is another source of Congressional information—the American people. The American people are the ones that bring issues and ideas to Congress. They write letters and let Congressional officers know about the issues that face the United States. Thus, Congress is not the originator of Congressional information, but merely a facilitating body that takes outside information and molds it into useable laws and policy for the benefit of the electing public.» Vid. WARR, A. (2012), p. 12. NAGY también cree en la existencia de ese deber – Vid. NAGY, D. M. (2011) –. En contra, BAINBRIDGE, quien piensa que ese deber con el electorado (deber de actuar para proteger y promover sus intereses) no es suficiente para crear un deber fiduciario frente a quien se negocia o frente a la fuente de la información. Vid. BAINBRIDGE, S. M. (2010-2011), pp. 295-296.

podiera burlarse, negociando con instrumentos financieros derivados, o con instrumentos financieros de una compañía cuando la información recibida provenía de otro emisor.

Ante tal estado de cosas, en el año 2012 se expidió «*The Stock Act*» (*Stop Trading on Congressional Knowledge Act*)¹⁴³⁶ que en su sección cuarta configuró un deber general por parte de los miembros y empleados del Congreso (emanado de una relación de lealtad y confianza hacia el Congreso, el gobierno de los EE. UU., y los ciudadanos) respecto a toda la información privilegiada obtenida por razón de su posición o cargo, o del cumplimiento de sus responsabilidades oficiales.

Parecería razonable deducir que ese deber general, tan amplio, abarcaría también a las compañías y/o emisores de valores o instrumentos financieros y, por supuesto, al sistema financiero estadounidense. Empero, subsiste un gran grado de incertidumbre jurídica, pues, las reglas del *insider trading* existentes no resultan, para todos, tan claramente aptas a la hora de enfrentar los casos específicos de *congressional insider trading*. Así, ese deber general podría no ser considerado como un verdadero deber fiduciario frente a la fuente de la información.

Lo más desalentador es que ya en el 2013 las disposiciones del *Stock Act*, concernientes a la divulgación *on-line* de los negocios financieros realizados por los congresistas, fueron eliminadas bajo el pretexto de la seguridad nacional, cuando su fin primigenio de prevención del *insider trading* era construir una base de datos pública a la que pudiera acceder cualquier ciudadano estadounidense.

En contraste con lo anterior, la regulación del abuso de mercado en la UE permite perseguir a los congresistas o a cualquiera que haya incurrido en las conductas objeto de prohibición. Consiguientemente, se puede afirmar que es la UE, y no los EE.UU., la llamada a ocupar un rol relevante en la regulación internacional del abuso de mercado, ya que es la que ha logrado, a través de la colaboración y el consenso entre los Estados miembros, el mayor grado de adaptación a la realidad del abuso de mercado, sin acudir a teorías o conceptos tan inextricables como los que agobian la producción legislativa y la práctica judicial de los EE. UU.

2. LA MANIPULACIÓN DEL MERCADO

2.1. El hecho generador del daño.

¹⁴³⁶ Existe una página donde puede consultarse la evolución de los casos de *insider trading* relacionados con congresistas y las iniciativas dedicadas a combatir este tipo de abuso de mercado hasta el *Stock Act*. <http://insidertrading.procon.org/view.resource.php?resourceID=002391#2005>.

Como se advirtió en la primera parte de este escrito, la manipulación del mercado de valores no recibió una regulación sistemática a nivel comunitario antes de la expedición de la DAM. No era fácil poner de acuerdo a los Estados miembros sobre el concepto mismo de manipulación y sobre las conductas que debían ser englobadas dentro de la prohibición de manipular el mercado de valores.

Hoy por hoy la cuestión no es menos compleja, incluso la propuesta RAM y el RAM dedican más atención en sus considerandos y disposiciones al abuso de información privilegiada que a la misma manipulación.

De esta suerte, antes de reflexionar sobre las características principales de la conducta dañosa en la manipulación del mercado, recordaremos algunos conceptos básicos sobre la regulación comunitaria vigente (la DAM) y la futura (el RAM). Y después, tomando como punto de partida la reglamentación mencionada, nos ocuparemos del examen particular de la manipulación del mercado conforme a la responsabilidad civil.

La DAM proporciona una especie de guía sobre las conductas en las que existe un consenso generalizado sobre la existencia de manipulación¹⁴³⁷. A esa lista-guía, la DAM le da la categoría de “definición básica”¹⁴³⁸.

En esa definición básica se describen las siguientes conductas: primero, las transacciones u órdenes de realizar operaciones que proporcionen – o puedan hacerlo – indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los instrumentos financieros; o que aseguren el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial.

Segundo, las transacciones u órdenes de realizar operaciones en las que se empleen mecanismos o dispositivos ficticios, o cualquier otra forma de engaño o maquinación. Y, finalmente, la difusión de información mediante cualquier medio de comunicación que proporcione – o pueda hacerlo, y a sabiendas – indicios falsos o engañosos sobre los instrumentos financieros.

¹⁴³⁷ La manipulación suele ocurrir cuando el mercado es ineficiente, ilíquido y pequeño; y cuando la regulación financiera es laxa, en concreto, respecto de las exigencias de divulgación de información. Durante el período de manipulación, la liquidez, los rendimientos y la volatilidad de los instrumentos financieros que son el blanco del abuso, son ostensiblemente más altos. La mayoría de las manipulaciones que se observan en los mercados son las destinadas a subir el precio de la cotización y no a bajarlo; y la mayoría de los manipuladores son iniciados corporativos, intermediarios, *underwriters*, grandes accionistas y creadores de mercado. Vid. AGGARWAL, R. K. / WU, G. (2006), p. 1917

¹⁴³⁸ Art. 1.2) de la DAM: «...En particular, los ejemplos que figuran a continuación se derivan de la definición básica recogida en las letras a), b) y c) anteriores:...». En realidad no es una definición jurídico-económica muy técnica, no se realza lo que tienen en común esos distintos comportamientos, simplemente se enuncian. No se analiza ni se extrae la verdadera esencia de lo que los identifica y los diferencia de otras actuaciones. Según el diccionario de la RAE una definición es la «2. f. Proposición que expone con claridad y exactitud los caracteres genéricos y diferenciales de algo material o inmaterial.».

La definición no es muy general, quizás por el temor de no poder ofrecer una noción lo suficientemente eficiente para comprender los comportamientos que la técnica y el tiempo vayan develando como similares a los ya identificados como manipuladores. A cambio, la DAM ofrece una guía “básica” y luego una lista de ejemplos¹⁴³⁹ sobre estrategias de inversión u operaciones en las que sobresale, no un interés legítimo de inversión sino de vulneración de la transparencia e integridad del mercado.

La propuesta RAM y el RAM parten del mismo esquema que la DAM para indicar qué debe entenderse como manipulación, pero el esquema se vuelve más complejo.

Lo primero que hay que indicar es que el RAM prohíbe a cualquier persona manipular o intentar manipular el mercado, calificando o “incluyendo” dentro de las actividades de manipulación a cuatro conductas básicas, para luego “considerar” como manipulación a determinadas actuaciones (cinco literales), suministrando una lista de indicadores – a través de un anexo – para identificar la presencia de una actividad manipuladora.

Esta estrategia de delimitación bien puede responder a una necesidad de estrechar el concepto de manipulación según las conductas que son más conocidas y entender como prohibidas aquellas que surjan y sean similares, o que tengan los mismos efectos. Es como un intento de cerrar filas ante eventuales vacíos, pues no se quiso tomar el riesgo de definir la manipulación mediante palabras que describieran sus características esenciales, prefiriendo los ejemplos, quizás para evitar errores y discrepancias interpretativas entre autoridades competentes frente a un fenómeno señaladamente técnico.

La propuesta RAM y el RAM incluyen en la categoría de manipulación una serie de actuaciones que podríamos denominar “manipulaciones operativas” porque precisan de operaciones, transacciones o el desarrollo de estrategias de negociación.

Estas manipulaciones se caracterizan por la ejecución de una transacción, la formulación de una orden de negociación o cualquier otra conducta que tenga o pueda tener los siguientes efectos: proporcionar señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda, el precio de los instrumentos financieros o contratos al contado de materias primas

¹⁴³⁹ «En particular, los ejemplos que figuran a continuación se derivan de la definición básica recogida en las letras a), b) y c) anteriores: — actuación de una persona o de varias concertadamente para asegurarse una posición dominante sobre la oferta o demanda de un instrumento financiero con el resultado de fijación, de forma directa o indirecta, de precios de compra o de venta o de otras condiciones de transacción no equitativas, — venta o compra de instrumentos financieros en el momento de cierre del mercado con el efecto de inducir a error a los inversores que actúan basándose en las cotizaciones de cierre, — aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios de comunicación tradicionales o electrónicos exponiendo una opinión sobre un instrumento financiero (o, de modo indirecto, sobre su emisor) después de haber tomado posiciones sobre ese instrumento financiero y haberse beneficiado, por lo tanto, de las repercusiones de la opinión expresada sobre el precio de dicho instrumento, sin haber comunicado simultáneamente ese conflicto de intereses a la opinión pública de manera adecuada y efectiva. Las definiciones relativas a la manipulación del mercado se adaptarán de forma que se garantice que se pueden incluir nuevos modos de comportamiento que correspondan en la práctica a los tipificados como manipulación del mercado;...» Vid. Art. 1.2) de la DAM.

relacionados o – habría que agregar – el cálculo de los índices de referencia; o afectar mediante mecanismos ficticios (o cualquier otra forma de engaño o artificio), o fijar a un nivel anormal o artificial, el precio de los instrumentos financieros, de los contratos e índices mencionados.

Seguidamente, el RAM describe lo que se conoce como “manipulaciones informativas” en las que, a sabiendas, a) se difunda información a través de los medios de comunicación (o de cualquier otro modo) para proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda, el precio de los instrumentos financieros o contratos al contado de materias primas relacionados, o fijar a un nivel anormal o artificial el precio de dichos instrumentos y contratos; b) se transmita o suministre información falsa o engañosa para manipular el cálculo de un índice de referencia.

Causa extrañeza que el Art. 12 del RAM no diga expresamente, como sí lo dicen los considerados 47 y 48 (y hasta el anexo de indicadores¹⁴⁴⁰), que la manipulación del mercado puede darse mediante la difusión de información falsa o engañosa. Sólo se dice que la información cause señales falsas o engañosas, o que la información sea falsa en relación con los índices de referencia.

No obstante lo dicho, la difusión de una información falsa o engañosa crea señales falsas o engañosas, ese es su resultado, distorsiona el mercado. El sentido común, una interpretación sistemática del RAM, más la idea de que el listado es solamente ejemplificativo, permiten concluir que, sin duda, la manipulación del mercado puede darse mediante la difusión de información falsa o engañosa.

Aunque la propuesta RAM y el RAM podrían ser más ordenadas y menos repetitivos, las anteriores actuaciones constituyen la columna vertebral del concepto de manipulación en el ámbito comunitario. Pero la propuesta RAM y el RAM no se quedan ahí, y al igual que la DAM traen una lista de ejemplos de comportamientos que, entre otros, son manipulación del mercado.

En esa lista figuran las siguientes actuaciones: a) asegurarse una posición dominante sobre la oferta o la demanda de un instrumento financiero o de un contrato al contado de materia primas relacionado para fijar condiciones de negociación no equitativas; b) comprar o vender instrumentos financieros en la apertura o el cierre del mercado para engañar a otros inversores que actúan según las cotizaciones de apertura o de cierre; c) formular, cancelar o modificar órdenes en un centro de negociación, mediante cualquier método de negociación

¹⁴⁴⁰ Cuando trata las manipulaciones operativas seguidas o antecedidas de la difusión de información falsa.

disponible y particularmente a través de estrategias de negociación algorítmica y de alta frecuencia¹⁴⁴¹, orientadas a lograr alguno de los efectos contemplados en las manipulaciones operativas¹⁴⁴².

Y, por último, d) utilizar los medios de comunicación para opinar sobre un instrumento financiero, un contrato al contado de materias primas relacionado, o un emisor – luego de haber tomado una posición en el mercado y sin haber revelado el evidente conflicto de intereses – para aprovecharse del efecto que tenga dicha opinión sobre el precio de aquéllos; e) comprar o vender en el mercado secundario derechos de emisión o derivados relacionados con ellos – antes de la subasta prevista en el Reglamento (UE) nº 1031/2010 –, para fijar el precio de adjudicación de los productos subastados en un nivel anormal o artificial, o para engañar a los ofertantes.

Esta lista es mucho más densa que la proporcionada por la DAM y en ella se mezclan algunos comportamientos que la propuesta DAM (sección B de su anexo) consideraba como métodos para manipular el mercado (v.gr. las estrategias de negociación al cierre y apertura de las sesiones, las “*washing sales*”, etc.) y que ahora hacen parte del anexo de indicadores del RAM.

Como se recordará, la sección B del anexo de la propuesta DAM contemplaba como métodos de manipulación del mercado a las siguientes operaciones: Primero, las que crean una falsa impresión de actividad (“*improper matched orders*”, “*washing sales*”, “*painting the tape*”, “*pumping and dumping*”, “*advancing the bid*”, entre otras).¹⁴⁴³ Segundo, las que producen acaparamiento (“*cornering*” y “abusives squeezes”)¹⁴⁴⁴. Tercero, actuaciones de negociación específicas en el tiempo (“*closing the market*”¹⁴⁴⁵ o marcaje al cierre¹⁴⁴⁶); y,

¹⁴⁴¹ Vid. BHUPATHI, T. (2010).

¹⁴⁴² La propuesta RAM señaló expresamente los siguientes métodos de negociación: «...– perturbar o retrasar el funcionamiento del sistema de negociación utilizado en el centro de negociación, o hacer que ello tenga más probabilidades de ocurrir; – dificultar a otras personas la identificación de los órdenes auténticas formuladas en el sistema de negociación del centro de negociación, o hacer que ello tenga más probabilidades de ocurrir, en particular emitiendo órdenes que den lugar a la sobrecarga o a la desestabilización de la cartera de órdenes; o – crear, o poder crear, un indicio falso o engañoso sobre la oferta y demanda o sobre el precio de un instrumento financiero, en particular, emitiendo órdenes para iniciar o exacerbar una tendencia;...». Vid. Art. 8.3.c) de la propuesta RAM.

¹⁴⁴³ «...- Operaciones en las que no hay un cambio auténtico en la propiedad real de los instrumentos financieros (“ventas ficticias”); - Operaciones en las que tanto las órdenes de compra como de venta se registran al mismo tiempo, con el mismo precio y cantidad, por partes distintas pero en connivencia (órdenes ilícitas previamente pactadas); - Inicio de una serie de operaciones que se comunican en un medio abierto al público para dar la impresión de actividad o de movimiento de precios en un instrumento financiero (“*painting the tape*”); - Inicio de una actividad diseñada por una persona, o personas que actúan en colaboración, para elevar el precio de un instrumento financiero a un nivel artificialmente alto (inflar los instrumentos financieros en el mercado) para posteriormente vender sus propios instrumentos financieros de forma masiva en el mercado (“reactivación y dumping”); – Aumento de la oferta para que un instrumento financiero aumente su precio (creando una impresión de fuerza o la ilusión de que la subida ha sido causada por la actividad de las existencias) “Reactivación de la oferta”...»

¹⁴⁴⁴ «...- Asegurar un control tal de la oferta o de la demanda tanto del activo derivado como subyacente, que la persona que realiza la manipulación tiene una posición dominante que puede aprovecharse para manipular el precio del activo derivado o del activo subyacente (“acaparamiento”); - Actuación similar al “acaparamiento”, aprovechando la escasez de un activo mediante el control de la demanda, y aprovechando la congestión del mercado durante dichos periodos de escasez, de tal manera que se creen precios artificiales. Tenencia de una gran influencia en el suministro o la entrega, con derecho a exigir la entrega y utilizarlo para dictar precios arbitrarios y anormales (“restricciones abusivas”)...»

¹⁴⁴⁵ Vid. CONSTABLE, P. (2011), pp 69-71.

cuarto, actuaciones relacionadas con la información (“*scalping*”, “*front running*”¹⁴⁴⁷, rumores falsos, etc.).¹⁴⁴⁸

La propuesta RAM y el RAM contienen un anexo no exhaustivo con indicadores de dos tipos: los que están relacionados con las señales falsas o engañosas y con la fijación de los precios (proporción significativa del volumen diario de transacciones, cambio importante de los precios, revocaciones de posición en períodos cortos, concentración de operaciones en períodos cortos, etc.), y los que atienden al uso de mecanismos ficticios o cualquier otra forma de engaño o artificio (divulgación de información falsa o engañosa y recomendaciones de inversión erróneas o sesgadas).

A nivel técnico, estos indicadores son útiles para detectar las conductas manipuladoras con apoyo en inferencias (especialmente, la intención de manipular allí donde sea exigida, que es bastante problemática de discernir, por ejemplo, en las manipulaciones a través de ventas y compras) y, a nivel jurídico, podrían servir – además de lo anterior – para construir verdaderos indicios, o hasta presunciones, que optimicen la labor probatoria al momento de atribuir responsabilidades jurídicas.

Según la propuesta RAM y el RAM, estos indicadores no serán por sí mismos constitutivos de manipulación del mercado si los operadores del mercado y las autoridades competentes han tenido la oportunidad de examinar las actuaciones correspondientes y, por supuesto, añadiríamos, siempre que evidencien su conformidad con las razones que motivan dichas operaciones o comportamientos.

Esta salvedad es comprensible en tanto en el mercado de valores está justificado efectuar ciertas transacciones o actuaciones, que aparentemente podrían no tener un interés legítimo a nivel económico o negocial, pero que luego de un análisis más detenido pueden ser permitidas porque no carecen de él y porque son necesarias para la marcha normal de las operaciones con instrumentos financieros.

Es más, no sólo razones económicas, también razones de política pública, de bienestar ciudadano (mucho menos utilizadas), entre muchas otras, pueden conducir a la

¹⁴⁴⁶ «...- Compra o venta de instrumentos financieros al cierre del mercado, con el fin de alterar la cotización del instrumento financiero a la hora del cierre, llevando por tanto a engaño a quienes actúan sobre la base de las cotizaciones al cierre (“marcaje al cierre”); - Realización de operaciones con el fin específico de interferir en el precio al contado o de liquidación de los contratos derivados; - Realización de operaciones con el fin de influir en el precio al contado concreto de un instrumento financiero, que se había acordado como determinante del valor de una operación...»

¹⁴⁴⁷ MONROY considera que esta actividad no es *insider trading*. Vid. MONROY ANTÓN, A. (2005), “El bien jurídico...”, p. 65.

¹⁴⁴⁸ «...- Compra de un instrumento financiero por cuenta propia, antes de recomendarlo a otros, vendiéndolo posteriormente con beneficio por la subida del precio de mercado tras la recomendación (“especulación”); - Divulgación de rumores falsos para inducir la compra o la venta por otras personas; - Hacer declaraciones falsas de hechos importantes; - No revelación de hechos o de intereses importantes...»

modificación de los mecanismos de formación de los precios y legitimar una actuación u operación que, en principio, podría ser apreciada como manipuladora.

La redacción del legislador comunitario que agrega una condición para no atribuirles a dichas actuaciones el carácter de manipuladoras «...cuando las transacciones u órdenes de negociar sean examinadas por los operadores del mercado y por las autoridades competentes:..», deja en el aire algunas cuestiones. ¿Qué significa que las autoridades competentes examinen las operaciones? ¿Se precisa de un procedimiento administrativo o uno judicial? ¿Se precisará de una petición para que la autoridad examine, o bastará la actividad de supervisión que las autoridades ejercen sobre los mercados?

Si la manipulación ha ocurrido a lo largo del tiempo, ¿qué pasará si algunas operaciones son examinadas y otras no? ¿Qué incidencia tiene que la autoridad no se percate de que todas las operaciones integran realmente una estrategia manipuladora durante cierto período?

Esa posibilidad de examen no se refiere al deber genérico de las autoridades de luchar contra el abuso de mercado, tiene que ser más concreta, predicarse de una actuación determinada donde se haya podido estudiar a fondo – y técnicamente – la evolución de una conducta abusiva durante un tiempo específico.

Por ende, y a propósito del derecho de daños, estos indicadores (que describen conductas cuyos efectos, medios o formas de ejecución sirven de indicios de manipulación del mercado) podrían ser empleados como verdaderas presunciones jurídicas, que admitirían prueba en contrario, ya sea porque el supuesto infractor logre desvirtuar la existencia de los elementos objetivos que dan origen a las presunciones, demostrar que la actuación es legítima, o porque la autoridad correspondiente descarte la infracción al régimen del abuso de mercado.

En conjunción con la identificación de las conductas manipuladoras¹⁴⁴⁹, ya sea a través de una delimitación de las conductas básicas, o del suministro de algunos ejemplos e

¹⁴⁴⁹ Existen otras prácticas manipuladoras como las “*window dressing*” y las *contract-based manipulations* respecto de las cuales no profundizaremos, pero a las que haremos eco a través de la presente nota de pie de página. «**Window dressing**’ is a ‘strategy’ typically undertaken by parties such as fund managers and investment managers for the purposes of maximising the reported value or rate of return of their fund or portfolio at a particular point in time, for example, the end of a financial year or quarter.136 The performance of the fund or portfolio will, in turn, determine the performance or management fee to which the fund or investment manager may be entitled.137 The higher the stock price the higher the value of the fund or portfolio, which is likely to result in a higher performance or management fee for the fund/investment manager.138...**Contract based manipulation** involves influencing the value of financial contracts or commercial deals whose outcome or ultimate profitability are dependent on the reported market price of a security or securities.147 According to Fischel and Ross, contract based manipulation is a scheme in which a trader’s profit is referable to their ability to trigger a contractual right or benefit through their trading activities rather than from their trading activities alone.148 In other words, the profit acquired from this type of scheme is not merely a product of the trading as such, but rather from the conclusion of an ‘agreement or advantageous settlement of contracts influenced by the manipulated price’.149» (negrilla añadida). Vid. CONSTABLE, P. (2011), pp. 71-75; y FISCHER, D. / ROSS, D. (1991), p. 523.

indicadores de la actividad manipuladora en los mercados, la propuesta RAM¹⁴⁵⁰ y el RAM sintetizan los requerimientos elementales de la regulación comunitaria sobre las prácticas de mercado aceptadas (AMP) para excluir algunas actividades de la prohibición de manipulación, siempre y cuando cumplan ciertos criterios y una vez las autoridades competentes las acrediten como AMP¹⁴⁵¹.

Con sujeción a lo anterior, la propuesta RAM (Art. 8 bis) y el RAM (Art. 13) establecen que los criterios que debe reunir un modo determinado de obrar en el mercado para ser calificado como AMP son – entre otros – los siguientes: que logre un nivel alto de transparencia en el mercado, sin poner en riesgo su integridad y la de otros mercados vinculados o relacionados; que mejore la liquidez y la eficiencia del mercado, sin afectar la interacción normal de las fuerzas que en él intervienen, especialmente de la oferta y la demanda; y que no infrinja aquellas normas, reglamentos o códigos de conducta destinados a combatir el abuso de mercado, etc.

Respecto de las manipulaciones informativas, a diferencia de la DAM, la propuesta RAM (Art. 15 y 15 bis) y el RAM – Art. 3.1.34) y Art. 3.1.35) – apuestan por una definición explícita de lo que es una recomendación de inversión, y aclaran que las libertades de prensa y de expresión que se materializan en la divulgación de información o recomendaciones de inversión, no gozarán de una protección absoluta si los involucrados (y quienes tengan vínculos con éstos) obtienen una ventaja o beneficio con la divulgación o difusión de la información, o si existe la intención de “causar engaño al mercado en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los instrumentos financieros”.

¹⁴⁵⁰ Vid. el considerando 19 bis, el Art. 5.4bis) y el Art. 8bis de la propuesta RAM. Este último dice lo siguiente: «...Las autoridades competentes podrán determinar que una práctica de mercado es aceptada teniendo en cuenta los siguientes criterios: a) que la práctica de mercado específica tenga un nivel sustancial de transparencia para el mercado; b) que la práctica de mercado específica garantice un alto grado de salvaguardias respecto de la operación de las fuerzas del mercado y la adecuada interacción de las fuerzas de la oferta y la demanda; c) que la práctica de mercado específica tenga un impacto positivo en la liquidez y eficiencia del mercado; d) que la práctica de mercado específica tenga en cuenta el mecanismo de negociación del mercado en cuestión y permita a los operadores del mercado reaccionar de forma adecuada y oportuna a la nueva situación del mercado creada por dicha práctica; e) que la práctica de mercado específica no genere riesgos para la integridad de los mercados directa o indirectamente relacionados, regulados o no, en el instrumento financiero de que se trate dentro de la Unión; f) el resultado de toda investigación realizada sobre la práctica de mercado en cuestión por parte de cualquier autoridad competente u otra autoridad, en particular sobre la posible infracción por la práctica de mercado en cuestión de normas o reglamentos destinados a impedir el abuso de mercado, o de códigos de conducta, tanto en el mercado de que se trate como en los mercados relacionados, directa o indirectamente, en el seno de la Unión; g) las características estructurales del mercado pertinente, incluyendo si se trata de un mercado regulado o no, los tipos de instrumentos financieros que se negocian y el tipo de operadores del mercado, incluido el grado de participación de inversores particulares en el mercado pertinente...». Los considerandos 20 y 21, más los artículos 1.2.) a) y 1.5) de la DAM se referían a las prácticas de mercado aceptadas, este último artículo las definía como «prácticas que pueden esperarse razonablemente en uno o más mercados financieros y que están aceptadas por la autoridad competente con arreglo a las directrices adoptadas por la Comisión de acuerdo con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 17;...»

¹⁴⁵¹ Sobre las AMP en Alemania: «The subsection then goes on to limit the exception somewhat with a further definition: “Permissible market practices shall be only those conventions that reasonable discretion (vernünftiges Ermessen) would expect to find on the relevant market and that the Federal [Financial Services Supervisory] Agency recognizes as permissible market practice within the meaning of this provision. No market practice shall be deemed impermissible solely because it has not been expressly recognized in advance” (§ 20a(2) Securities Trading Act).» Vid. DONALD, D. C. (2005), p. 658.

No obstante lo dicho, la propuesta RAM y el RAM, al igual que la DAM, siguen quedándose cortas respecto de la responsabilidad específica de los analistas de inversión, concretamente en lo que atañe a elevar la intensidad del reproche jurídico, pues se limitan a hacer evidente que estos profesionales deben emplear una diligencia razonable en el ejercicio de su oficio.

Esto quiere decir que los Estados miembros retienen – todavía – las competencias para regular esta materia de la forma que estimen más adecuada¹⁴⁵², con la salvedad de los aspectos técnicos que desarrollen las autoridades comunitarias correspondientes.¹⁴⁵³

A grandes rasgos, lo antecedente fue una breve mirada al estado general de la regulación de la manipulación del mercado de valores en el ámbito comunitario. Analicemos ahora, con más minuciosidad, la esencia de las conductas constitutivas de manipulación del mercado, a favor de la elaboración de nociones y principios generales – y operativos – que faciliten su tratamiento jurídico a través de la responsabilidad civil.

2.1.1. La esencia de la manipulación del mercado de valores.

La delimitación de las fronteras entre lo que es manipulación – y lo que no – es una tarea titánica, técnicamente muy compleja, tanto desde lo económico como desde lo legal. Sin embargo, construir un concepto general sobre la manipulación del mercado es imprescindible para llegar a conocer el fenómeno y para proponer vías de regulación más allá de la lista, los ejemplos o la mera anécdota.

Los ejemplos y las listas tienen mucha utilidad al guiar a quienes intervienen en el mercado y a los operadores jurídicos. La misma propuesta RAM¹⁴⁵⁴ y el RAM se inclinan por una definición de manipulación haciendo uso de ellos, en orden a facilitar la aplicación de unas normas sumamente técnicas. La metodología de regulación es razonable, pero no es suficiente.

Lo primero que debemos recordar es que manipular y especular no son lo mismo. Estrictamente hablando, en lo financiero, a diferencia de las creencias populares, la especulación no tiene una connotación negativa. Especular no conlleva engañar a otro para

¹⁴⁵² En Francia, a partir de la sentencia en el asunto *LVMH/Morgan Stanley* puede perseguirse la responsabilidad extracontractual de los analistas de inversión. Vid. FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A. (2006), pp. 261-269.

¹⁴⁵³ Vid. el considerando 22, los Arts. 6.5 y 6.10 de la DAM.

¹⁴⁵⁴ Vid. el considerando núm. 18 del RAM: «El presente Reglamento debe prever medidas en materia de manipulación del mercado que puedan adaptarse a nuevas formas de negociación de valores o nuevas estrategias potencialmente abusivas. Para reflejar el hecho de que la negociación de instrumentos financieros se lleva a cabo de forma cada vez más automatizada, es deseable que la definición de manipulación del mercado proporcione ejemplos específicos de las estrategias abusivas que se pueden aplicar a través de cualquier medio disponible de negociación, incluidas la negociación algorítmica y de alta frecuencia, tal y como las define MiFID. Los ejemplos presentados no pretenden ser exhaustivos ni sugerir que la aplicación de las mismas estrategias a través de otros medios no constituya abuso. »

obtener ganancias a expensas suyas, aunque sí implica operar en el mercado según las expectativas que se tengan sobre los cambios o tendencias que afectarán a un instrumento financiero.

La especulación por sí misma no es nociva para el mercado, precisa de personas sin mucha aversión al riesgo y muy observadoras respecto de las distintas variables que afectan la formación de los precios de un instrumento financiero. El especulador percibe una tendencia alcista o bajista del mercado respectivo, y apuesta por una u otra opción en aras de conseguir un beneficio que puede ser esquivo.

Sin embargo, la especulación, que como puede inferirse es en cierto sentido una “apuesta”, se vuelve problemática cuando es descontrolada, cuando su utilidad, sobre todo, para la liquidez del mercado, se transforma en perjuicio, en volatilidad o inestabilidad, minando la capacidad del mercado para cumplir con su meta principal: financiar.

Aclarado lo anterior, debemos tener presente que el mercado de valores tiene una dinámica especial, quienes intervienen en él operan con apoyo en distintas expectativas sobre el precio de los instrumentos financieros, y es esa divergencia de expectativas las que, junto a otros datos o información, confluyen a la formación de los precios y hacen posible los intercambios económicos y financieros.

La base de esos intercambios es la incertidumbre al negociar; en condiciones normales no habrá posibilidad de conocer con certeza las variaciones que tendrá la cotización de un instrumento financiero, pues, muchos factores – algunos ordinarios y otros inesperados y fortuitos – influyen en la misma.

Lamentablemente, existen formas de reducir la incertidumbre al negociar y en palabras simples, se trata de “hacer trampa”, y en vez de un esfuerzo por alcanzar un conocimiento aproximado de una tendencia en el mercado, algunos optan por crear la tendencia, reduciendo sus riesgos y negociando a expensas de los demás intervinientes en el mercado de valores.

¿Cuál es, entonces, la esencia de la manipulación? Independientemente de los medios, de las estrategias o de los métodos de negociación o de sus efectos concretos en el mercado, tradicionalmente se ha sostenido que la particularidad de la manipulación es la alteración fraudulenta de las fuerzas (oferta y demanda) que confluyen a la formación de los precios de los instrumentos financieros.

Conforme al lenguaje común manipular es: «3. tr. Intervenir con medios hábiles y, a veces, arteros, en la política, en el mercado, en la información, etc., con distorsión de la verdad o la justicia, y al servicio de intereses particulares.» En esta definición se alude a medios hábiles (aptos para algo) y arteros (astucia¹⁴⁵⁵ o maña) que tienen como efecto la distorsión de la verdad o la justicia.

Precisamente, cuando se manipula el mercado se distorsiona el funcionamiento “natural” del proceso destinado a la formación de los precios de los instrumentos financieros. ¿Cómo se logra esa distorsión? Engañando, generando una apariencia falsa o fraudulenta respecto de algo. ¿Y cómo se engaña en el mercado de valores? Menoscabando su bien máspreciado: la información, que como tantas veces hemos dicho, debe ser veraz¹⁴⁵⁶ y fiable para que los inversores puedan decidir razonablemente sobre una operación de inversión o desinversión.

Las órdenes y transacciones – en general, las actuaciones que se realizan en los mercados – generan información, y el sentido de dicha información fija la oferta y la demanda sobre un instrumento financiero. La oferta y la demanda confluyen en el mercado, plataforma o sistema de negociación para repercutir, finalmente, en la cotización de los instrumentos financieros. Desde esta perspectiva, todas las manipulaciones serían informativas, sin embargo, existe otra clasificación que describe mucho mejor el fenómeno de la manipulación.

De esta suerte, las manipulaciones suelen clasificarse¹⁴⁵⁷ en tres categorías: *information-based manipulation*¹⁴⁵⁸, *action-based manipulation*, y, finalmente, *trade-based manipulation*.¹⁴⁵⁹ Las primeras se llevan a cabo divulgando información que, en principio es falsa o engañosa (pero, como veremos, también puede reunir otras características que le dan la capacidad de distorsionar al mercado de valores).

¹⁴⁵⁵ Astucia: «1. f. Cualidad de astuto. 2. f. ardid (ll artificio).» Astuto: «1. adj. Agudo, hábil para engañar o evitar el engaño o para lograr artificioosamente cualquier fin.» Ardid: «3. m. Artificio, medio empleado hábil y mañosamente para el logro de algún intento.» Artificio: «4. m. Disimulo, cautela, doblez.» Engaño: «2. m. Falta de verdad en lo que se dice, hace, cree, piensa o discurre.» Engañar: «1. tr. Dar a la mentira apariencia de verdad. 2. tr. Inducir a alguien a tener por cierto lo que no lo es, valiéndose de palabras o de obras aparentes y fingidas.» Vid. el diccionario de la RAE.

¹⁴⁵⁶ «El problema se traslada por tanto al segundo de los elementos exigibles para que se produzca la primacía del derecho a la información: su carácter veraz. Para ello hay que tener en cuenta que, como ha establecido la STC 8/1988 y ha reiterado con posterioridad la STC 105/1990, cuando la Constitución requiere que la información sea veraz no está, tanto privando de protección a las informaciones que puedan resultar erróneas, o sencillamente no probadas en juicio, cuanto estableciendo un específico deber de diligencia sobre el informador a quien se puede y se debe exigir que lo que trasmita como hechos haya sido contrastado con datos objetivos, privando así de la garantía constitucional a quien defraudando el derecho de todos a la comunicación actúe con menosprecio de la veracidad o falsedad de lo comunicado. El ordenamiento no presta su tutela a tal conducta negligente ni menos a quien comunica como hechos simples rumores, o lo que es peor, meras insinuaciones insidiosas.» Vid. STC, Sala Primera, Sentencia 15/1993, de 18 de enero de 1993, Recurso de amparo núm.: 1.681/89.

¹⁴⁵⁷ PIRRONG propone otra clasificación: manipulaciones basadas en el fraude y manipulaciones del poder de mercado (*market power manipulation*). Esta última no requiere fraude ni engaño. Vid. PIRRONG, C. (2010), p. 13.

¹⁴⁵⁸ DONALD piensa que la manipulación sólo puede ser *information-based manipulation*. Vid. DONALD, D. C. (2005), p. 664.

¹⁴⁵⁹ Algunos (v. gr., *Fischel & Ross*) consideraban que este tipo de manipulaciones, las *traded-based manipulations*, no ocasionaban un daño real al mercado de valores. Sobre esta idea puede profundizarse en: DONALD, D. C. (2005), pp. 660-662.

Las segundas, se realizan por medio de actuaciones caracterizadas por engaños, maquinaciones, artificios o fraude, encaminadas a alterar la cotización de un instrumento financiero. Y, las terceras, se ejecutan mediante operaciones de venta o de compra que dan señales aparentes o confusas sobre la oferta, la demanda o el precio de un instrumento financiero, en ellas no es fácil detectar que hay engaño o falsedad porque funcionan bajo el disfraz de una operación legítima.

Sin perjuicio de lo expresado, en términos más estrictos, se ha preferido clasificar a las manipulaciones en dos tipos: las manipulaciones operativas y las manipulaciones informativas. Las primeras se valen de actuaciones, órdenes y/o transacciones, y las segundas, de información que se “vierte” al mercado y que, por supuesto no es cierta o no del todo. Hay que aclarar que en una estrategia manipuladora del mercado pueden combinarse tanto una manipulación operativa como una informativa, de ahí su complejidad para ser detectadas.

2.1.2. Las manipulaciones operativas.

Al referirse a las manipulaciones operativas, el Art. 12 del RAM emplea los verbos “ejecutar una operación”, “dar una orden de negociación” o “cualquier otra actividad o conducta”, por ejemplo, “asegurarse” una posición dominante¹⁴⁶⁰, “cancelar o modificar” una orden, “cualquier conducta” que suponga “manipular” un índice de referencia, o “aprovechar” el acceso a los medios de comunicación para exponer una opinión” luego de haber tomado posición sobre un instrumento financiero (ésta última tendría un carácter mixto: manipulación informativa y operativa).

Seguidamente, el RAM se ocupa de los efectos de tales actuaciones, que son – aunque no literalmente – los siguientes: a) transmitir o poder transmitir señales falsas o engañosas sobre la oferta, la demanda o el precio de un instrumento financiero (...); b) fijar o poder fijar el precio de un instrumento financiero (...) en un nivel anormal o artificial; c) afectar o poder afectar el precio de compra o de venta de un instrumento financiero (...); d) crear o poder crear otras condiciones de negociación no equitativas; e) inducir o poder inducir a confusión o engaño a los inversores; f) perturbar o retrasar el funcionamiento de los mecanismos de negociación de un centro de negociación; g) aprovechar los efectos que las

¹⁴⁶⁰ «La resolución recurrida declara acreditado que la sociedad Reyal Urbis, junto con la recurrente, llevaron a cabo una conducta constitutiva de práctica de falseamiento de la libre formación de los precios o de manipulación del mercado, en relación con las acciones de la citada sociedad cotizada y mediante la utilización de operaciones sobre las mismas, es decir, de autocartera o sobre las propias acciones. En esencia esta conducta de manipulación del mercado habría tenido lugar mediante el ejercicio por Reyal Urbis de una posición de dominio sobre el mismo (cuasimonopolista) en la compra de acciones propias, especialmente en el período entre el 2 de enero y el 14 de julio de 2008, con el resultado de fijación de una cotización mantenida y estable a lo largo del mismo, un precio suelo, en torno a los 9 euros por acción.» Vid. SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 27 de enero de 2014, Recurso núm.: 266/2012, Ponente: Lucía Acín Aguado.

opiniones expresadas tengan sobre el precio de un instrumento financiero sin relevar al público – efectiva, adecuada y simultáneamente – los conflictos de interés.

Los modos de obrar y los medios utilizados en estas manipulaciones operativas son básicamente los siguientes: a) valerse de señales falsas o engañosas; b) lograr niveles anormales o artificiales de la cotización; c) emplear mecanismos ficticios; d) utilizar cualquier otra forma de engaño o artificio; e) aprovecharse de opiniones emitidas en los medios de comunicación sin revelar apropiadamente los conflictos de interés.

Un asunto que merece especial atención es el de la artificialidad. ¿Cuándo se da un nivel artificial en la cotización? En términos económicos no existe una única respuesta, y su definición depende del método que se emplee.

Un primer método identifica la desviación de un precio conforme a las relaciones que tenía con otros precios y las expectativas comunes de que siga cierta evolución o tendencia. Mejor dicho, un precio es artificial si es inusual y rompe su conexión con otros precios que le han precedido y con los máximos o mínimos que se espera que alcance.¹⁴⁶¹

Este método es criticado en cuanto no existe ninguna certeza de que esos precios históricos, los que son tenidos como buenos, no estén, a su vez, manipulados. Adicionalmente, en el mercado pueden irrumpir fuerzas nuevas y no esperadas que hagan que los precios respondan de una manera inusual y rompan la conexión que tenían con precios históricos¹⁴⁶², es decir, ¿qué pasaría con factores nuevos que puedan influir en la formación de los precios? ¿Simplemente se ignoran para dar prevalencia a los datos históricos?¹⁴⁶³

Otro método de recibo en la doctrina económica, en lugar de enfocarse en los precios, tiene en cuenta la demanda y la oferta como fuerzas que confluyen para formar los precios. Este método considera que un precio es artificial cuando no refleja las fuerzas legítimas de la

¹⁴⁶¹ PIRRONG critica la decisión de la CFTC en los EE.UU. que deja a un lado el examen comparativo de la evolución de los precios, prefiriendo el análisis de las fuerzas agregadas de la oferta y la demanda, junto con la búsqueda de los factores ajenos al sistema de fijación de precios. Para este autor, debe continuarse con dicho examen comparativo de los datos históricos disponibles sobre los precios. «Indeed, inasmuch as prices summarize vast amounts of dispersed information about supply and demand conditions, analyzing them is likely to be much more productive than sweeping searches for anomalous supply and demand conditions. Moreover, it is possible for those accused of manipulation to provide evidence of how non-manipulative forces caused particular, anomalous price relations. However, because the effects of market power manipulation are typically unique, using good economic analysis it is usually possible to distinguish prices driven by unusual, but competitive, market conditions from those distorted by manipulation.» Vid. PIRRONG, C. (2010), p. 9.

¹⁴⁶² «Sometimes this inquiry has depended on whether that price was historically unusual, either absolutely or in relationship to other prices. No doubt, as Perdue acknowledges, an unusual price is relevant evidence in determining the probability that a market was manipulated.⁵³ But, as she correctly argues, an unusual price is not conclusive evidence of manipulation.⁵⁴ It may merely reflect an appropriate market response to unusual conditions. An alternative approach is to define an artificial price as one not reflecting the legitimate forces of supply and demand.⁵⁵» Vid. FRIEDMAN, R. (1990), pp. 54-55.

¹⁴⁶³ «Put another way, an artificial price is one that is historically unusual, either because of its absolute level or because of its relationship to other prices. In determining whether a price is unusual, courts have considered, among other things, the historical price movement. An artificial price will then be identified as severance of the normal pricing mechanisms with no apparent reason.» Vid. HUANG, H. (2009), p. 9.

oferta y la demanda. Pero lleva al operador al mismo error que el método anterior, pues se vuelven a comparar los datos históricos donde el precio se suponía respondía a esas fuerzas, con la situación en la que se supone el precio no es el resultado de la interacción de esas fuerzas, según los pronósticos realizados.

¿Cómo determinar la oferta y la demanda con exactitud? Los factores que inciden en estas variables son numerosos, algunos objetivos y otros muy subjetivos, ¿cómo examinarlos adecuadamente? ¿Cómo se incorporan nuevos factores a la oferta y la demanda, se ignoran para sólo considerar los factores históricos y los expresamente previstos?

En este tema no es fácil llegar a una conclusión muy satisfactoria, pero la artificialidad es un concepto que se maneja en materia económica y al que le debemos dar algún contenido más allá de la tautología. Quizás podría decirse que la artificialidad de la cotización es el nivel o los cambios en la evolución del precio de los instrumentos financieros que no resultan de la interacción libre (según las reglas de juego) entre oferta y demanda¹⁴⁶⁴ (tanto desde su perspectiva histórica como actual), sino de la intención de falsear o engañar al público sobre dicha interacción y su plasmación en los precios.

Total, con la artificialidad se logra un estado aparente de cosas, se distorsiona la cotización porque se hace pasar por “bueno o legítimo” un precio que no lo es, que no ha resultado de operaciones y actuaciones permitidas y éticas dentro de los intercambios económicos.

En el fondo, con independencia de la actuación que lleve a cabo el manipulador, su intención es incidir en la cotización y para ello tendrá a su disposición variados métodos y estrategias de negociación, algunos comunes y legales, de los que abusará, y otros no tan éticos ni legales que, seguramente, superarán la imaginación y previsión humanas.

El manipulador buscará mantener un precio, moverlo a la baja o al alza, creando tendencias, es decir, una inclinación por vender o por comprar que no está permitida legalmente¹⁴⁶⁵.

¹⁴⁶⁴ Vid. FRIEDMAN, R. (1990), p. 55.

¹⁴⁶⁵ «Respecto de las particularidades del mercado, se afirma que MFAO se constituyó por Acuerdo del Consejo de Ministros de 7 de noviembre de 2003, y, desde el principio, se observó la dificultad de atraer agentes financieros al mismo. El comportamiento, por ello, estaría justificado en la medida en que se trataba de promover el mercado e incentivar la participación en él. Esta argumentación no puede ser aceptada como justificación jurídica del comportamiento que analizamos, **pues cualquier promoción e incentivación de un mercado ha de hacerse con respecto a la regulación legal**. Ha quedado claro que los hechos imputados implican operaciones ficticias que aumentaban artificialmente el volumen de contratación. Este no es un comportamiento permitido legalmente y por ello no puede ser utilizado como mecanismo de promoción del mercado.» (Negrilla añadida). Vid. SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 3 de febrero de 2014, Recurso núm.: 103/2013, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena.

De este modo, a efectos de la responsabilidad civil y frente a una manipulación operativa, debemos enfocarnos en la prueba de que efectivamente hubo una orden, una transacción u otro tipo de conducta o práctica que no está permitida legalmente, o que no ha sido aceptada por el mercado.

Después habrá que demostrar que se produjeron algunos de los efectos antes relacionados, es decir, que se generaron, v. gr., señales falsas o engañosas sobre los precios de los instrumentos financieros, sobre su oferta o sobre su demanda. Los anteriores serían los elementos objetivos¹⁴⁶⁶ que dejarían en evidencia la actividad manipuladora, y son – precisamente – los que permitirían presumir que hubo manipulación, y que hubo una intención en ese sentido.

Obviamente, el engaño, la falsedad, la maquinación o el artificio tendrán que ser descubiertos. Si se alega un engaño, por lo menos habrá que demostrar ciertos extremos, ciertas circunstancias de las que se pueda inferir su existencia. Para ello, quien alegue un perjuicio por manipulación del mercado necesitará asesores expertos en materia financiera, o podrá acudir – antes de iniciar una acción civil –¹⁴⁶⁷, a las autoridades competentes para que con sus recursos y su mayor conocimiento sobre estos temas, conceptúen sobre la existencia o no de una conducta ilegítima.

Como se entenderá, las transacciones efectuadas en los mercados gozan de una presunción (que admite prueba en contrario) de legitimidad, validez y honestidad. Suponer lo contrario iría contra la lógica y, sobre todo, contra el desarrollo normal y eficiente del mercado.

Recordemos algunas de las manipulaciones operativas más conocidas: Primero, la consistente en emitir órdenes de compra o venta para retirarlas antes de su ejecución (se crea una apariencia de actividad cuando en realidad no había voluntad de ejecutar la operación¹⁴⁶⁸). Segundo, emitir órdenes de compra y venta que se anulan entre sí – por ser de signo contrario –. El propósito es crear una apariencia de actividad, y no hay cambio efectivo en la titularidad de los instrumentos financieros.

Tercero, emitir órdenes de compra y venta, en acuerdo con otros, sobre la misma clase y cantidad de valores para que las operaciones se correspondan. Así se fijará el precio según la voluntad de quienes participan en la estrategia negociadora, sin que la interacción

¹⁴⁶⁶ Vid. FERRARINI, G. A. (2004), p. 724

¹⁴⁶⁷ Preferiblemente antes de iniciar una acción judicial y mediante una queja o denuncia.

¹⁴⁶⁸ Una de estas prácticas se denomina *Layering*. Vid. IIROC (2013), p. 4.

libre¹⁴⁶⁹ entre la oferta y la demanda tenga mucho que decir. Cuarto, producir tendencias alcistas o bajistas – mediante la realización sistemática de compras o ventas – para, por ejemplo, comprar los instrumentos financieros a un menor valor.¹⁴⁷⁰

Insistimos, la principal valoración de un instrumento financiero es la que se logra a través del acuerdo entre un comprador y un vendedor sobre el precio al que están dispuestos a comprar y vender. Este precio es el punto de partida para otras valoraciones, esto es, se convierte en información disponible para el público y servirá de referente a futuras transacciones, pues los demás inversores tratarán de aproximarse a ese precio. Por lo tanto, si una operación es fingida va a generar representaciones falsas en los demás inversores y el precio ya no será el referente adecuado para asignar recursos en el sistema financiero.

A efectos de la responsabilidad civil, y pensando en aliviar la carga de la prueba del demandante, se podría presumir, v. gr., que quien retira una orden antes de su ejecución está manipulando el mercado. De todas formas, esa presunción admitiría prueba en contrario, soportándola quien estaría en la mejor situación para descartar que actuó ilegítimamente¹⁴⁷¹, es decir, el presunto infractor.

Obviamente, un infractor que sea un profesional en temas financieros o un operador que habitualmente opere en los mercados de valores merecerá un mayor reproche jurídico y, desde luego, el nivel de exigencia para desvirtuar las presunciones que afecten su conducta o los efectos de su actuación, será mucho mayor, que si estamos ante un presunto infractor cualquiera, sin el conocimiento y la experiencia del anterior.

Indudablemente, frente a un profesional u operador habitual es más fácil construir presunciones en las que se pueda inferir su conocimiento y su intención de manipular el mercado.

2.1.3. Las manipulaciones informativas.

Reflexionemos ahora sobre las manipulaciones informativas, esto es, las que distorsionan o falsean la información que sirve para formar los precios de los instrumentos financieros.

¹⁴⁶⁹ «Summarized, the function of the market is to provide a free place of exchange wherein at all times investors may place their funds, and may at all times withdraw them, thereby attaining liquidity for probable otherwise non-liquid investments of capital.» Vid. BERLE, A. Jr. (1931), p. 267.

¹⁴⁷⁰ En 2004, *Citigroup* utilizó el mercado de futuros para hacer subir los precios de los bonos negociados en el mercado al contado. La estrategia fue invadir el mercado al contado con órdenes de venta sobre bonos, lo que hizo bajar los precios al nivel que *Citigroup* quería para luego comprar bonos y obtener ganancias considerables cuando los precios dejaron de estar presionados a la baja. Vid. DONALD, D. C. (2005), pp. 649-650. Este autor analiza cómo el caso de *Citigroup* sorprendió a la UE en “fuera de lugar”, pues mucha de la regulación comunitaria contra el abuso de mercado, apenas se estaba implementando al momento de la infracción.

¹⁴⁷¹ Vid. el considerando 42 del RAM (considerando 19 de la propuesta RAM).

Los verbos empleados por el RAM para describir las manipulaciones informativas son los siguientes: 1) “difundir información”; 2) “transmitir información”, y 3) “suministrar datos”.

Los efectos de tales comportamientos son: a) transmitir o poder transmitir señales falsas o engañosas sobre la oferta, la demanda o el precio de un instrumento financiero (...); b) fijar el precio de un instrumento financiero (...) en un nivel anormal o artificial; c) difundir rumores; d) transmitir información falsa o engañosa, o suministrar datos falsos sobre un índice de referencia.

Los modos de obrar y los medios utilizados en estas manipulaciones informativas son: a) difusión de información a través de los medios de comunicación, o por cualquier otro medio, generadora de señales falsas o engañosas; b) logro de niveles anormales o artificiales de la cotización; c) difusión de información falsa o engañosa – a sabiendas, o debiendo saber –; d) transmisión o suministro de información falsa o engañosa – a sabiendas, o debiendo saber –.

Si observamos detalladamente las definiciones de manipulación a nivel comunitario, de manera generalizada se hace énfasis sobre las consecuencias y los medios para alterar la cotización y no en las intenciones de manipular ni engañar de los manipuladores, elementos subjetivos ciertamente muy difíciles de probar. Este simple hecho facilita la prueba en materia civil del abuso de mercado.

Ahora bien, aunque no se prescinde totalmente de los elementos subjetivos porque en algunos casos se emplean expresiones como “a sabiendas”, “debiendo saber” o “conscientemente”, estos no requieren de una prueba tan estricta como sí lo pudiera hacer la demostración de una intención.¹⁴⁷² El conocimiento real o presunto podría inferirse de, por ejemplo, la calidad de profesional o la cualificación del infractor, pues, se supone que un profesional de la información o uno del mundo financiero – conforme a la diligencia debida y específica de sus actividades – llevarían a cabo constataciones sobre la veracidad de la información que difunden, en la forma y la intensidad propias de su quehacer.

Independientemente de lo anterior, la comprobación de la falsedad de la información y la constatación de que ha ocurrido una difusión de la misma, bien pudieran permitirnos

¹⁴⁷² «In short, in the case of market manipulation, civil penalty can be expected to improve law enforcement because it has a lower standard of proof, namely on the balance of probabilities rather than beyond reasonable doubt. It is this less stringent evidential burden which makes it easier to bring proceedings under civil penalty provisions.¹⁹ This approach helps to strengthen the enforcement of the market manipulation regime while at the same time retaining the intent element as a yardstick to discern legitimate market transactions... Market manipulation often leaves a trace and can be proved by direct evidence from sources such as letters, emails or telephone communication... In practice, circumstantial indicators include, among other things, consistent increases in a trader's bid to acquire shares from the previous sale price (“upticking”); the making of purchases and sales at successively higher prices (“ramping”); purchases of a significant volume of shares, allowing a trader to dominate the market and artificially set market prices; and placing actual bids at or near the close of trading, causing the stock to close at a higher price than the previous sale price.²¹» Vid. HUANG, H. (2009), pp. 6-7.

presumir – en un régimen de responsabilidad civil – el conocimiento del infractor sobre la falsedad y su intención de manipular. Sería el presunto infractor quien tendría la carga de demostrar que no sabía que la información era falsa, no le bastaría alegar su falta de conocimiento o consciencia.

Aún así, en atención a la misma naturaleza de los mercados de valores y a la que caracteriza la difusión de información con la tecnología de nuestros días, en materia de daños, y siendo muy rigurosos, el autor de la difusión tendría que esforzarse mucho para demostrar su diligencia frente a una imputación por manipulación informativa, debido a la dimensión del riesgo que crea con el hecho de poner al alcance de otros una información idónea para distorsionar los mercados financieros.

Al difundir una información a través de medios de comunicación, u otros que sean aptos para afectar la formación de los precios, se crea un riesgo exponencial y, salvo circunstancias muy excepcionales, el infractor debería responsabilizarse por los perjuicios que ocasione.

En lo que atañe a las manipulaciones informativas, aquí también el RAM, al describir las consecuencias y los efectos, permite inferir que, en esencia, hay una intención fraudulenta, y esto se deduce, v. gr., de la expresión “proporcionar señales falsas o engañosas”, entre otras. No se exige una intención¹⁴⁷³ explícita de engañar, pero se infiere.¹⁴⁷⁴

Según el uso común de los verbos mencionados, cuando se habla de difundir o transmitir se hace referencia a propagar, divulgar, comunicar o poner al alcance de otro algo, en este caso, conocimiento, información o datos sobre hechos o circunstancias que afectan la cotización de un instrumento financiero. Y cuando se alude al verbo “suministrar”, significa facilitar o proveer algo a alguien.

La regulación europea no exige un número determinado de individuos a los cuales se difunda, transmita o suministre información, da lo mismo que sea uno o que sean varias las personas a las que se comunique o extienda la información, a efectos de incurrir en abuso de mercado. Por supuesto, la infracción tendrá mayor impacto en la medida en que el público al

¹⁴⁷³ «As in the case of insider dealing, the Directive has dispensed, to the extent possible, with any requirement of intent in the definition of market manipulation, in order to increase the rate of successful prosecutions and of similar regulatory actions.» Vid. AVGOULEAS, E. (2004-2005), p. 206

¹⁴⁷⁴ «Consistently with the proposal for a general anti-fraud provision made by some commentators,⁵² the implied intent approach can broaden the ambit of the anti-manipulation law, and therefore improve the rate of enforcement and the rate of deterrence... Actually, the above reasoning was applied in the majority view in Fame that “the conduct of Fame in connection with the sale was ... likely to mislead or deceive third parties who [were entitled to rely on the market price to decide the conversion rate]” (at 63, emphasis added). In other words, it was the impact of the transaction on third parties that prompted the court to find the transaction manipulative.» Vid. HUANG, H. (2009), p. 14.

que se facilitan los datos tenga la capacidad y la posibilidad de operar en el mercado e influir en la cotización de un instrumento financiero.

Además, no importa el medio elegido para la difusión, transmisión o suministro de información, ya que lo relevante es su idoneidad para funcionar como un medio para comunicar información a otro, para enterarlo de algo. Lo difundido, transmitido o suministrado es, entonces, información, esto es, conocimientos que “permiten ampliar o precisar los que se poseen sobre una materia determinada”¹⁴⁷⁵, en este caso, sobre un instrumento financiero, su emisor y otros factores o circunstancias que incidan en las decisiones de inversión.

A diferencia de lo que ocurre con el *insider trading*, la normativa comunitaria no indica si esa información debe ser relevante o no, aunque en el considerando 47 del RAM sí se especifican otras características, no relacionadas con su relevancia, pero sí con su veracidad, precisión o completitud.

No obstante lo antecedente, debe entenderse que se trata de información relevante o, en otras palabras, información que de conocerse puede afectar razonablemente a un inversor a la hora de adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros, influyendo sensiblemente en su cotización.

La fuente de dicha información puede ser tanto interna (*corporate information*) como externa (*market information*), y debe ser puesta a disposición de los inversores, tan pronto como sea posible, para que puedan evaluar adecuadamente sus decisiones de inversión y desinversión.

Como dijimos en otra sección de esta investigación, el concepto de información relevante goza de cierta generalidad, situación que no es reprochable en tanto, en la práctica del mercado de valores, las autoridades precisan de una discrecionalidad mayor a la hora de definir si en un caso concreto, los hechos o circunstancias a los que la información apunta, pueden influir significativa y efectivamente en la cotización de los instrumentos financieros.

En cualquier caso, el RAM, como se advirtió, caracteriza a la manipulación informativa como aquella que se ejecuta mediante información falsa¹⁴⁷⁶ o engañosa, incompleta (“omisión intencionada de hechos importantes”) o imprecisa (“transmisión conscientemente imprecisa de información”).

¹⁴⁷⁵ Vid. diccionario de la RAE.

¹⁴⁷⁶ Falso: «1. adj. Engañoso, fingido, simulado, falta de ley, de realidad o de veracidad. 2. adj. Incierto y contrario a la verdad. Citas falsas. Argumentos falsos. U. t. c. s. ». Engañoso: «1. adj. Falaz, que engaña o da ocasión a engañarse. 2. adj. Ar., Áv. y León. Que dice mentiras.» Vid. el Diccionario de la RAE.

Que una información sea falsa o engañosa quiere decir que es contraria a la verdad, que no se corresponde con la realidad de algo, que aparenta o representa algo que no es. Que sea incompleta significa que es inacabada, parcial, que es tan solo una parte de algo. Y, finalmente, que la información sea imprecisa tiene que ver con su vaguedad o indefinición, que no sea exacta o determinada.

El principal efecto de una información, ya sea falsa, engañosa, incompleta o imprecisa, es que distorsiona el conocimiento que los inversores tenían sobre algo y, a partir de allí, el nuevo conocimiento, el que surge con la información viciada, es un conocimiento que los lleva a cometer errores en sus actuaciones, pues, basarán sus decisiones de inversión en información incorrecta o sesgada, que no se corresponde con la realidad o la veracidad de algo.

En vista de que hoy en día la información es fácilmente transmisible y puede masificarse en cuestión de segundos, no es difícil entender el propósito de la normativa antiabuso de mercado al combatir, por ejemplo, la difusión de rumores. Un rumor, por definición, es la “voz que corre entre el público”¹⁴⁷⁷, lo que entraña una información cuya veracidad o exactitud no ha sido posible verificar.

Cuando un rumor sobre un emisor, ya sea falso o cierto, se extiende por el mercado financiero, el grado de afectación de la confianza inversora es ciertamente grave y persistente, provocando – inclusive – crisis económicas de larga duración; con la dificultad añadida para identificar al “foco inicial del fuego”, es decir, a quien desecandena el rumor.

Los rumores son también materia prima para operar en el mercado, pues podrían ser ciertos. Lo más razonable sería examinar el rumor junto con otros factores y datos que ya hayan sido constatados, o cuya verificación esté al alcance, pero ya hemos dicho que el modelo de conducta del “inversor razonable” es tan sólo un referente para examinar la actuación diligente de los inversores, y no siempre se acata.

Los rumores pueden surgir del azar, de la manipulación¹⁴⁷⁸ o la filtración.¹⁴⁷⁹ En el primer caso, nos encontramos ante conjeturas o creencias que pueden formarse a partir de observaciones, inferencias o el crédito que se le otorga a algo. Eventualmente, dichas conjeturas o creencias pueden ser ciertas, pero las rodea la incertidumbre, esto es, cierto

¹⁴⁷⁷ Vid. Diccionario de la RAE.

¹⁴⁷⁸ «In 1867, a Wall Street stockbroker collaborated with Western Union telegraph operators to send messages that falsely reported bankruptcies and collapses of companies listed on the New York Stock Exchange. Once the share prices had dropped, the perpetrators purchased the securities from the victims at a significant discount to their real value.⁶³ As early as 1903 it was estimated that approximately one third of the trading on the New York Stock Exchange was the result of manipulative practices.⁶⁴» Vid. CONSTABLE, P. (2011), p. 62.

¹⁴⁷⁹ Vid. CNMV (2007), “Iniciativa contra el abuso de mercado. Primer borrador”, pp. 24-25.

grado de azar que hace que cuando se opere en el mercado motivado por él, sea casi como realizar una apuesta por su veracidad.

Al final el juicio que se hace sobre un acontecimiento empieza a circular y a repercutir en la cotización de los instrumentos financieros, empero ha surgido espontáneamente, de la costumbre tan arraigada en los hombres de formular hipótesis y de aventurarse a hacer pronósticos; por ende, no es necesario que exista una intervención de las autoridades para contrarrestar sus efectos, pues ya el mercado se encargará de incorporar la información tal cual y/o corregirla.

En el segundo supuesto, hay una acción fraudulenta, se divulga información falsa, errónea, tendenciosa, incompleta o imprecisa, para crear un cambio en el precio y generar una tendencia de la que luego el manipulador se aprovechará.

Y, por último, en el tercer caso, la información que alimenta al rumor tiene un sustrato real, pero se ha difundido prematuramente, de la forma y a través de los canales inadecuados, pudiendo ser aprovechada indebidamente por iniciados. En estos eventos, cuando hay manipulación o filtración, las autoridades competentes y las propias compañías afectadas deben intervenir para combatir la asimetría informativa ocasionada por el rumor.

¿Qué pasaría si un medio de comunicación o si a través de un medio de comunicación se difunde un rumor (fruto de una manipulación) cuando, por error, se ha creído que era veraz? Como hemos apuntado antes, el RAM constituye toda una ofensiva en contra de la difusión de información falsa o engañosa, y esa información puede tomar la forma de un rumor. Así las cosas – conforme al RAM – sólo cabría responsabilidad del medio de comunicación, o de quien se valió del medio de comunicación, si al momento de la difusión del rumor sabía o debía saber que la información era falsa o engañosa.

Y ese conocimiento real o presunto debe evaluarse conforme a la diligencia que se espera que apliquen normalmente los medios de comunicación y los profesionales de la información, con especial sometimiento a los códigos de conducta aplicables, a los límites prescritos por la ley penal (injurias o calumnias) y a la normativa respectiva de la responsabilidad civil en caso de producir un daño jurídicamente indemnizable.

En lo tocante a la elaboración o difusión de recomendaciones en materia de inversión o de otro tipo de información en la que se recomiende o sugiera una estrategia de

inversión¹⁴⁸⁰, y el suministro de estadísticas o previsiones por parte de organismos públicos, el RAM¹⁴⁸¹ exige hacer uso de la diligencia debida – sin perjuicio, cuando sea del caso, del ejercicio de la libertad de expresión y de prensa – a la hora de presentar la información objetiva y transparentemente, es decir, evitando los sesgos que pueden derivarse de intereses particulares, e informando sobre los conflictos de intereses que puedan existir.

La diferencia entre el concepto de recomendación en materia de inversión y el de otro tipo de información en la que se recomienda o sugiera una estrategia de inversión, subyace en el tipo de sujeto que las elabora o difunde. En el primer caso, puede ser cualquier persona y, en el segundo, se exige la intervención de un profesional cuya actividad principal sea la de hacer recomendaciones de inversión, v. gr., los analistas de inversión.

Cuando se hace una recomendación de inversión, básicamente se aconseja, insinúa o sugiere una estrategia de inversión, que puede ir acompañada de una opinión¹⁴⁸² y superar, por tanto, la mera transmisión de una idea o propuesta. Sea como sea, opinión o recomendación, ambas son – esencialmente – información, que al tener como objetivo sugerir estrategias de inversión (con mejor o peor acierto, según la capacidad de analizar y discernir de cada cual), pueden ser empleadas por un manipulador para alterar el mercado de valores, según su conveniencia.

Las opiniones, las recomendaciones, previsiones y estadísticas se elaboran a partir de datos, de información que tiene algún tipo de fuente y soporte. Es justo admitir que en materia financiera la información ostenta un cariz técnico muy acentuado que la dota de gran complejidad, pero que debe corresponderse con datos cuantitativos y cualitativos extraídos de las realidades económicas y no de la simple arbitrariedad humana.

Es por lo anterior que existen unos mínimos éticos aplicables a las actividades referidas, ya sea – por ejemplo – en el contexto de los periodistas, los analistas de inversión o las propias empresas de inversión; o, de manera mucho más general, a través del reproche jurídico penal de las injurias y las calumnias. Dichos mínimos éticos consisten, por ejemplo, en la contrastación de los hechos, el examen de la fiabilidad de las fuentes, la revelación de

¹⁴⁸⁰ Una información en la que se recomienda o sugiera una estrategia de inversión es, según el Art. 3.1.34) del RAM: «la información: i) elaborada por un analista independiente, una empresa de servicios de inversión, una entidad de crédito, cualquier otra persona cuya actividad principal sea hacer recomendaciones de inversión o las personas físicas que trabajen para ellas en virtud de un contrato de trabajo, o de otra forma, en la que se exprese, de manera directa o indirecta, una propuesta de inversión concreta respecto de un instrumento financiero o un emisor; o ii) elaborada por personas distintas de las contempladas en el inciso i), en la que se proponga directamente una decisión de inversión concreta respecto de un instrumento financiero;». Y, una recomendación de inversión es, conforme al Art. 3.1.35) del RAM: «la información en la que se recomienda o sugiera una estrategia de inversión, de forma explícita o implícita, en relación con uno o varios instrumentos financieros o con los emisores, incluida toda opinión sobre el valor o precio actuales o futuros de esos instrumentos, destinada a los canales de distribución o al público.»

¹⁴⁸¹ Vid. Arts. 20 y 21 del RAM, y Arts. 15 y 15 bis de la propuesta RAM.

¹⁴⁸² Opinar: «Discurrir sobre las razones, probabilidades o conjeturas referentes a la verdad o certeza de algo.» Vid. el diccionario de la RAE.

conflictos de interés, la elaboración de información veraz, objetiva, libre de errores, completa y precisa, entre otros.

Tal como lo hacía la DAM, el RAM (Art. 21) se preocupa expresamente por regular la publicación o difusión de información, y la elaboración o difusión de recomendaciones por motivos periodísticos o de expresión de otra clase en los medios de comunicación.

En concreto, el RAM señala que se evaluarán según la normatividad atinente a la libertad de prensa y la libertad de expresión, en conjunción con los códigos de conductas pertinentes, salvo que los afectados por dicha información o recomendaciones – o quienes estén estrechamente vinculados a éstos – se beneficien (directa o indirectamente) con la difusión o publicación; o que se pretenda confundir o engañar a los inversores en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los instrumentos financieros.

La primera condición es curiosa, porque se puede desinformar y divulgar información falsa o engañosa, sin obtener un beneficio ni esperarlo. Y la segunda condición se enfoca en la intención “de inducir a confusión o engaño”. Hubiera sido deseable poner más énfasis en los efectos, en el impacto en el mercado, que es, al final de cuentas, distorsionarlo.

Para ello podría haberse empleado una expresión más neutra, más causal, que hiciera más estricta la exigencia de responsabilidad y trasladara la carga de la prueba de los elementos subjetivos al presunto infractor. Sin embargo, como se trata de derechos fundamentales tan sensibles, el legislador comunitario prefirió hacer mención de “intenciones”.

El objetivo del RAM es muy loable, pero ¿cómo evitar los sesgos cuando, aunque actualmente no haya beneficio, se quiera obtener un provecho en el futuro cercano? Si por ejemplo una persona natural o jurídica quiere participar luego en los negocios de inversión de la compañía cuyos valores está evaluando y recomendando, ¿cómo evitar que su informe o dictamen sea muy optimista y poco objetivo?

Lo mejor sería implementar una especie de inhabilidad especial para hacer negocios con las compañías cuyos instrumentos financieros se recomiendan, y prohibir negociar con los instrumentos financieros a los que alude la recomendación por cierto tiempo, luego de haber sido divulgada.

Este artículo hace evidente la preocupación del legislador comunitario por acompañar la regulación del abuso de mercado con la de los derechos fundamentales, en particular, las libertades de prensa y de expresión.¹⁴⁸³

Un supuesto de manipulación informativa muy común es el denominado *scalping*. Mediante este método de negociación, una persona con prestigio en el ámbito financiero recomienda u opina sobre una determinada transacción, y opera en el mercado (antes o después de tal recomendación) para sacar beneficio de la repercusión de sus valoraciones o de su dictamen, en la cotización de los instrumentos financieros.¹⁴⁸⁴

Otro caso muy frecuente de manipulación informativa ocurre cuando las compañías difunden en el mercado información que se pasa de entusiasta – dejando el eufemismo a un lado, aludimos a información que no se corresponde con la realidad – sobre sus productos o servicios (logros tecnológicos, descubrimientos, etc.), ganancias y dividendos¹⁴⁸⁵ (maquillaje de balances, anuncios de supuestos dividendos), o sobre hechos o circunstancias que afectan la cotización de sus propios valores.

2.1.4. Conductas legítimas.

Dejando a un lado las reflexiones anteriores, examinemos ahora y de manera breve el tema de las prácticas aceptadas de mercado. Sin embargo, hagamos antes algunas precisiones.

El RAM establece que es posible desvirtuar la manipulación del mercado en operaciones y órdenes de negociación cuyos motivos de realización sean legítimos y acordes a las prácticas aceptadas en el mercado correspondiente.

El RAM alude así a motivos o razones legítimas y a prácticas aceptadas en el mercado. A los primeros, mediante los considerandos 11 (“justificadas por motivos económicos”) y 42 (“motivos legítimos” y “razones legítimas”), y los Arts. 9.6 (“razones legítimas”), 12.1 (“razones legítimas”) y 13.1. (“motivos legítimos”). A los segundos, en los considerandos 42 y 75, y los Arts. 3, 7, 12 y 13.

¹⁴⁸³ Vid. considerando núm. 77 del RAM.

¹⁴⁸⁴ Vid. *SEC v. Thom Calandra*

¹⁴⁸⁵ «A cognate situation has arisen in New York²⁰ where a Board of Directors declared a dividend, though there was no surplus permitting its legal declaration or payment, and the capital fund had to be drawn on to satisfy the dividend requirement. A purchaser of stock in the market shortly after the dividend declaration, who saw his stock decline in value, brought action against the directors on the theory that he was deceived. The court held that the dividend declaration amounted to a representation that the corporation was in shape to declare a dividend, that is, that it had a surplus; and that since in fact its capital was impaired, the representation was false; further, that the directors knew or should have known that the effect of this representation would be to affect market values, and that it was calculated to induce purchase by traders in the market at valuation higher than would have been otherwise accorded. Liability was accordingly imposed.» Vid. BERLE, A. Jr. (1931), p. 275.

Una razón es un argumento para apoyar algo, en este caso, una actuación u operación en el mercado financiero. Que algo sea legítimo significa que es lícito, justo o verdadero y, en consecuencia, es permitido y aceptado, tiene cabida dentro de las reglas de juego de la oferta y la demanda en el mercado de valores.

Las razones legítimas no tienen que ser estrictamente económicas, como se expresó en su momento, en teoría pueden ser de variada índole según las necesidades de un Estado y de sus ciudadanos, respondiendo a los objetivos y políticas que en materia económica, social, política, entre otras, hayan sido demarcados en la hoja de ruta de un gobierno, y de las autoridades a las que corresponda la supervisión de los mercados financieros.¹⁴⁸⁶

Por ejemplo, sin que profundicemos mucho sobre el asunto (por ameritar un estudio amplio y separado), hay quienes afirman¹⁴⁸⁷ que las medidas tomadas por los gobiernos para hacer frente a la crisis son verdaderas manipulaciones, pero justificadas en aras de combatir la pérdida de confianza inversora y el colapso del sistema financiero en su totalidad.

En realidad, con la crisis sí se ha intervenido en el mercado, modificando las condiciones de negociación a favor de unos pocos – más a favor de la banca que de los pequeños inversores –, dando así prelación a la confianza inversora sobre la integridad del mercado.

¿Quedarían estas actuaciones desplegadas por los Estados frente a la crisis, cobijadas por la salvaguarda relativa a las políticas monetaria, de tipo de cambio o de gestión de la deuda pública?¹⁴⁸⁸ La cuestión no es clara, el RAM exige que las actuaciones examinadas se lleven a cabo en interés público y en aplicación exclusiva de las políticas indicadas, y ambos puntos son discutibles en mayor o menor medida.

Fijémonos, entonces, que – en términos generales – la salvaguarda se limita a tres tipos de política, siempre que se apliquen en interés público, y no cubre las actuaciones realizadas por cuenta propia de quienes trabajan para los organismos enunciados por el Art. 6 del RAM.

¹⁴⁸⁶ El Art. 83ter.1.a) de la LMV parece limitar las razones legítimas a las prácticas aceptadas de mercado.

¹⁴⁸⁷ «However, some governmental responses to the financial market crisis seem to treat the preservation of confidence in the markets (rather than the preservation of market integrity) as the fundamental concern of regulation. This is a risky strategy because adopting emergency measures to manipulate the markets in the interests of improving confidence risks undermining the ability of regulators to control the behavior of financial institutions for the future in any meaningful way. If governments react to a crisis by misapplying existing rules in the interests of maintaining confidence, they may create expectations among market participants that they will react to future crises in the same way.» Vid. BRADLEY, C. (2009-2010), p. 61.

¹⁴⁸⁸ Vid. Considerando núm. 13 y Art. 6 del RAM.

Pero, ¿podría alegarse el interés general o el interés público como una razón suficiente para desvirtuar la existencia de una manipulación, independientemente de la política que se esté ejecutando? Con el RAM no queda claro, pero de incluirse en el texto sería todo un comodín a favor de los Estados y sus organismos para defender una interferencia constante en el proceso de formación de los precios en los mercados financieros.

También puede interpretarse que esos motivos o razones legítimas están ligados a las prácticas aceptadas en el mercado y a las salvaguardas expresamente consagradas por la normatividad contra el abuso de mercado.¹⁴⁸⁹ De esta forma, el infractor sólo tendría como defensa las salvaguardas que explícitamente se derivan del texto de la DAM/RAM: 1) La negociación de acciones propias en el marco de programas de recompra; 2) la estabilización de un instrumento financiero; 3) las políticas monetaria, de tipo de cambio o de gestión de la deuda pública (Art. 81.3 de la LMV); 4) la política climática (considerando 21 del RAM); 5) la política agrícola común (PAC) y la política pesquera común (PPC).

Tal como está concebido el RAM, la mejor interpretación sería que los motivos legítimos no exonerarían de responsabilidad civil si no constituyen una práctica aceptada de mercado. Lo que pasa es que, si pese a llevar a cabo una práctica aceptada de mercado se percibe que no hay motivos legítimos, sino, v. gr., un interés de dañar a otro o al mercado, las autoridades podrán concluir que hay abuso de mercado.

De otro lado, dedicándonos ahora a las prácticas aceptadas en el mercado, podemos afirmar que funcionan como un mecanismo de flexibilidad añadido por la normativa del abuso de mercado, cuyo propósito es disminuir el alcance, tal vez desproporcionado, del reproche jurídico frente a conductas que tienen un sentido económico adecuado y hasta necesario.

Ante todo, recordemos que cuando hablamos de una práctica aludimos a la forma en la cual se llevan a cabo las actividades en los mercados financieros. Un ejemplo de prácticas aceptadas de mercado – siempre que se cumplan sus condiciones particulares – son las ventas en bloque antes de las sesiones oficiales de negociación bursátil¹⁴⁹⁰, los programas de recompra y las medidas de estabilización.

¹⁴⁸⁹ «Therefore, the mere accumulation of a large position in a given financial instrument with a substantial impact on the price of the instrument could be held as manipulative even if the investor did not intend to move the price to an “abnormal or artificial” level. To avoid this consequence, the accused investor could not invoke the defence provided for by Article 1(2)(a) of the Market Abuse Directive which admits the same to establish “that his reasons for so doing are legitimate and that these transactions or orders to trade conform to accepted market practices on the regulated market concerned”. Such a defence is available with respect to “safe harbours” granted by the law in exceptional circumstances (such as buy-backs and stabilization practices)⁸⁰ and not to prove that the transactions were motivated by other than a manipulative intent.⁸¹» Vid. FERRARINI, G. A. (2004), pp. 726-727

¹⁴⁹⁰ Vid. CNMV, Criterios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre operaciones de colocación o compra de grandes paquetes accionariales, de 19 de diciembre de 2007.

¿Quién califica una práctica determinada como “práctica aceptada”? Lo hace la autoridad estatal encargada de la supervisión del mercado del que se trate, conforme a los siguientes criterios:

a) El nivel de transparencia que confiere al mercado; b) el grado de protección del funcionamiento de las fuerzas del mercado; c) la garantía que ofrece respecto de la adecuada interacción entre oferta y demanda; d) el impacto en la liquidez y la eficiencia del mercado; e) la forma en la que tiene en cuenta los mecanismos de negociación del mercado; f) el tipo de reacción de los operadores (adecuación y oportunidad); g) los riesgos que desencadena para la integridad y la confianza en los mercados financieros directamente implicados o los relacionados; h) la posibilidad de infracción de normas, reglamentos o códigos de conducta anti-abuso de mercado; y, i) las características estructurales del mercado.¹⁴⁹¹

Estas prácticas aceptadas de mercado no tienen un carácter permanente, pueden ser revisadas, modificadas y hasta derogadas en caso de que se juzgue conveniente e ineludible, según la evolución de los mercados afectados.

Adicionalmente, teniendo presente que cualquier práctica aceptada de mercado es revisable, el hecho de calificar a una práctica como “práctica aceptada de mercado” no excluye que pueda dictaminarse, con posterioridad, que ha existido una infracción por abuso de mercado, en tanto se descubra que no existieron razones legítimas tras las operaciones o actuaciones examinadas.

Antes de terminar esta sección, un punto que vale la pena rescatar es el hecho de que el RAM¹⁴⁹² sí prevé las tentativas de manipulación del mercado, subsanando la omisión en la que había incurrido la DAM sobre un asunto de crucial interés para reforzar la protección de la integridad del mercado financiero.

El RAM prohibió la tentativa de manipulación (un acto o hecho encaminado a alterar los mecanismos de formación de los precios que no llega a realizarse porque el curso causal se ve interrumpido por causas externas a la voluntad del agente), suministrando algunos ejemplos concretos, así: “situaciones en las que una acción se inicia pero no se concluye, por

¹⁴⁹¹ Criterios que serán detallados por futuras normas técnicas de regulación.

¹⁴⁹² «Para completar la prohibición de manipulación de mercado, el presente Reglamento debe incluir asimismo una prohibición de las tentativas de manipulación de mercado. Las tentativas de manipulación de mercado deben distinguirse de la conducta que puede dar lugar a manipulación de mercado, dado que ambas actividades están prohibidas por el presente Reglamento. Tal tentativa puede incluir situaciones en las que una acción se inicia pero no se concluye, por ejemplo, como consecuencia de un fallo tecnológico o de una orden de negociación que no se ejecuta. La prohibición de las tentativas de manipulación de mercado es necesaria para permitir a las autoridades competentes sancionar tales tentativas.» Vid. considerando núm. 41 del RAM. Los considerandos 4, 43, 44, 46 y 47 también aluden al tema de la tentativa en la manipulación, de igual modo, el Art. 16 del RAM.

ejemplo, como consecuencia de un fallo tecnológico o de una orden de negociación que no se ejecuta”; o “la introducción de órdenes que pueden no ejecutarse”, entre otros.

2.1.5. Planteamiento general

En definitiva, para terminar el estudio del hecho generador del daño en la manipulación, procedamos a acoger (igual que hicimos con el *insider trading*) un concepto operativo de manipulación del mercado, deducido a partir de la normatividad comunitaria, y que dado su carácter marcadamente técnico, nos permita cierta flexibilidad cuando tengamos que valorarlo jurídicamente.

Así las cosas, teniendo en cuenta las conductas prohibidas por el RAM, en conjunción con las salvaguardas que establece (motivos legítimos y prácticas aceptadas por el mercado)¹⁴⁹³, *la manipulación del mercado es la alteración – no justificada o ilegítima¹⁴⁹⁴ – de los mecanismos de formación de los precios de los instrumentos financieros, incluyendo todo índice, tasa de interés y cualquier otro elemento o estructura comercial vinculada a dicho instrumento y de cuyo cálculo, valor o precio dependa o con el cual se relacione.*

Recordemos que esos mecanismos funcionan, normalmente, de manera espontánea e impersonal, y esta definición contemplaría casos excepcionales en los que no habría engaño, pero sí, v. gr., violencia, amenaza o actividades delictivas (supuesto que sí es tenido en cuenta al regular el *insider trading* – Art. 8.4. del RAM – y que podría darse también en la manipulación).

2.1. Los sujetos responsables por manipulación del mercado

Con el tiempo y la adaptación de la prohibición del *insider trading* a las necesidades regulatorias de los Estados, la delimitación de los sujetos que pueden ser considerados como iniciados ha experimentado una extensión considerable.

Del *insider* corporativo hemos llegado ahora tanto al *insider* típico como al *outsider*, quien se ha puesto en una posición similar de acceso de la información privilegiada que tenía aquel, por razón, por ejemplo, de actividades delictivas o el conocimiento real o presunto de que el *insider* ha infringido la ley en los términos que fueron explicados en su oportunidad.¹⁴⁹⁵

¹⁴⁹³ Vid. Considerandos 29 y 42, Arts. 5, 12, 13 y 15 del RAM.

¹⁴⁹⁴ El considerando núm. 11 del RAM menciona expresamente los motivos económicos como justificantes de ciertas operaciones: los programas de recompra y las medidas de estabilización.

¹⁴⁹⁵ «El sistema de prohibición general “es el más adecuado y además el único coherente con una fundamentación de la prohibición de abuso de información privilegiada basada en la protección de la integridad y el correcto funcionamiento de los mercados de instrumentos financieros” (193). Se corresponde “con la regla general imperante respecto a la información privilegiada (que) es la prohibición absoluta de su uso, quien quiera que la posea” (194)... Ciertamente la normativa

Respecto de la manipulación, la prohibición de este modo de actuar no requiere lo que en términos de tipicidad legal se conoce como un sujeto activo calificado. Por ello, la definición de la manipulación se centra, de forma generalizada, en los efectos en el mercado y en los medios o dispositivos empleados por los sujetos, más que – de un lado – en sus cualidades, posición, cargo, parentesco, etc., o – de otro lado – en sus intenciones, su conocimiento o consciencia sobre algo (salvo lo mencionado respecto de las manipulaciones informativas).

Este enfoque en los medios y los efectos conlleva mayor flexibilidad, porque al analizar una actuación específica se tendrá en cuenta su impacto en el mercado, y las autoridades competentes decidirán si deben regular una determinada actuación o, en general, intervenir, en tanto haya correspondencia con los objetivos que persigue el RAM respecto de la integridad y la transparencia de los mercados financieros, principios que deben presidir las operaciones que en ellos tienen lugar.

El manipulador puede provenir del ámbito corporativo o no, pero sin importar de donde provenga, lo que sí es cierto es que, generalmente, según el tipo de manipulación en la que incurra, debe gozar de una posición que le permita lograr un impacto relevante en los mercados financieros como, por ejemplo, poseer un capital considerable para iniciar una estrategia manipuladora y que otros le sigan, o tener poder de mercado¹⁴⁹⁶, entre otras circunstancias que le permitan realmente incidir en la cotización mediante un comportamiento manipulador.¹⁴⁹⁷

A decir verdad, las opciones son infinitas en cuanto a sujetos y esquemas manipuladores. Un manipulador puede ser un intermediario, un inversor institucional, un político, el gobierno, un terrorista, o una persona que se aproveche, v. gr., del acceso a fuentes de rápida difusión de información, como lo es un medio de comunicación. Incluso, una

comunitaria hace empleo del “sistema de lista” para designar a las personas sujetas a la prohibición de utilizar información privilegiada, pero aquel listado “es tan amplio que funciona prácticamente como una prohibición de alcance general” (198), sin que queden fuera de semejante prohibición ni de las consecuencias asociadas a su incumplimiento las personas jurídicas.» Vid. TAPIA HERMIDA, A. (2010), “El concepto de utilización...”, pp. 115-116.

¹⁴⁹⁶ «A corner works by exploiting frictions in the market that make it costly to enhance deliverable supplies. Only traders that are sufficiently large enough to force such costly distortions by demanding (or making) excessive deliveries-or threatening to do so--can profitably engage in such a manipulation. "Punching" the settlement price exploits the fact that markets are not perfectly liquid, and again requires trading in a quantity large relative to the amount of liquidity available at a point in time. In contrast, a fraud-based manipulation does not work directly through the size of the manipulator's position or trades. Instead, it works by distorting information. Such manipulations are likely to be most effective for highly sensitive information instruments such as stocks.» Vid. PIRRONG, C. (2010), p. 6.

¹⁴⁹⁷ «Our theoretical analysis above shows that a key to successful manipulation is the pooling of the manipulator with the truthful informed party. Hence, the manipulator needs either to be informed or to be able to credibly pose as being informed. There are many ways to do this. For example, one way to credibly pose as an informed party is to be an insider. Others such as brokers, underwriters, market makers, or large shareholders can also credibly pose as informed investors... **Corporate insiders such as executives and directors are involved in 47.89% of the manipulation cases. Brokers are involved in 64.08% of the cases. Large shareholders with at least 5% equity ownership are involved in 31.69% of the cases. Market makers and stock underwriters are involved in more than 20% of the manipulation cases.** The sum of the percentages across types exceeds 100% because more than one “potentially informed” type can be involved in any given case. Indeed, most manipulation schemes are undertaken jointly by several parties. This evidence suggests that manipulators are close to the information loop and can thus credibly pose as being informed about the future value of stocks.» (negrilla añadida). Vid. AGGARWAL, R. K. / WU, G. (2006), pp. 1937-1938

estrategia manipuladora podría provenir de una filial que con dinero prestado de la principal empiece a mover el precio de los valores de ésta en el mercado financiero.

Diferenciar a un manipulador de quien no lo es y está negociando legítimamente, no es una cuestión fácil, sobre todo cuando se trata, por ejemplo, de un inversor institucional o de alguien con una posición de poder en el mercado.

No es sencillo discernir, por lo menos, a primera vista, cuándo un inversor grande, quien por su poder en el mercado, su tamaño, el volumen de sus negocios y sus necesidades particulares, puede actuar tanto motivado por razones económicas legítimas, como por una voluntad de afianzar su posición en el mercado (quizás de cuasi-monopolio) y excluir a otros, haciéndoles imposible competir libremente por las oportunidades de inversión que se dan en los mercados financieros.

Expliquémoslo mejor, recurriendo a un ejemplo muy problemático elaborado por algunos autores¹⁴⁹⁸ respecto al mercado de futuros. Este ejemplo resulta muy interesante porque nos muestra cómo interaccionan los mercados de materias primas (o productos físicos) y los mercados de derivados,¹⁴⁹⁹ en especial, cómo puede manipularse un mercado de derivados desde una posición de poder de mercado alcanzada en un mercado de *commodities* (*market power manipulation*¹⁵⁰⁰).

Un futuro consiste en un negocio a plazo en los que una parte – digamos A – se obliga a vender (posición corta) y la otra – B – a comprar (posición larga) un activo subyacente determinado, en una fecha posterior preestablecida.

Siendo así, supongamos que A decide que no va a entregar la «*commoditie*» (materia prima) sobre la que versa el contrato de futuros y, sin acudir a B busca otras contrapartidas; es decir, compra en el mercado un contrato de algún vendedor o vendedores (C y D) que le permita salir y liquidar su posición inicial frente a B.

Usualmente, luego de un contrato de futuros, las partes liquidan los contratos antes de las entregas, pero puede suceder que B quiera mantenerse hasta el final y esperar a que le entreguen la materia prima.

¹⁴⁹⁸ Vid. FISCHER, D. / ROSS, D. (1991), pp. 542-544; HARRINGTON, W. D. (1980-1981), p. 253; McDERMOTT, E. (1979-1980); FRIEDMAN, R. (1990); y HIERONYMUS, T. A. (1977).

¹⁴⁹⁹ Vid. HARRINGTON, W. D. (1980-1981), pp. 243-244.

¹⁵⁰⁰ «The most common kind of market power manipulation is a "long" market power manipulation, executed by a trader who has purchased a large number of futures contracts. This is sometimes called a "corner" or a "squeeze." In a long market power manipulation, the large buyer ("the large long") accumulates a futures position allowing him to demand delivery of more of the commodity than is available in the delivery market at the competitive price. Additional supplies can be brought into the delivery market, but only by incurring an exceptional cost.» Vid. PIRONG, C. (2010), p. 3.

Si B ya controla o ya tiene gran parte de la oferta de la materia prima o el producto físico en cuestión – que estaría disponible para la entrega – y tiene a su vez una posición larga (de compra) en el mercado de futuros, puede ocurrir que quienes compraron la posición de A no tengan con qué cumplir, es decir, no tengan cómo entregar la materia prima y que su situación no sea ni siquiera aliviada porque otros como B (pero distintos de éste) liquiden anticipadamente su posición en el mercado. Por supuesto, esto empujará los precios de las *commodities* hacia arriba antes de que expiren los contratos.¹⁵⁰¹

B se niega a liquidar su posición en el mercado e insiste en la entrega, mientras que C y D no encuentran cómo cumplir con ella; hasta que casi al tiempo de expiración de los contratos, B empieza a vender futuros a precios, por supuesto, elevadísimos.

¿Ha actuado B como un manipulador? ¿Puede darse la manipulación a través de una omisión de liquidar la posición antes de la expiración de un futuro? Habrá que mirar con mucho cuidado su situación al momento de adquirir los futuros y cuando ejerce el poder de mercado.

En teoría, B tendría muchas formas de argumentar que su actuación fue legítima y no incurrió, por ejemplo, en una estrategia de «*squeezing*¹⁵⁰²» (acaparamiento)¹⁵⁰³. Como expresa FRIEDMAN, podría decir que su conducta no tuvo gran impacto en los precios del mercado porque no poseía una gran cantidad de *commodities*; que mantuvo su posición con la expectativa de que los precios subieran según ciertas condiciones del mercado, independientemente de su conducta; que pensaba que la materia prima estaba siendo infravalorada, o que realmente la necesitaba en sus actividades productivas.¹⁵⁰⁴

¹⁵⁰¹ BYRD propone prevenir, más que sancionar, los *corners* y los *squeezes* mediante el *safe-ratio method*. La esencia de este sistema de prevención es la siguiente: «Therefore, while an exchange should be allowed to choose any reasonable method of averting an emergency situation before it develops, 123 once an exchange ascertains that the deliverable supply¹²⁴ of a given commodity is so dangerously low in proportion to the amount of open interest that there is no realistic delivery alternative to liquidation,¹²⁵ mandatory emergency measures should be triggered automatically. Normal trading should cease, and liquidations should be compulsory. New sales should be restricted only to parties who have the commodity available to deliver.¹²⁶ Enough outstanding contracts should be mandatorily liquidated to restore a "safe" ratio of deliverable supply to open interest.» Vid. BYRD, R. T. (1978-1979), pp. 945-947.

¹⁵⁰² «...in addition to scienter, three elements are necessary for a squeeze to constitute manipulation: a controlling position in the future, insufficient deliverable supplies, and the ex-action of artificial price in liquidation.92.» Vid. HARRINGTON, W. D. (1980-1981), p. 255.

¹⁵⁰³ «1) It shall be a felony intentionally to make or take excessive deliveries against any commodity contract; and/or to make excessive purchases of sales of any commodity; and/or to liquidate an excessively small number of commodity contracts; and/or to take any other action that distorts [or, causes a distortion in] the price of any commodity, or distorts [or causes a distortion in] the relationships between any commodity price and the prices of related commodities. 2) In determining whether prices have been distorted by any of the types of conducted listed above, the trier of fact shall consider, and evaluate according to the prevailing standards applicable to scientific evidence, statistical, econometric, and analytical evidence pertaining to prices and price relationships, including, inter alia, spatial and temporal price relationships. 3) Intent shall be evaluated based on the actions undertaken at the time market prices and/or price relationships are distorted. 4) Any action that would be commercially unreasonable, or unprofitable, but for the effect of that action.» Vid. PIRRONG, C. (2010), pp. 14-15.

¹⁵⁰⁴ En *Volkart Brothers, Inc. v. Freeman*, decisión judicial estadounidense, se decidió que un *squeeze* no vulneraba el CEA, salvo que fuera intencional. Vid. BIANCO, J. J. (1977-1978), p. 36

¿Y si B tenía una buena cantidad de materia prima? Su actuación tendría, ciertamente, un gran impacto en los precios, pero podría alegar que, por eso mismo, si hubiera salido a vender, podría haber provocado un descenso sustancial de los precios y nadie tiene por qué soportar semejante carga.

Obviamente, todo lo anterior exigiría que B diera explicaciones, podría fácilmente exponer y dar cuenta de esas expectativas, y hasta probar la infravaloración, pero si poseyera gran parte de las materias primas al momento de la expiración de los futuros, su esfuerzo tendría que ser mayor y no sería fácil convencer a las autoridades – al menos a nivel administrativo – de que no había un esquema de acaparamiento en marcha.¹⁵⁰⁵

Desde luego, si B prueba que su actuación es una práctica aceptada por el mercado, la discusión anterior sobraría, pero hay conductas que sin ser reconocidas oficialmente como prácticas aceptadas por el mercado, podrían tener un sentido económico que ameritaría reflexionar más sobre la conveniencia de su prohibición o no.

No obstante lo anterior, el ejemplo propuesto es muy discutible y de allí los problemas si no hay una práctica de mercado aceptada que respalde una determinada actuación, pues habría riesgo de que fuera calificada como manipuladora.

Se ha entendido, erróneamente, que las estrategias de manipulación por acaparamiento del mercado de *commodities*, en conjunción con el mercado de derivados, sólo acontecen cuando se ha adquirido una gran cantidad de productos físicos o materias primas y, a través de esta posición de poder de mercado, se ha buscado incidir en el precio de los derivados.¹⁵⁰⁶

Sin embargo, sin ni siquiera tener *commodities* en su poder, cualquiera podría manipular el mercado por acaparamiento si ha adquirido derivados, en una cantidad que

¹⁵⁰⁵ «The squeezer, by contrast, takes advantage of shorts who may have no use for the physical product but who must pay a high price, by purchasing either the physical commodity or relief in the form of an offsetting contract, to avoid default. Whereas the monopolist makes his profit by selling physical product to those who value the product independently, the squeezer may make most of his profit by selling relief to those under a legal compulsion to buy. In an extreme case, the squeezer, although potentially a low-cost supplier to the market, removes from the market product supplied at high cost by others.³⁴ ...We have seen that, although ordinary monopoly pricing and a squeeze both involve withholding supply from the market to push the price up, only the squeezer does so by exploiting the vulnerability of the shorts to sanctions. This distinction suggests a concise definition of a squeeze, modified from the price-impact test: To qualify as a squeeze, the price impact of the trader's conduct in *exploiting the vulnerability of the shorts to sanctions for default* must be a but-for cause of the conduct.» Vid. FRIEDMAN, R. (1990), pp. 44-46

¹⁵⁰⁶ «Moreover, by distorting prices, market power manipulation interferes with the price discovery of derivatives markets: rather than serving as beacons of competitive supply and demand conditions, manipulated prices reflect monopoly power. Although a corner is the most important type of market power manipulation, short market power manipulations are possible too. In a short market power manipulation, a large short makes excessive deliveries of the commodity in order to drive down the futures' price, thereby allowing him to repurchase his futures' positions for less than the competitive price.» Vid. PIRRONG, C. (2010), p. 4.

exceda la oferta o suministro de *commodities* necesarios para cumplir con las entregas¹⁵⁰⁷ – a un precio competitivo – al llegar la expiración de los contratos respectivos. Mejor dicho, un acaparamiento en el mercado de futuros puede ocurrir con independencia de si el manipulador se mantiene adentro o afuera del mercado al contado.¹⁵⁰⁸

Efectuada esta aclaración, lo que nos proponen los expertos¹⁵⁰⁹ para identificar una manipulación es realizar una verificación del impacto de la conducta juzgada en los precios del mercado, el denominado “*price-test impact*”.¹⁵¹⁰ A la luz de esta teoría la manipulación es una conducta motivada por su impacto en el precio, por la esperanza de afectar el precio en el mercado.

Por ende, quien investiga una manipulación debe preguntarse si la conducta de quien negocia está motivada decisivamente por la expectativa de afectar el precio en el mercado (si lo contempló o pudo razonablemente contemplarlo como probable dentro del curso causal) y, claro está, si en ausencia de tal expectativa hubiera actuado de la forma en que lo hizo, es porque realmente no hay manipulación – siempre y cuando dicha conducta no esté proscrita –

1511

Lo anterior sugiere que en la manipulación es necesario hacer un juicio *a priori* sobre la probabilidad de que una conducta o una operación (ya no sólo una información como pasaba en el *insider trading*) tenga un efecto significativo en los mecanismos de formación de

¹⁵⁰⁷ DAVIDSON propone eliminar el requisito de la entrega en los mercados de futuros, así: «Where there is an active cash market for a commodity outside the futures market, the option of delivery currently permitted by the futures contract could simply be eliminated. At the expiration of the contract, any open interest would be liquidated at the cash price.⁵⁰ The delivery option was important historically as a means to protect against arguments that futures trading constituted unlawful gambling, and older discussions of futures trading may give the delivery option undue importance for that reason.⁵¹ However, none of the principal functions that the futures market is supposed to perform requires that delivery on the futures market be available.⁵² Now that stock index futures, in which all contracts settle in cash, are an accepted part of the futures trading scene, nondelivery contracts clearly are workable and practical.⁵³» Vid. DAVIDSON, G. A. (1985), pp. 1297-1298.

¹⁵⁰⁸ BIANCO expresa que existe una relación indirecta entre el precio de las *commodities* en los mercados al contado y el precio de los futuros en los mercados de derivados. En el mercado al contado el precio refleja la oferta y la demanda en un momento y lugar determinados, pero en los futuros, el precio refleja con anticipación la oferta y la demanda en el tiempo y sin importar el lugar. Los precios de los futuros suelen aproximarse a los precios de los mercados al contado a medida que la fecha de expiración se aproxima, aunque esta situación no siempre ocurre y el precio de los derivados puede desbordar el precio de los mercados al contado, porque el mercado de futuros no está pensando para la entrega física de las *commodities*. Vid. BIANCO, J. J. (1977-1978), pp. 28-29.

¹⁵⁰⁹ Vid. PERDUE, W. (1987) y FRIEDMAN, R. (1990).

¹⁵¹⁰ «The best approach to the problem, I believe, is to ask whether there is any less restrictive course of conduct that the trader would have found preferable to his actual conduct if the actual conduct had in fact led to the same price that this less restrictive course would have. There may be, however, an air of unreality about asking this question: We cannot hypothesize that the trader's course of conduct would lead to a price substantially different from the one it actually did lead to unless we also hypothesize a change in the facts of the situation, such as the extent of available supply, or in economic reality. This perhaps is endemic to the nature of causal inquiries: They may ask us to examine the consequences of counterfactual situations, and in doing so to assume a change in the factor under examination (here, the price resulting from a given course of conduct), but not in others.¹⁷» Vid. FRIEDMAN, R. (1990), pp. 38-39

¹⁵¹¹ «The test is, however, considerably more tractable if broken down into two parts. First is the price-impact test: Is there any less restrictive course of conduct that the trader would have found preferable to his actual conduct if the actual conduct had in fact led to the same price as this less restrictive course? This is a "safe harbor" test, because if the answer is negative the conduct should, without further inquiry, be considered not to be a squeeze. If the answer is affirmative, it then becomes necessary to ask a second question: If the only sanction for a short's default were the ordinary measure of contract damages, would the long trader have withheld supply to a lesser extent than he did? If the answer to this question, as well as the first, is affirmative, then the trader squeezed the market.⁴⁶ I shall call this two-part approach the modified-sanctions test.» Vid. FRIEDMAN, R. (1990), pp. 50-51

los precios en el mercado. Si de la conducta del manipulador pudiera inferirse una expectativa sobre tal resulta, habría manipulación.

Este test emplea conceptos como el de las expectativas, pero no el de las intenciones. Y esto tiene una explicación de fondo, la intención tiene un componente volitivo más fuerte, hay una determinación de la voluntad para alcanzar un fin. En cambio, la expectativa es apenas una esperanza de que algo suceda, se contempla algo como posible o probable dentro de un curso causal que se inicia.

En la expectativa el sujeto reflexiona sobre las posibilidades – normalmente razonables – de que algo pueda conseguirse o realizarse¹⁵¹². Sería algo así como el desdoblamiento que se hace del dolo en: conocimiento y voluntad; por ello, la expectativa estaría más próxima al conocimiento y con actos que lo evidencien es más fácil inferir intenciones que demostrar una intención en sí misma.

Esta técnica de definición de la manipulación mediante elementos más objetivos puede suscitar muchas críticas, incluso hay autores¹⁵¹³ que piensan que la manipulación jamás podría objetivarse, ni definirse objetivamente, esto es, desprenderse de su componente intencional.

Realmente, conforme a su propia naturaleza, no hay manipulación culposa, siempre es intencional; sin embargo, lo que se trata de hacer con un concepto jurídico de manipulación más objetivo es flexibilizar la prueba de esa intención. En el ámbito jurídico es común amoldar, si es necesario, la prueba de algún elemento indispensable para que surja responsabilidad jurídica, incluso, respecto de la misma causalidad donde varios sujetos y/o factores pueden hacer difícil la identificación clara del responsable y de la causa de un daño.¹⁵¹⁴

Ya la DAM y, por supuesto el RAM, muestran cierta precaución al exigir intenciones de manera explícita, sin tampoco mostrar una completa indiferencia respecto de los motivos

¹⁵¹² «Hence, the Advocate General explained, reasonable expectations did not require a high degree of probability that a set of circumstances will arise, nor must the consequences of these circumstances for the pricing of financial instruments be certain or near-certain. He refused to define abstract percentage thresholds of probabilities and rejected claims by Daimler to adopt a high standard of probability in order to deter speculative behaviour.» Vid. HELLGARDT, A. (2013), p. 865

¹⁵¹³ «Thus, there is no objective definition of manipulation. The only definition that makes any sense is subjective - it focuses entirely on the intent of the trader. Manipulative trades could be defined as profitable trades made with "bad" intent - in other words, trades that meet the following conditions: (1) the trading is intended to move prices in a certain direction; (2) the trader has no belief that the prices would move in this direction but for the trade; and (3) the resulting profit comes solely from the trader's ability to move prices and not from his possession of valuable information. Traders who trade with "good" intent - for the purpose of moving prices in the direction they believe prices will move - are not engaged in manipulation. Similarly, traders with private information who disguise their trades with the effect that prices do not move in the correct direction, or even move in the wrong direction, also trade with "good" intent and thus are not engaged in manipulation because their ultimate profit is attributable to the private information they possess.» Vid. FISCHER, D. / ROSS, D. (1991), p. 510.

¹⁵¹⁴ Vid. MÚRTULA LAFUENTE, V. (2006).

que existan detrás de las intenciones, por ejemplo, a la hora de justificar una conducta o práctica de mercado.

Empero, al configurar las prohibiciones, tanto la DAM como el RAM prefirieron dar paso al análisis de situaciones que, en principio, podrían ser más objetivas: los efectos, el impacto por sí mismo de una conducta en el mercado, o su idoneidad para causar dicho impacto, en caso de que el proceso causal resulte afectado o interferido.¹⁵¹⁵

Esta atención mayor a la causalidad que a los elementos subjetivos, hacen posible que podamos exigir responsabilidades jurídicas más estrictas, subsanando y solucionando, cuando fuere el caso, aquellos vacíos, problemas o dificultades que puedan presentarse en el tema de la causalidad, que es bastante discutida en materia de abuso de mercado, pues, muchos perciben las conductas constitutivas de abuso de mercado como actuaciones normales a las que el mercado sabe adaptarse y que equilibra de alguna manera.

Al final, con apoyo en el RAM podemos afirmar que, tanto en la manipulación del mercado como en el *insider trading*, cualquiera puede llegar a ser responsable por abuso de información privilegiada o manipulación del mercado. La delimitación del insider y del manipulador se deriva de su actuación en el mercado de valores y no de una posición, un cargo, un deber fiduciario, etc..

En el *insider trading* lo fundamental es el acceso a la información privilegiada, su aprovechamiento o divulgación / comunicación ilegítimas; y en la manipulación, habrá que considerar si la conducta altera los mecanismos de formación de los precios, sin razones legítimas.

2.1. El daño y los perjudicados.

Al igual que pasa con el *insider trading*, el carácter perjudicial de la manipulación también ha sido discutido¹⁵¹⁶, incluso se considera inútil prohibir una conducta que para

¹⁵¹⁵ «El precepto no exige que se haya producido una real alteración en los precios, sino que prohíbe la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios, entendiéndose por tales prácticas, entre otras, aquellas operaciones u órdenes que puedan proporcionar indicios engañosos sobre la oferta o la demanda. Por ello, en la tipificación, la conducta que proporciona indicios engañosos sobre oferta y demanda, se considera con aptitud suficiente para producir un falseamiento en los precios de forma autónoma. No es pues necesario, ni que la finalidad sea la alteración de los precios, ni que esta se haya producido ni que exista perjuicio, pues el precepto tipifica autónomamente el proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda, como un comportamiento constitutivo de prácticas que falsean la libre formación de los precios. No compartimos por ello la afirmación de la actora en cuanto a que la infracción lo sea de resultado y no de riesgo. Entendemos que la dicción literal del precepto lleva a concluir que nos encontramos ante una infracción de riesgo, pues tipifica la conducta en cuanto a su potencial incidencia sobre la libre formación de precios, pero no exige que los precios efectivamente hayan sido alterados. Así las cosas, no podemos aceptar que el comportamiento haya de ser calificado como infracción leve.» Vid. SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 3 de febrero de 2014, Recurso núm.: 103/2013, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena.

¹⁵¹⁶ Vid. FISCHER, D. / ROSS, D. (1991).

muchos es imposible de probar. Sin embargo, esa mayor dificultad al momento de demostrar la existencia del abuso de mercado, no puede convertirse en óbice para proteger a los mercados financieros, ni específicamente a quienes participan en ellos.

Una dificultad probatoria no puede traducirse en la negación de un derecho, al contrario, corresponde a la ley encontrar la manera justa y apropiada para facilitar la demostración de un hecho ilícito y, en el caso de la responsabilidad civil, de los respectivos daños.

Si ya el carácter perjudicial del abuso de mercado es objeto de polémica, mayor es la inquietud que rodea al tema de la causación de perjuicios como consecuencia del *insider trading* o la manipulación del mercado. Algunos ven los perjuicios/pérdidas resultantes del abuso de mercado como costes de transacción que todos los operadores en el mercado deben soportar.

Sin embargo, tanto en el *insider trading* como en la manipulación del mercado se puede partir de una idea común: el demandante hubiera actuado de otra manera si hubiera sabido que el demandado operaba con una información de la que el primero no disponía o, en el supuesto de la manipulación, el demandante no hubiera intervenido en el mercado si hubiera sabido que el demandado estaba alterando los mecanismos de formación de los precios.

El iniciado y el manipulador deben respetar las reglas de juego de los mercados financieros, y desde hace mucho tiempo, esas reglas condenan y prohíben el abuso de mercado.

Como recordaremos, en la manipulación del mercado se produce un daño inmediato que afecta a todos los participantes del mercado de valores, esto es, la alteración del proceso en el que normalmente se forman los precios, restando eficiencia y transparencia al mercado en cuestión.

Dicha alteración cambia las condiciones de negociación en un mercado financiero, amañándolas para satisfacer el interés de quien la origina o intenta hacerlo. Esa variación de las condiciones de negociación impacta directamente en los intereses concretos de quienes participan en el mercado, respetando sus reglas, pues, poseían una expectativa legítima de intervenir en el proceso de formación de los precios, según las circunstancias y contingencias corrientes del mercado de valores, que está hecho para facilitar los intercambios financieros, no para defraudar.

Cuando se interviene en el mercado de valores hay una confianza implícita en que el precio de los instrumentos financieros es el resultado de la interacción de las fuerzas del mercado, particularmente, la oferta y la demanda, y no de un estado de cosas artificial provocado por otro u otros, a su arbitrio.

Tanto en el *insider trading* (que muchos ven como una mera deslealtad general al mercado, o una simple asimetría informativa que representa un costo transaccional normal), como en la manipulación, se generan perjuicios a quienes intervienen en el mercado, consistentes – por lo general – en pérdidas económicas o daños a la reputación,¹⁵¹⁷ y no hay razón jurídica ni económica suficiente que justifique la no aplicación de las reglas de la responsabilidad civil.¹⁵¹⁸

Miremos el daño y los perjudicados en la manipulación del mercado a través de un ejemplo que integra manipulaciones informativas y operativas.

1. Supongamos que B es un analista de inversiones muy reputado, quien trabaja habitualmente al servicio de una cadena televisiva internacional. Sus opiniones de inversión son tenidas en cuenta por muchos inversores al momento de operar en el mercado de valores.

2. B tiene algunas inversiones en la compañía Z, que se dedica a la confección y comercialización de ropa juvenil. B es informado por algunos ejecutivos de dicha compañía (A y E) que en un futuro muy cercano la empresa tendrá que afrontar pérdidas cuantiosas, al haber perdido sus clientes principales.

3. B emite un informe muy positivo sobre la compañía Z, a fin de darse un respiro y lograr la venta de sus inversiones a un buen precio, antes de que se haga pública su mala situación. En dicho informe (transmitido por la televisión), B asevera que la actividad de Z va “viento en pompa”, que está haciendo esfuerzos muy grandes por conseguir clientes en el extranjero y que está a punto de cerrar tratos por sumas millonarias, cuando en realidad dichos acuerdos están apenas en una fase exploratoria.

¹⁵¹⁷ «If the market had understood that management was corrupt or the controls seriously deficient, it would have discounted the stock price; thus, the drop in stock price attributable to its reassessment of management and internal controls is, in the phrase of the Second Circuit, the "materialization of the risk '71 that links the resulting damage to the previous misstatement. Accordingly, the loss attributable to the market's reassessment of the integrity of management and controls results from the fraudulent misstatements and not "new, firm-specific" facts unrelated to the fraud.» Vid. BLACK, B. (2009-2010), p. 178.

¹⁵¹⁸ «...First of all, it is possible to note how the existence of a civil-law remedy could be justified in terms of efficiency. It cannot in fact be stated that a failure to comply with the rules on the correct dissemination of information can only result in a shift of wealth between investors. There is a whole series of social costs which a failure to comply with the above rules would cause for investors, cost relating to the precautions that these investors would have to take in order to verify the correctness of information or even to invest in contexts other than the capital market.» Vid. PELLI CATTANEO, M. (2009), pp. 39-40.

4. Después de su recomendación B vende las acciones de las que era titular a D.

5. C, representante legal de una compañía de joyas – W –, decide invertir en Z, incluyéndola en su portafolio de inversiones. Cuando Z hace público el estado de sus pérdidas y ganancias, su acción pierde hasta un 40% de su valor, lo que ocasiona – entre otras cosas – pérdidas importantes a W y D, y el despido fulminante de C.

6. En razón a este descenso tan significativo del valor de las acciones de Z; dos ejecutivos de esta compañía, A y E, deciden “maquillar” las cuentas de la empresa para ocultar las pérdidas, las difunden y emiten un comunicado en el que informan lo siguiente: a) que recuperaron a sus clientes principales – renegociando algunas condiciones –, y b) que lograron cerrar varios acuerdos con nuevas empresas, lo que incrementará, lógicamente, su producción y la distribución de sus productos. La información a) es cierta, pero b) no lo es.

7. Seguidamente, A y E deciden iniciar una serie de compras y ventas en el mercado para subir el precio de las acciones de Z, claro está, tales operaciones las efectúan a través de terceros, con algunos recursos propios de la compañía y mediante un préstamo que obtuvieron de M; a quien le dieron en prenda un porcentaje importante de las acciones, convenciéndolo de que Z no estaba en crisis y sus proyecciones de ganancias eran muy positivas.

8. Cuando la acción ha recuperado un 20% de su valor inicial, K y Ñ – pequeños inversores – deciden invertir en Z, para descubrir pocos meses después que la compañía entrará en liquidación.

El ejemplo suscita muchas preguntas que normalmente nos podríamos hacer como juristas, de hecho, toca también al *insider trading*, aunque no profundizaremos sobre esta conducta al haber sido tratada con anterioridad. Hagamos, entonces, un inventario de algunos de esos interrogantes para tratar de comprender la magnitud de la manipulación del mercado:

1. ¿Cómo se comprueba que las opiniones del analista son atendidas por muchos inversores? ¿Incidirá en la manipulación que el analista goce de popularidad?

2. ¿En qué circunstancias concretas se entera B de la mala situación de Z? ¿Por una filtración entre amigos, o por razón de su trabajo?

3. ¿Qué incidencia tiene que un analista utilice un medio de comunicación como la televisión para divulgar sus informes? ¿B reveló sus conflictos de interés en el mismo informe

o al momento de su divulgación? O ¿Esos conflictos de interés ya eran conocidos por la generalidad de los inversores?

¿Un informe positivo que omita información privilegiada desfavorable constituye una infracción a las prohibiciones de abuso de mercado? ¿Habría que demostrar que ese informe del analista afectó al precio de mercado, o esto se presume?

4. ¿D negoció con B por la recomendación? ¿Sabía D de la mala situación de Z, acaso le importaba? ¿Habría *insider trading* por parte de B?

5. ¿Los ejecutivos de Z retrasan la divulgación de la información negativa sin cumplir con los requisitos legales, en particular la dispensa de la autoridad correspondiente? ¿C decide invertir en Z motivado por el informe del analista? ¿La decisión de inversión de C puede relacionarse con el retraso en la divulgación de la información negativa? ¿C hubiera negociado de conocer la información negativa?

¿La pérdida del 40% del valor es imputable a la información negativa o hay otros factores en el mercado que puedan explicarla, o haber coincidido con ella? ¿Es el analista responsable por el despido de C?

6. ¿Falsear la información contable constituye siempre manipulación del mercado de valores? ¿Cómo distinguir el impacto en el precio de cotización de una información parcialmente cierta?

7. ¿A, E y los terceros son responsables por manipulación del mercado? ¿Un acreedor con una prenda de acciones puede alegar que fue perjudicado por una manipulación del mercado?

8. ¿Esa revalorización del 20% es sólo imputable a las estrategias de inversión de A y E, o habrá otros factores que sea necesario considerar? ¿Si hay otros factores, cómo calcular la proporción que les corresponde en la revalorización? ¿K y Ñ deciden invertir por la revalorización de la compañía, podrán alegar que fueron víctimas de una manipulación del mercado?

Los hechos ilícitos, a efectos de la responsabilidad civil, podrían ser los siguientes: a) Un aprovechamiento de información privilegiada por parte de B, al negociar con D (que no analizaremos). b) Una manipulación informativa por parte de B, un analista reputado que

difunde una recomendación de inversión con datos falsos.¹⁵¹⁹ c) La manipulación contable de las cuentas de Z por parte de A y E. d) La manipulación informativa de A y E, quienes difunden y suministran información falsa. e) La manipulación operativa que realizan A, E y los terceros para subir el precio de las acciones de Z.

Y los daños podrían sintetizarse así: a. La afectación ilegítima de la cotización. b. Las pérdidas económicas de quienes negociaron acciones de Z. c. La pérdida de credibilidad de la cadena de televisión. d. La afectación de la imagen de Z. e. Las pérdidas de los accionistas de Z. f. La pérdida de valor de la garantía para el acreedor prendario. g. La pérdida de empleo del representante legal de W.

Antes de analizar el caso propuesto, aclaremos algunas ideas imprescindibles para su cabal entendimiento.

La doctrina de la eficiencia del mercado, teoría económica empleada para analizar también al abuso de mercado, expone que un mercado será más o menos eficiente según la mayor o menor disponibilidad de la información, y la capacidad del propio mercado para incorporarla rápidamente o no.

Esa disponibilidad¹⁵²⁰ de la información dependerá no sólo de su complejidad o tecnicidad, sino también de los costos que implique su consecución, análisis y contraste. Las nuevas tecnologías de la información y los medios de comunicación han facilitado enormemente la distribución de la información que puede ser relevante para el mercado financiero, y han potenciado su consiguiente absorción o incorporación en los precios.

De tal manera que, si una información es fácil de “digerir” por parte de los inversores y se disemina por un medio de comunicación al alcance de muchos de ellos, como la televisión, su incorporación al mercado será más rápida.

¹⁵¹⁹ Habría que examinar una posible responsabilidad de la cadena televisiva, pero el caso no deja ver los elementos que fundamentarían adecuadamente el reproche. El ejemplo tampoco nos deja ver con claridad si pudo haber existido un retraso no justificado de divulgación de información por parte de la compañía Z, en cabeza de A y E.

¹⁵²⁰ «First, courts should examine how the information is disseminated into the public and how investors obtain the information. Professors Ronald Gilson and Reinier Kraakman recognize that the market responds differently to particular kinds of information.²¹⁰ They maintain that market efficiency depends upon the availability of the information to traders.²¹¹ Because the different ways information is distributed make information available to varying numbers of investors, Gilson and Kraakman assert that information should be categorized into particular "sets" of information rather than as information in general.²¹² "An efficient market response to one information set does not necessarily mean that the market will respond efficiently to a different information set."²¹³ They assert that the availability of information is a function of how it is disseminated to the market, how many traders are aware of the information, and the cost to traders to obtain the information.²¹⁴ The expense of obtaining, verifying, and analyzing information varies from investor to investor.²¹⁵ Thus, even though a piece of information is technically placed into the public domain, it may only be absorbed only by a small number of investors.²¹⁶» Vid. LAI, D. (2010-2011), p. 1145

La información que circula en los mercados financieros puede ser el resultado de rumores o, inclusive, del propósito de distorsionar el mercado e influir, a capricho, en la cotización de un instrumento financiero determinado.

El examen de la fuente de la información es muy importante para dotar de mayor o menor veracidad a los datos que circulan en los mercados de valores. Muchas veces, la identificación de la fuente no es posible, lo que no necesariamente le restaría impacto, aunque tendría que analizarse con cuidado para poder ser verificada.

Cuando la información proviene, v. gr., de una autoridad, goza de una credibilidad decisiva y su impacto en el mercado dependerá de su relevancia. Cuando la información proviene de la propia empresa o de los analistas de inversión¹⁵²¹, esa credibilidad, cuando la información es muy positiva y entusiasta, se ve moderada por el reconocimiento implícito que hace el propio mercado acerca de la existencia de conflictos de interés.

Es más, en el caso específico de los analistas con reputación cuestionable, o cuyos conflictos de interés son muy conocidos, es usual que el mercado no reaccione, esto es, que sus recomendaciones no afecten al precio de los instrumentos financieros. Sin embargo, en nuestro ejemplo, el analista goza de popularidad y trabaja en la televisión, ostentando así una posición de ventaja considerable para la difusión de sus informes.

No obstante lo dicho, la información cuya fuente es el emisor es una de las más trascendentes, dándose casi por descontado que afectará la cotización de los valores. En nuestro ejemplo concreto, la información divulgada por A y E, luego de un descenso de la cotización hasta del 40% es muy positiva, podría generar alarmas entre los inversores, pero también es falsa y engañosa, y los podría inducir a error o engaño.

En este orden de ideas, según quien sea la fuente de la información (y sea ésta cierta o no), se podrá hablar de una expectativa mayor o menor de seguimiento por parte de quienes intervienen en el mercado. Es decir, esa información logrará mayor o menor impacto en el mercado de valores y, por ende, en las decisiones de inversión/desinversión, dependiendo de su origen.

Asimismo, como se dijo, el impacto de la información en los precios dependerá también de la forma en la que es divulgada al mercado, y la manera cómo es incorporada por éste, pues los mercados responden de forma muy disímil frente a cada clase de información.

¹⁵²¹ Vid. LAI, D. (2010-2011), p. 1125 y pp. 1136-1137.

Analicemos la situación de B según algunas decisiones estadounidenses, para finalizar con la postura que nos permite defender el RAM.

En los EE.UU., algunas cortes se preguntan si el informe del analista tuvo realmente efecto en la cotización y si pudo generar confianza¹⁵²² en el inversor para inducirlo a entrar en la negociación de un instrumento financiero determinado. Transitando por este camino, las cortes suelen exonerar a los analistas, alegando que concurren muchos factores a la cotización, que imposibilitan la identificación del impacto efectivo de sus informes, y que estos no produjeron la confianza mencionada.

Pero no todas las decisiones judiciales concluyen lo anterior, hay discrepancias entre las posturas judiciales, sobresaliendo el asunto *Basic, Inc. v. Levinson* (485 U.S. 224, 1988),¹⁵²³ decisión que pese a no ser la primera,¹⁵²⁴ tuvo mayor repercusión a la hora de afianzar la aplicación de la denominada teoría del fraude de mercado (*Fraud-on-the-market theory*), en adelante, FOMT.

La FOMT¹⁵²⁵ parte de la doctrina económica de la eficiencia del mercado, presumiendo la confianza de los inversores tanto en la integridad de los mercados financieros, como en la integridad del precio de mercado que los instrumentos financieros alcanzan dentro de aquellos.

Conforme a las reglas del *Common Law* que regulaban el fraude, normas que se hicieron extensivas a los eventos de fraude¹⁵²⁶ en los mercados financieros, los demandantes debían establecer, entre otros elementos, una pérdida económica (*loss causation*¹⁵²⁷) y la

¹⁵²² «Reliance is required to pursue a claim under Rule 10b-5 because it ensures the causal connection between the defendant's conduct and the plaintiff's injury.» Vid. LAI, D. (2010-2011), p. 1142

¹⁵²³ «In other words, under the Basic framework, no consideration is given to whether the market is efficient to the particular type of information that was misrepresented or omitted, or to whether the information affected the market for the stock.» Vid. LAI, D. (2010-2011), p. 1141.

¹⁵²⁴ «Although the Supreme Court did not address it until years later, the fraud-on-the-market theory first emerged in the Ninth Circuit in *Blackie v. Barrack*. 40 In that case, the court consciously and explicitly overlooked the lack of direct proof of reliance in a stock market transaction and, instead, inferred causation from a material misstatement or omission that impacted the market.⁴¹ Although its theoretical underpinnings would eventually call for Supreme Court clarification, the reasoning in *Blackie* was applied by a number of appellate courts over the next decade, and was never overtly rejected.⁴²» Vid. SIRKIN, S. M. (2009-2010), p. 312

¹⁵²⁵ «The fraud on the market theory is based on the hypothesis that, in an open and developed securities market, the price of a company's stock is determined by the available material information regarding the company and its business... Misleading statements will therefore defraud purchasers of stock even if the purchasers do not directly rely on the misstatements. The misstatements may affect the price of the stock, and thus defraud purchasers who rely on the price as an indication of the stock's value. By artificially inflating the price of the stock, the misrepresentations defraud purchasers who rely on the price as an indication of the stock's value. The causal connection between the defendants' fraud and the plaintiffs' purchase of stock in such a case is no less significant than in a case of direct reliance on misrepresentations. In both cases, defendants' fraudulent statements or omissions cause plaintiffs to purchase stock they would not have purchased absent defendants' misstatements and/or omissions.» Vid. *Peil, et ál., v. Speiser, et ál.*

¹⁵²⁶ «In fraud cases involving public market securities transactions, plaintiffs must establish the following six elements to state a claim: (1) a material misrepresentation or omission; (2) scienter; (3) connection between the misrepresentation (or omission) and a securities transaction; (4) transaction causation, or reliance; (5) economic harm; and (6) loss causation.²⁹» Vid. SIRKIN, S. M. (2009-2010), p. 311

¹⁵²⁷ «Loss causation is a statutorily-created element of a private securities fraud claim, and it represents the causal connection between the defendant's fraudulent act and the plaintiffs economic injury.¹⁸» Vid. HAYCOCK, J. N. (2010-2011), p. 177

denominada «*reliance*» o confianza en la información o realidad distorsionada creada por los demandados. La idea es que esa confianza se produzca en circunstancias razonables, e induzca a otro a negociar con determinados instrumentos financieros.

Mientras que en la mayoría de los casos por fraude había que probar la confianza y ésta se examinaba según los efectos de la actuación tergiversadora o distorsionadora en la conducta de los accionantes; con la FOMT, si bien se analiza el grado en que dicha actuación impactó en los precios de los instrumentos financieros, se empieza a presumir que los inversores tuvieron en cuenta tales precios y confiaron en ellos para entrar a negociar en los mercados de valores.

Por las razones señaladas, *Basic* (485 U.S. 224, 1988)¹⁵²⁸ se hizo eco de la FOMT y estableció una presunción de confianza para negociar en el caso de que una información relevante y fraudulenta proviniera de los emisores, pues, según un simple juicio de sentido común y probabilidad, la información que tiene como fuente al emisor tiene la vocación de afectar al precio de sus acciones; de ahí que los perjudicados quedaran eximidos, en adelante, de demostrar que confiaron en dicha información al momento de negociar. Por supuesto, esta presunción admite prueba en contrario.

Pero, ¿quedarán los demandantes/inversores eximidos de demostrar que dicha información afectó realmente el precio de los valores? Algunos opinan que no debe demostrarse que la información del emisor, o la recomendación fraudulenta, afectaron efectivamente al precio de los valores¹⁵²⁹, sino que tenían una probabilidad significativa de hacerlo. De esta forma, no habría que despejar todas las dudas, a partir de probabilidades podría presumirse esa posibilidad de impactar en la cotización y generar confianza en el inversor para inducirlo a negociar.¹⁵³⁰

De hecho, la probabilidad es la técnica favorita de los economistas para estudiar los casos de abuso de mercado, junto con los movimientos específicos de la cotización. Por ello, siendo la prueba del abuso de mercado tan compleja y técnica, los juristas deberían darle más reconocimiento a la probabilidad cuando tuvieran que analizar los efectos o el posible impacto de una actuación en el mercado.¹⁵³¹

¹⁵²⁸ «Additionally, the Basic Court found that the applied presumption was consistent with the implied legislative policy of the securities laws, reasoning that by enacting legislation to facilitate investor confidence in the information concerning financial markets, Congress was recognizing that investors can be presumed to rely on such information.48» Vid. SIRKIN, S. M. (2009-2010), p. 313

¹⁵²⁹ En el caso *Oscar Private Equity Investments v. Allegiance Telecom, Inc.*, donde se estaba discutiendo la certificación de una acción de grupo, la Corte exigió prueba de que la actuación distorsionadora efectivamente produjo cambios en la cotización.

¹⁵³⁰ Vid. LAI, D. (2010-2011), pp. 1125-1138.

¹⁵³¹ «Lawyers, in my experience, tend to believe that intent can only be proven through statements made in emails, correspondence, documents, or recorded conversations. Thus, they tend to consider proving intent to be very problematic in manipulation cases, because these materials are often lacking, or impervious to unambiguous interpretation if they are.

¿Podrá esta presunción cobijar también a las informaciones fraudulentas que provienen de los analistas? Una respuesta definitiva no es posible, la extensión de la presunción del caso *Basic* a sujetos distintos de los emisores ha sido objeto de muchas críticas, ya que con ella se dio origen a un gran ánimo para entablar litigios¹⁵³², especialmente, a través de las denominadas «*class actions*» (acciones de grupo).¹⁵³³

Las cortes y el mismo legislador estadounidense, muy especialmente con el asunto *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo* (544 U.S. 336, 2005) y el *Private Securities Litigation Reform Act* de 1995 (PSLRA)¹⁵³⁴, empezaron a adoptar posiciones más estrictas a la hora de probar los elementos constitutivos del fraude o la manipulación en el mercado de valores, restando de alguna manera, con un argumento u otro, el alcance y el potencial de la presunción establecida por *Basic*, pues, esta presunción – para quienes desean moderar sus consecuencias – no pretendía ser tan general ni contemplar la situación de los analistas.

En la UE, por el contrario, y centrándonos en los analistas, el Art. 20.2. del RAM expresa que éstos deben actuar con la diligencia debida para garantizar que «la información se presenta de manera objetiva y para comunicar sus intereses particulares o indicar los conflictos de intereses relativos a los instrumentos financieros a los que se refiere dicha información».

Por una parte, es claro que en nuestro ejemplo, B no actuó con la diligencia debida, no presentó la información objetivamente y no relevó sus conflictos de interés. Más aún, tratándose de información privilegiada que no debía divulgar, B debía evitar elaborar un informe en los términos que lo hizo y abstenerse de negociar hasta que la información fuera divulgada a través de los canales apropiados, incluso por él mismo si no tuvo acceso ilegítimo

Economists look at things differently. They believe that it is impossible to make highly accurate evaluations of intent by comparing the conduct of an alleged manipulator, to that of a profit -maximizing, commercially rational, but competitive (i.e., price taking not price making) trader. A manipulator who intends to move prices will do things that no price taking trader would. By determining whether an alleged manipulator indeed engaged in such conduct, it is possible to rule out non-manipulative explanations for this behavior. This supports a finding of manipulative intent.» Vid. PIRRONG, C. (2010), p. 17.

¹⁵³² El problema principal de este tipo de acciones es que los procedimientos iniciales de certificación de las *class actions* en los EE.UU., consumen grandes recursos y tiempo, sometiendo al analista a una presión excesiva para cerrar acuerdos con los demandantes, y evitar exponerse a los riesgos de un juicio. Vid. LAI, D. (2010-2011), p. 1139 y SIRKIN, S. M. (2009-2010), p. 307.

¹⁵³³ «Both plaintiffs and defendants have strong incentives to settle fraud-on-the-market cases that survive the pleadings stage and warrant class certification.131 Defendant corporations will be eager to settle to avoid discovery costs, attorneys' fees, and the bad press associated with a securities fraud trial.132 Meanwhile, corporate officers will be personally motivated to settle because settlements, as opposed to final judgments, fall within directors' and officers' insurance policies, and will insulate executives from personal liability.133» Vid. SIRKIN, S. M. (2009-2010), p. 322

¹⁵³⁴ «Accordingly, the PSLRA imposes a number of obstacles on plaintiffs. Among them, the statute (1) requires plaintiffs to plead with particularity facts giving rise to a "strong inference" that defendants acted with scienter 10 and (2) explicitly states that plaintiffs have the burden of proving that the violation caused the loss for which they seek to recover damages. 11 In addition, the PSLRA limits recoverable damages by capping the amount at the difference between the price paid and the mean trading price during a 90-day period beginning on the date of the corrective disclosure. 12» Vid. BLACK, B. (2009-2010), p. 170.

a la información privilegiada, es decir, si la obtención de la información se da por razón de su oficio¹⁵³⁵ y para el desarrollo adecuado de su gestión como analista.

Por otra parte, el que B fuera un reputado analista con la posibilidad de difundir sus apreciaciones por televisión, hace muy razonable pensar que lo que diga sobre un instrumento financiero va a influir en su cotización. Por lo menos, el inversor no cualificado, como el público en general, tiende a dar por ciertos los datos que son comunicados a través de este medio de comunicación, sin esforzarse mucho en investigar para verificarlos; y el cualificado tampoco ignora dichos datos y podría interpretar que B está mejor informado que él, dada su reputación.

Adicionalmente, del RAM se desprende que al analizar la manipulación por difusión de recomendaciones en medios de comunicación, se tendrá en cuenta si se podía obtener un beneficio o ventaja (directa o indirectamente) con la difusión (circunstancia que claramente se da en nuestro supuesto porque B evita una pérdida al negociar antes de la divulgación); y si había intención de inducir a confusión o engaño al mercado sobre la oferta, la demanda o el precio de los instrumentos financieros (condición que también se cumple, incluso podría decirse que la información que difunde B es falsa).

En consonancia con lo anterior, el anexo de indicadores del RAM (punto B) refuerza nuestra conclusión de que el analista es responsable por manipulación, al contemplar como conductas posiblemente manipuladoras las siguientes: Primero, «si las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas por cualesquiera personas van precedidas o seguidas de la difusión de información falsa o engañosa por esas mismas personas o por otras que tengan vinculación con ellas.»

Segundo, «si las órdenes de negociar son dadas o las operaciones son realizadas por cualesquiera personas antes o después de que esas mismas personas u otras que tengan vinculación con ellas presenten o difundan recomendaciones de inversión que sean erróneas, sesgadas o pueda demostrarse que están influidas por un interés importante.»

En lo tocante al elemento de la confianza que en los EE.UU. da lugar a la conexión causal entre la información potencialmente distorsionadora y el hecho de que un inversor entre a negociar en el mercado de valores; en la normatividad comunitaria esta cuestión no se plantea, y hace bien.

¹⁵³⁵ «Se podría dar así el caso de un analista de una sociedad o agencia de valores que conoce cierta información no pública debido a sus contactos profesionales con los emisores —de hecho, el valor añadido que un analista de Bolsa puede proporcionar se basa en gran medida en dicha información obtenida por contacto personal con los citados emisores— y al que se prohibiría recomendar esos valores pero que, sin embargo, estaría autorizado a hacerlo en virtud de su trabajo, que no consiste en otra cosa sino en divulgar esa información a todos los clientes de su firma de valores.» Vid. MONROY ANTÓN, A. (2005), "El bien jurídico protegido...", p. 41

Con el RAM bastaría que la información falsa tenga (razonablemente) la potencialidad de: a) impactar en el mercado (no hay que probar cambios de cotización, aunque ayudaría); b) beneficiar al manipulador (u a otros relacionados con él) y, c) ser atendida por un inversor razonable (se analiza la mayor o menor expectativa de seguimiento de una información por parte de un inversor).

Al final, si se prueba que la información es relevante y además es falsa, el demandante ya tiene una parte de la conexión causal que vincula la actuación del demandado y su impacto en el mercado de valores, ahora le resta demostrar perjuicios por ese impacto.

La prueba de esa conexión causal con la actuación de un manipulador y su materialización en perjuicios para un demandante, debe someterse a las reglas generales de la responsabilidad civil, con algunos ajustes, generalmente presunciones (a las que nos hemos referido en este escrito), para adaptarlas a las realidades de los mercados financieros y las asimetrías que le son inherentes.

Respecto a los ejecutivos de Z, es claro que se dan todos los elementos de la manipulación informativa que hemos expuesto para examinar la situación del analista. Eso sí, la situación de Z queda agravada por el hecho de que es un emisor, y debería velar de mejor manera porque la información relevante que difunde al mercado sobre sí mismo sea veraz (en su caso, su estado de pérdidas y la culminación de nuevos acuerdos con clientes).¹⁵³⁶

En cuanto a la manipulación contable para ocultar pérdidas, sabemos que la actividad contable no sólo es determinante para la gestión de una empresa, sino que también posee un carácter informativo crucial. Algunos aspectos de ella, como las pérdidas, tienen la vocación de hacerse públicas e influyen decisivamente en la cotización de sus valores.

En nuestro ejemplo, nos enfrentamos a una infracción contable que por sí misma podría constituir un hecho ilícito administrativo o penal; y, según las circunstancias concretas del caso, y de darse los requisitos necesarios, podría dar lugar también a indemnización de perjuicios (v. gr., si con apoyo en ella se solicita un préstamo y cuando se descubre su

¹⁵³⁶ «Another view of management's intentional misstatement of the financials that is better grounded in reality is that the misstatement contains both (1) a misstatement of the financial information and (2) a misstatement about the integrity of management and the corporation's internal controls. Securities law has long recognized that investors reasonably expect that financial information released by management is the product of good faith efforts by management to prepare accurate information. 57 Unless investors can rely on the integrity of the financials, they have to engage in wasteful attempts to investigate, discount the stock price to allow for undetected fraud, or opt out of the market altogether. Thus, investor confidence in the integrity of management and its internal controls is paramount to fair and efficient trading markets...investors reasonably rely on the director's or manager's opinion because of his greater knowledge about the corporation and his obligation to act in the best interests of the corporation. 63 Accordingly, if the market subsequently learns that management in fact knew that the underlying statement was false or was reckless about its truth, the decline in the stock price is attributable both to the subject matter of the misrepresentation and the market's reassessment of the integrity of management or the corporation's internal controls.» Vid. BLACK, B. (2009-2010), pp. 176-177.

falsedad, se afecta el cumplimiento de la obligación principal y el ejercicio de la garantía, como pasa con el acreedor prendario de nuestro ejemplo).

Recordemos también que la contabilidad de una empresa tiene también un papel importante para la apreciación del valor intrínseco de los instrumentos financieros que emite, pues refleja su actividad pasada y presente, y permite – junto con otros factores – elaborar proyecciones que incidirán en la forma como los inversores apreciarán el valor real de la empresa. Por ello, al manipular las cuentas, A y E son responsables por una manipulación operativa y, al difundir la información contable falsa, son también responsables por una manipulación informativa.

Aparte de lo mencionado, A, E y los terceros son responsables por otro tipo de manipulación operativa, ya que para subir la cotización de un instrumento financiero se involucraron en operaciones que generaron una falsa actividad. No hubo cambio efectivo sobre la propiedad de los valores negociados y este modo de obrar es reconocido por los economistas, y por la misma ley, como manipulador.

Probar que las operaciones no tuvieron un sentido económico real, y que A y E estaban relacionados con los terceros será evidentemente muy difícil para un demandante, por eso, si no hay delaciones – o “confidentes”¹⁵³⁷ – al efecto de desenmascararlos se hace imprescindible la intervención y colaboración entre las autoridades competentes.

Una vez finalizado el estudio de las conductas ilícitas, veamos los daños y los perjudicados, indicando que para analizar este asunto con más detalle, el lector deberá tener presente el tratamiento que de este tema se hizo en relación con el *insider trading*, así se evitarán repeticiones innecesarias en esta parte de la investigación.

Sin embargo, en esta sección sacaremos a colación – adaptándola a la manipulación – la conclusión general a la que llegamos sobre la forma en la que podría determinarse la calidad de perjudicado, esto es, identificando un interés concreto en la negociación o cotización del valor afectado por la información positiva o negativa.

Consiguientemente, a efectos de la responsabilidad civil por manipulación del mercado, habrá un interés concreto en la negociación o cotización de un valor o instrumento financiero, contrato o cualquier otro negocio relacionado con estos; o en el cálculo o valor de los precios, tasas de interés, índices, y demás elementos que incidan en la cotización o el precio de tales instrumentos o negocios, cuando se haya puesto en marcha un curso causal

¹⁵³⁷ Vid. el considerando 74 del RAM.

idóneo para negociar el valor, instrumento o contrato al que afecta la manipulación, o para efectuar otro tipo de negocio en el cual la cotización del instrumento financiero (o el cálculo del precio, la tasa de interés o índice) manipulado sea un elemento determinante¹⁵³⁸.

Y, en el caso de las manipulaciones informativas, estará legitimado quien resulte afectado por la divulgación o comunicación de información relevante que sea falsa, errónea, imprecisa o incompleta.

Normalmente, el perjudicado tendrá que demostrar que la actuación del manipulador está relacionada en modo causa-efecto con su perjuicio, generalmente, una pérdida económica ocasionada por la variación del precio (más que todo a la baja).

El problema es que muchos factores confluyen con los actos del manipulador para la formación del precio, por lo que identificar una cadena causal única puede ser muy engorroso.¹⁵³⁹ Incluso, es posible que los actos de los manipuladores no tengan tanto peso para incidir en una disminución significativa del precio de un instrumento financiero, pero sí para engañar a un inversor para que entre al mercado y negocie con dicho instrumento financiero.

De esta suerte, el demandante se verá en serios aprietos si tiene que demostrar que fue sólo una la causa de su perjuicio, esto es, el acto del manipulador, y que sólo este explica su perjuicio/pérdida, pues, la dinámica del mercado de valores no es tan sencilla.¹⁵⁴⁰

Claro está, el hecho de que muchas causas confluyan a la causación de un resultado no significa la exoneración de quienes las pusieron en marcha. Los abusos de mercado no pueden quedar sin sanción jurídica porque no se pueda identificar una causa única, o no se pueda saber exactamente la proporción en que una causa interviene en la producción de un resultado; más cuando en una actividad tan compleja, como lo es la del mercado de valores,

¹⁵³⁸ Esto incluiría a una hipoteca, por ejemplo. Si una hipoteca está vinculada a una tasa de interés que ha sido objeto de manipulación, los deudores estarán legitimados para reclamar sus perjuicios. También estarán legitimados quienes celebren contratos o negocios en los cuales el precio se fije con base en el precio de la bolsa o del mercado de valores (Art. 1448 del Código Civil español).

¹⁵³⁹ Vid. HAYCOCK, J. N. (2010-2011), p. 207.

¹⁵⁴⁰ «Consequently, the law endeavors to circumvent and simplify this enigma by narrowing what is otherwise an infinite chain of cause and effect for the purposes of determining and attaching liability.170 That is, the law actually defines the element of causation within a context of seeking to determine responsibility and liability rather than seeking to glean the "true" or ultimate cause of a given event or injury.171...In the tort law context, proximate cause represents the merger between cause in fact (i.e. the sort of physics-oriented causal chain of events described in the example above) and a policy decision that the law makes in defining the scope of liability for some actor's conduct.175 More simply, proximate cause creates the legal connection between a defendant's negligent conduct and a plaintiff's harm sufficient for the law to say that the defendant "caused," and is therefore liable for, the plaintiff's injury. 176 That causal connection, however, is itself something distinct from the defendant's action 177 -it simply represents a string that fastens the act to the injury and thus creates the basis for the actor's legal liability.178 The question of causation itself does not arise until after a defendant has committed some act that creates the basis for his liability... The causal chain of events, beginning with a defendant's action and resulting in a plaintiff's injury, is therefore not itself an event that constitutes the defendant's action.» Vid. HAYCOCK, J. N. (2010-2011), pp. 198-199.

los riesgos de confusión y solapamiento entre causas son considerables, y los iniciados y los manipuladores lo saben.

Por ello, los manipuladores deben hacerse responsables de todas las actuaciones que lleven a cabo, y de los efectos de tales actuaciones, siempre que puedan razonablemente afectar la formación de los precios en los mercados de valores. Esto, sin que tengamos que identificar con exactitud que un cambio concreto en la cotización (X variación de tal día), es solamente imputable a la acción del manipulador, y fue la que nos ocasionó pérdidas económicas o, en general, perjuicios.

Si en el *insider trading* analizáramos la potencialidad de la información privilegiada para influir en la formación de los precios, en la manipulación tenemos que mirar si la actuación del manipulador tiene la capacidad para afectar dicho proceso.

La jurisprudencia estadounidense¹⁵⁴¹ ha estado dividida en cuanto a cómo se cumple con el requisito del *Common Law* consistente en demostrar la causación de una pérdida económica. Se ha afirmado que basta comparar, al tiempo de la manipulación, una acción cuyo valor fue inflado artificialmente.

Otra postura sostiene que un precio de compra inflado artificialmente no es por sí mismo una pérdida económica si no va acompañado de una transacción en que la que se verifique una pérdida económica concreta. Lo antecedente porque el precio menor que se logre a través de una negociación puede no ser el resultado de la actuación fraudulenta del manipulador.¹⁵⁴²

En efecto, la mera compra de un instrumento financiero no bastaría para generar responsabilidad civil, pero tampoco es necesario realizar una operación en la que haya una pérdida económica. De ahí que si se mantiene la posición durante la manipulación (y luego de que se descubre) pueden existir perjuicios, ya que el instrumento financiero puede perder gran parte de su valor y las actividades relacionadas con el precio de los valores pueden alterarse drásticamente, dando lugar a pérdidas económicas cuantiosas.

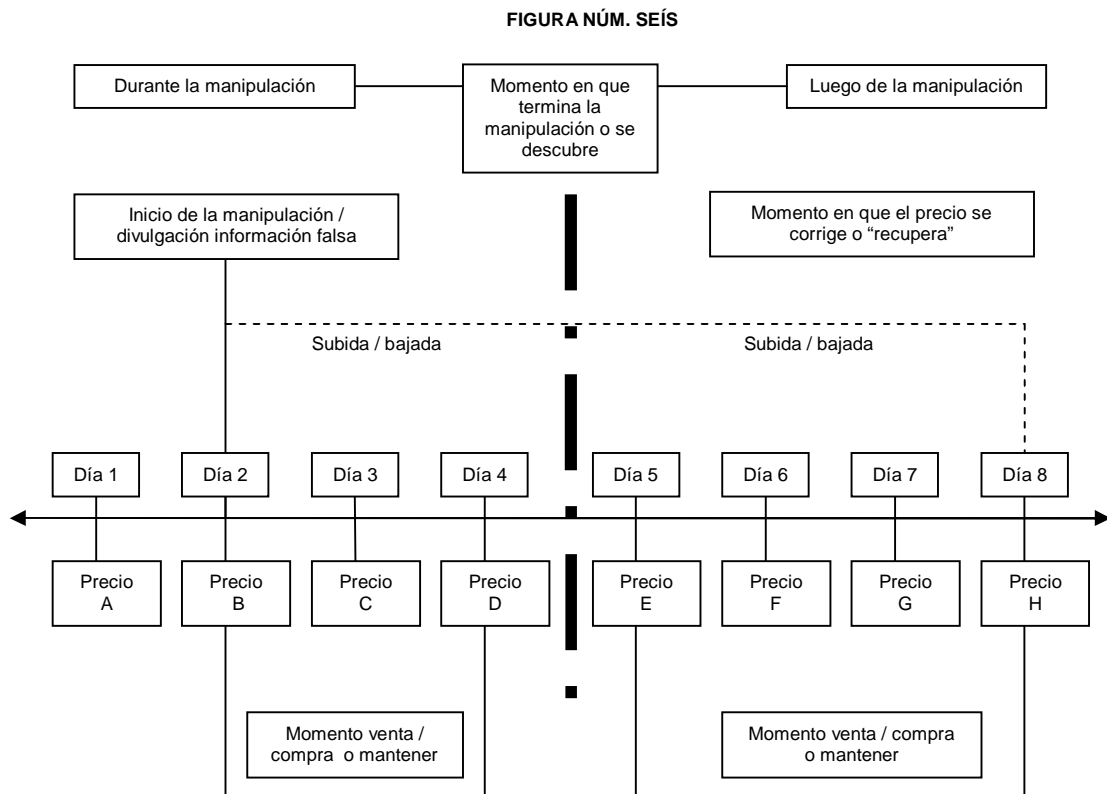
Las manipulaciones ocurren – por lo común – para subir los precios de los instrumentos financieros, por lo cual debemos estudiar con atención tres momentos, particularmente, el de la manipulación, cuando ésta finaliza o es descubierta, y cuando los

¹⁵⁴¹ «The plausibility test for loss causation, according to the Fifth Circuit, is one in the alternative that requires the "plaintiff [either] to allege... a facially 'plausible' causal relationship between the fraudulent statements or omissions and the plaintiffs economic loss [as *Dura* indicates]... or, as *Twombly* indicates, ...allege enough facts to give rise to a reasonable hope or expectation that discovery will reveal evidence of the foregoing elements of loss causation.» Vid. HAYCOCK, J. N. (2010-2011), p. 192

¹⁵⁴² Vid. HAYCOCK, J. N. (2010-2011), pp. 208-209

precios se corrigen o recuperan¹⁵⁴³ (si es que la manipulación no fue lo suficientemente destructiva para acabar con el emisor...).¹⁵⁴⁴

Y encima, habría que examinar cuál fue la conducta del inversor, si mantuvo su posición o negoció con el instrumento financiero afectado en cada uno de estos períodos, o si en alguno de estos períodos realizó otro tipo de negocio que estuviera vinculado a la cotización del valor manipulado.



Volvamos ahora a ocuparnos del ejemplo de manipulación propuesto para reflexionar sobre los daños, en particular, el despido de C, pues en los demás supuestos es más fácil deducir un nexo de causación entre los actos de los manipuladores y los perjudicados.

¹⁵⁴³ «In their later paper, Ferrell and Saha make explicit that they are referring to reputational harm caused by a corrective disclosure. 49 Take this example: a company, realizing that it will not meet its earnings expectations, deliberately misstates its financials in order to meet those expectations. If the accurate negative information had been timely disclosed, the stock price would have dropped \$5. When the company subsequently issues a corrective disclosure, the stock price (after accounting for non-fraud-related factors) falls by \$15.50 The additional \$10 loss is reputational damages.» Vid. BLACK, B. (2009-2010), p. 175

¹⁵⁴⁴ «Scholars have described two situations in which the price-value differential may arguably produce an inflated damages amount. First, the market may overreact initially to the corrective disclosure, and the stock price will "crash." 28 Crashes can result from the inability of many investors to assess the implications of the negative information, leading to panicked selling following the initial stock decline. 29 In addition, extraneous factors can result in a disproportionate reaction to the bad news. 30 Thus, scholars argue that the stock price immediately following revelation of the truth may not be an accurate reflection of the stock's fundamental value. While the phenomenon of crashes is recognized, financial experts dispute the frequency of their occurrence. 31 Second, the corrective disclosure may be "over-disclosure," because it conveys more information than the original disclosure misstated and, accordingly, has a greater impact on the stock price than an initial truthful disclosure would have had. 32» Vid. BLACK, B. (2009-2010), pp. 172-173

En esta investigación hemos hecho un esfuerzo por construir un sistema de responsabilidad civil por abuso de mercado. Como hemos observado, hay mucha discusión respecto de la causación de perjuicios dentro del propio mercado de valores, como consecuencia de las actuaciones de iniciados y manipuladores.

El grado de debate es mayor a la hora de analizar la causación de perjuicios por abuso de mercado, cuando estos no responden tan directamente a las variaciones del precio, comúnmente, la pérdida de valor de los instrumentos financieros dentro del mercado de valores.

Así las cosas, para algunos el despido de C sí que debería ser indemnizado por el analista manipulador, y para otros no, porque no era previsible, o porque no se tenía el propósito de causarlo.

Dicho esto, nos inclinaremos por la primera opción. El analista quería influir en el precio de los instrumentos financieros, difundiendo información falsa y era razonable que esperara que otros, siguiendo su recomendación, negociaran en el mercado de valores. Por ende, el analista creó la situación de riesgo de pérdida para la compañía W, se aprovechó de su reputación y de la difusión que podría alcanzar a través de un medio de comunicación, tan importante como la televisión, porque quería una repercusión mayor y rápida de su información en los precios de los valores.

Consiguientemente, B sabía que podía inducir a engaño o error a quienes debían tomar decisiones de inversión, y debe asumir que al haber creado una distorsión informativa en el mercado, el representante legal de W cometiera un error al gestionar el portafolio de inversiones de la compañía para la que laboraba. Ese error está en conexión causal con la actuación de B y es por ese error que C es despedido, no por una mala gestión atribuible a otras causas.

3. Esquema del régimen especial de la responsabilidad civil por abuso de mercado

Recordemos que el propósito de esta investigación era construir un régimen material específico de responsabilidad civil por abuso de mercado. Por consiguiente, en las siguientes líneas se presentará el esquema de dicho régimen que refleja la mayor parte de las reflexiones, análisis y planteamientos que se hicieron sobre el tema de la responsabilidad civil y el abuso de mercado.

Se aclara que este régimen especial es apenas una propuesta sobre la que es necesario seguir trabajando, debido a la complejidad técnica del abuso de mercado y los desafíos que impone a cualquier regulación que pretenda darle cobertura.

El régimen especial de responsabilidad civil por abuso de mercado que se propone en esta investigación, toma como punto de partida la DAM y el futuro RAM, apartándose de éstos cuando sea preciso para dar mayor protagonismo a la figura del perjudicado. Es tan sólo una propuesta de principios e ideas guía, no de normas, con todo lo que esto implica respecto de la técnica legislativa.

Principio general: Todo aquel que respecto de los mercados financieros utilice indebidamente información privilegiada o manipule los elementos o mecanismos que contribuyen a la formación de los precios en los mercados, será responsable de los daños y perjuicios que ocasione a otros con su actuación.

Hechos generadores del daño: 1. Se entenderá por utilización indebida de información privilegiada toda divulgación, recomendación, inducción, comunicación o actuación que tenga por objeto tal información, y todo negocio u operación que se realice con apoyo en información privilegiada; sin que en ningún caso exista autorización legal para obrar de tal manera.

2. Se entenderá por manipulación del mercado, toda conducta¹⁵⁴⁵ que altere o que esté encaminada a alterar – ilegítimamente – los mecanismos de formación de los precios de los instrumentos financieros, incluyendo todo índice, tasa de interés, contrato y cualquier otro elemento o estructura negocial vinculada a dichos instrumentos, de cuyo valor, precio¹⁵⁴⁶ o cálculo dependan, estén relacionados o incidan en ellos.

Definiciones generales: 1. Por mercado financiero debe entenderse cualquier mercado, plataforma, sistema o centro de negociación, regulado o no, al cual confluyan la oferta y la demanda de instrumentos financieros, o en el que se negocian contratos, derechos o estrategias negociales relacionados con aquellos o de cuyo valor dependan. Lo anterior, con independencia de que el mercado financiero figure como tal en una lista oficial.

2. Por instrumento financiero habrá que entender todo título o documento (material o inmaterial), todo acto, contrato, acuerdo o estrategia negocial que cumpla una función de

¹⁵⁴⁵ Incluyendo, desde luego, la divulgación, publicación, difusión, comunicación o suministro de información falsa, errónea, sesgada, incompleta o imprecisa.

¹⁵⁴⁶ Recordemos que conforme al Art. 1448 del Código Civil español se «tendrá por cierto el precio en la venta de valores, granos, líquidos y demás cosas fungibles, cuando se señale el que la cosa vendida tuviera en determinado día, bolsa o mercado, o se fije un tanto mayor o menor que el precio del día, bolsa o mercado, con tal que sea cierto.»

inversión y/o financiación, y que se negocie o pueda negociarse en un mercado financiero. Lo antecedente, con independencia de que esté incluido o no en una lista oficial a título de instrumento financiero.

3. Por información privilegiada deberá entenderse toda aquella información: 1) de carácter concreto; 2) que no se haya hecho pública; 3) referida directa o indirectamente a instrumentos financieros, a contratos o mercados relacionados con ellos; o a sus emisores; 4) que si se hace pública podría influir de manera significativa sobre los precios de dichos instrumentos o contratos, o sobre tales mercados.

Legitimación para accionar: 1. En el caso del abuso de información privilegiada estará legitimado para accionar por responsabilidad civil, cualquiera que demuestre un interés concreto en la negociación o cotización de un instrumento financiero, contrato o negocio relacionado con éste; y en la divulgación de información privilegiada en las condiciones y por los canales previstos por la ley.

2. En el supuesto de la manipulación del mercado, estará legitimado cualquiera que demuestre un interés concreto en la negociación o cotización de un instrumento financiero, contrato o cualquier otro negocio relacionado con estos; o en el cálculo o valor de los precios, tasas de interés, índices, y demás elementos que incidan en la cotización o el precio de tales instrumentos o negocios. Y, en el caso de las manipulaciones informativas, estará legitimado quien resulte afectado por la divulgación o comunicación de información relevante que sea falsa, errónea, imprecisa o incompleta.

Perjuicios: El cálculo de los perjuicios de las víctimas no deberá vincularse indefectiblemente a los cambios en la cotización o los precios de los instrumentos financieros y los contratos relacionados con éstos, ni con los cambios que experimenten los índices, tasas de interés u otros elementos que se utilicen como medida o referencia y que resulten afectados por el abuso de mercado.

Asimismo, sin importar el provecho¹⁵⁴⁷ obtenido por quien abuse de información privilegiada o manipule el mercado, los perjudicados tendrán libertad para demostrar la cuantía de sus perjuicios, según las reglas generales de la responsabilidad civil.¹⁵⁴⁸

¹⁵⁴⁷ Los beneficios obtenidos o los perjuicios evitados.

¹⁵⁴⁸ Según PITT, en México había un límite para la indemnización hasta el doble de los beneficios del insider, lo que es injusto desde la perspectiva del perjudicado, aunque es una política estatal muy utilizada para evitar una gran avalancha de demandas civiles cuantiosas. Vid. PITT H. L. / HARDISON, D. B. (1992), p. 218. Hoy el Art. 364 de la LMV de México dice que: «Aquellos que hubieren celebrado una operación teniendo como contraparte personas que hubieren operado con información privilegiada, podrán demandar ante los tribunales competentes la indemnización correspondiente. La acción prevista en el párrafo anterior, prescribirá en cinco años contados a partir de la celebración de la operación. Para tal efecto, la Comisión deberá proporcionar a la autoridad judicial que conozca del proceso correspondiente toda aquella documentación necesaria para la instrucción del mismo. Las operaciones que realicen las personas que dispongan de

Los perjudicados no tendrán que identificar con exactitud un cambio concreto en la cotización para demostrar que hubo abuso de mercado.

Presunciones: 1. Se presume que quien tiene, ha accedido o tiene la posibilidad de acceder a información privilegiada (por su estatus o posición, o por el desempeño de una actividad, trabajo, profesión u oficio) y opera en el mercado, lo ha hecho con apoyo en dicha información.

En particular, se presumirá que quienes desempeñan responsabilidades de dirección,¹⁵⁴⁹ quienes aparezcan en las listas de acceso a información privilegiada; quienes por su trabajo, profesión u oficio tengan acceso regular o puntual a información privilegiada; y quienes estén estrechamente vinculados a todos los anteriores;¹⁵⁵⁰ han negociado con apoyo en dicha información cuando hayan realizado (directa o indirectamente) operaciones o negocios relacionados con los instrumentos financieros o los emisores a los que se refiere la información. Esta presunción admite prueba en contrario.

Se presume que quien ha accedido ilícitamente a información privilegiada tiene conocimiento de su carácter de privilegiada y ha actuado con apoyo en dicha información.

2. Se presumirá que toda información privilegiada influye en las decisiones de inversión o desinversión de quienes participan en los mercados financieros.

3. Se presumirá que toda información relevante que no se ha hecho pública es información privilegiada y tiene la capacidad para producir un efecto significativo en los mercados financieros.

4. Se presume que quien ha utilizado indebidamente información privilegiada o ha manipulado el mercado, ha obrado intencionalmente y con conocimiento de causa.

Esta presunción será más fuerte cuando el infractor sea un profesional en temas financieros o alguien que habitualmente opere en los mercados financieros.

información privilegiada, en contravención de lo previsto en esta Ley, incluso aquéllas concertadas fuera del territorio nacional que tengan algún efecto dentro de éste, serán objeto de las sanciones que el presente ordenamiento legal establece.»

¹⁵⁴⁹ Según la RAM: los miembros del órgano de administración, gestión o supervisión, y cualquier otro alto directivo con competencias de gestión aunque no sea parte de los órganos mencionados.

¹⁵⁵⁰ Art. 3.1.26) del RAM: «26) «persona estrechamente vinculada»: a) el cónyuge o cualquier persona considerada equivalente a un cónyuge por el Derecho nacional; b) los hijos a su cargo, de conformidad con el Derecho nacional; c) cualquier otro familiar con el que se hubiese convivido al menos desde un año antes de la fecha de la operación de que se trate; o d) una persona jurídica, fideicomiso (trust) o asociación, en la que ocupe un cargo directivo una persona con responsabilidades de dirección o una persona mencionada en las letras a), b) o c), o que esté directa o indirectamente controlada por dicha persona, o que se haya creado para beneficio de dicha persona, o cuyos intereses económicos sean en gran medida equivalentes a los de dicha persona;»

5. Se presume que hay manipulación del mercado cuando tengan lugar los elementos objetivos descritos o calificados por el RAM como indicadores o ejemplos de manipulación del mercado.

6. Se presume que quien difunde información falsa, conoce que la información es falsa y tiene la intención de manipular el mercado.

7. Se presume que cualquier operación en la que no haya un intercambio económico real constituye manipulación del mercado.

Prescripción: La acción de responsabilidad civil por abuso de mercado prescribirá en un plazo de diez años, contados a partir de la fecha en que se sufrió el perjuicio, o en la que se tuvo conocimiento de la existencia de una conducta de abuso de mercado que afectó los intereses legítimos del perjudicado. (Lo anterior, si tenemos en cuenta que las investigaciones por abuso de mercado suelen durar varios años, son muy complejas y requieren del concurso de expertos, lo que eleva los costos de detección y sanción de las conductas por abuso de mercado).

Exoneración: Quienes abusen del mercado sólo podrán ser exonerados de responsabilidad civil en los siguientes casos: 1) Si demuestran que los elementos objetivos de las respectivas prohibiciones no ocurrieron; 2) si su actuación está admitida expresamente como una exención (*safe harbors*) por el RAM, o se ajusta a una práctica aceptada por el mercado.

Límites cuantitativos a la responsabilidad civil por abuso de mercado: Este punto debería ser objeto de un estudio técnico en cuanto al impacto económico real del abuso de mercado y sus efectos en la litigiosidad en la Unión Europea. Por ello, no haremos una propuesta concreta en cuanto a un límite mínimo para tener derecho a accionar, o un umbral máximo al que quede sujeta la responsabilidad patrimonial del infractor.

CONCLUSIONES

I

La responsabilidad civil por abuso de mercado, además de reforzar la protección de la libre formación de los precios en los mercados de valores, encara directamente la cuestión de la reparación o indemnización por el menoscabo causado a los inversores o, a quienes sin serlo, desarrollan una actividad o tienen un patrimonio que muta o depende de la evolución de los mercados financieros.

A nivel general, la regulación del abuso de mercado (predominantemente penal y administrativa) atiende directamente a la protección de los mercados financieros y, en forma indirecta, a la protección de los inversores; salvaguardando ciertas características o propiedades del mercado financiero que son consideradas como deseables y necesarias para su buen funcionamiento (transparencia, equidad, estabilidad, eficiencia, integridad y confianza de los inversores) y para el cumplimiento efectivo de sus objetivos (creación de los precios, distribución de los recursos, oferta de financiación y cobertura, etc.).

Sin embargo, con la regulación material del abuso de mercado por la vía de la responsabilidad civil se va mucho más allá, atendiendo la situación de alguien que ha resultado afectado (en el sentido de sufrir un perjuicio) por una conducta de abuso de mercado, cuestión ésta a la que no atienden de manera directa ni prioritaria las normas penales o las administrativas, que tienden a la prevención general y al reproche de las conductas más graves, centrándose en el infractor y descuidando al perjudicado.

Las diferencias legislativas existentes entre los regímenes de la responsabilidad civil de los Estados miembros y la inexistencia de un régimen particular de la responsabilidad civil por abuso de mercado que se adecue a la regulación del abuso de mercado por parte de la UE, pueden generar vacíos y conflictos de leyes en los supuestos de abuso de mercado con carácter transfronterizo. Por lo tanto, disponer de un régimen específico de la responsabilidad civil por abuso de mercado reforzará la regulación del abuso de mercado en cada uno de los Estados miembros y, en tanto pueda ser objeto de aproximación normativa (material y conflictual), coadyuvará a la consolidación del mercado interior europeo.

II

El abuso de mercado genera daños que van más allá de lo que puede tolerarse en las actividades económicas; no está al servicio del bienestar de la colectividad sino de unos pocos, englobando conductas desleales que menoscaban seriamente las condiciones de la

competencia en los mercados y que pueden implicar un sacrificio social y económico mayúsculo, si tenemos en cuenta la actual y profunda conexión o interdependencia de los mercados financieros.

Asimismo, el abuso de mercado origina perjudicados y perjuicios que son posibles de identificar y de cuantificar a través de métodos razonables, por ende, un régimen de responsabilidad civil por abuso de mercado no resulta descabellado ni innecesario, por el contrario, es conveniente y podría estar basado en la culpa, si bien, en consideración al efecto perjudicial de las conductas constitutivas del abuso de mercado, la culpa podría someterse a un examen más riguroso, es decir, invertir la carga de la prueba, creando presunciones de culpa en contra del infractor, entre otras medidas necesarias para incrementar el nivel de exigibilidad de las conductas.

Quien abusa del mercado tomó libre e intencionadamente esta decisión y se encuentra en óptimas condiciones para desvirtuar su responsabilidad, pues generalmente goza de profesionalidad y especialización, de la posibilidad de controlar su propia actividad, y en la gran mayoría de los supuestos, de proximidad con el mercado y las fuentes de la información que inciden en el valor de los instrumentos financieros, cercanía de la que se aprovecha de una u otra forma.

En los mercados de valores es difícil identificar las conductas de abuso de mercado como causas únicas de un resultado, por ejemplo, del cambio de una cotización, ya que en muchas ocasiones pueden confluir a la causación de un efecto determinado con otras causas, situación que es aprovechada por los iniciados y los manipuladores. Sin embargo, el hecho de no poder medir con exactitud su proporción o su aporte a un resultado (riesgo de confusión o solapamiento) no puede significar impunidad.

De ahí que quienes abusan del mercado deban hacerse responsables por las actuaciones que llevan a cabo, sus efectos y el riesgo que generan, en tanto su comportamiento afecta la formación de los precios en los mercados de valores y causa perjuicios a otros.

III

Actualmente, el régimen comunitario del abuso de mercado se aplica sólo a los mercados regulados y a los demás sistemas de negociación multilateral o sistemas organizados de contratación. Sin embargo, esto no tiene que ser así en sede de la responsabilidad civil, pues ésta podría operar tanto en los mercados, plataformas o sistemas de negociación regulados como en los no regulados, pues, independientemente de las

ventajas que puedan ofrecer estos últimos – más opacos, de mayor simplicidad administrativa y sometidos a menos controles, pero con riesgos de contrapartida y de mercado mayores –, la aplicación de la regulación del abuso de mercado es una condición mínima de transparencia e integridad para que cualquier mercado o sistema de negociación (regulado o no) funcione adecuadamente.

Además, la idea de extender el régimen del abuso de mercado, más aún el de la responsabilidad civil, no constituye un gravamen o costo excesivo para los agentes, pero su ausencia sí que podría incrementar los perjudicados por abuso de mercado y su vulnerabilidad en tanto los intereses que resultaren menoscabados se originen en actividades o instrumentos financieros negociados en mercados no regulados.

En un sistema financiero estrechamente interconectado – globalizado – las malas prácticas y las crisis no distinguen entre mercados regulados o no. El abuso de mercado y el daño por abuso de mercado puede incumbir a más de una jurisdicción, el primero puede producirse en un mercado no regulado y el segundo puede darse en un mercado que sí lo está, por lo tanto, el régimen de responsabilidad civil por abuso de mercado debe aplicarse a los mercados regulados y extenderse a los mercados, plataformas o sistemas de negociación o contratación no regulados. La prevención, la investigación y la sanción del abuso de mercado debe ser una tarea continua y extendida a todos los ámbitos de los mercados financieros, hasta de los más opacos o con sistemas de negociación más flexible.

IV

En el abuso de información privilegiada, fenómeno caracterizado por una actuación voluntaria en la que alguien se aprovecha de una ventaja informativa, a la que pudo acceder lícitamente o no (el acceso a la información es un elemento fundamental de la prohibición del *insider trading* y constituye un retoque muy oportuno en la regulación el abuso de mercado) y de la que no podía valerse de manera justificada (ni para sí, ni para otros); se vulnera un interés legítimo de los participantes en los mercados financieros – agrupados en la categoría del inversor razonable – de conocer (en condiciones de igualdad) una información que tiene relevancia a la hora de tomar sus decisiones de inversión, pues se espera que un inversor medio obre informadamente, y normalmente lo hace según los precios del mercado que, en teoría, reflejen la información pública disponible.

Ese interés legítimo es susceptible de protección por la vía de la responsabilidad civil en cuanto surjan daños resarcibles, por lo tanto, el paradigma del inversor razonable, junto al examen de la relevancia o no de la información a la hora de tomar decisiones de inversión (independientemente de las motivaciones particulares de los inversores o de que hayan sido

inducidos a negociar por el *insider*), refuerzan el elemento de la causalidad en los mercados impersonales.

El *insider trading* es un mecanismo de distorsión del mercado, pues el iniciado retiene la información y la utiliza a discreción, según su agenda e intereses, así que resulta ingenuo atribuirle un rol positivo, directo o indirecto, como mecanismo de fijación eficaz, y casi institucional, de los precios en el mercado de valores; pues el interés del iniciado no es el de servir desinteresadamente al mercado divulgando información para que se incorpore al mercado de forma más rápida o menos costosa, y ya existen canales adecuados para la divulgación de la información, por lo menos sin tanta arbitrariedad y conforme a las reglas y prácticas existentes en los mercados.

Si bien la comprobación del abuso de información privilegiada será más fácil en algunos casos y mercados (por ejemplo, en los supuestos de activos menos líquidos o cuando exista delación), actualmente se poseen los recursos tecnológicos mínimos para advertir, por lo menos, que algo no marcha bien e iniciar las investigaciones pertinentes. Pero esto exige autoridades competentes muy comprometidas con la supervisión continua y efectiva de los mercados de valores.

Ahora, la prueba de una lesión patrimonial en cabeza de los inversores (y de los que no lo son) por razón del abuso de información privilegiada también es bastante compleja; sin embargo, la dificultad no puede servir de excusa para no dar una respuesta jurídica satisfactoria para sancionar una conducta ilícita e indemnizar el daño que se ha ocasionado. Esas dificultades pueden combatirse con la puesta a disposición de las autoridades competentes, de los recursos materiales adecuados (sobre todo técnicos y tecnológicos) y el personal debidamente calificado.

Respecto al interés legítimo susceptible de protección por la vía de la responsabilidad civil, éste emerge de un interés concreto en la negociación o cotización de un valor o instrumento financiero cuando se haya puesto en marcha un curso causal idóneo para negociar el valor cuya información se desconoce, u otro tipo de negocio determinado por la cotización del valor en cuestión.

Entre esos intereses, el más concreto lo ostenta quien ha tomado la decisión de comprar o vender según su posición en el mercado y da una orden al efecto. Si no se está tan cerca de la negociación del valor o si la cotización no tiene una relación clara o más directa con un interés digno de protección jurídica, la legitimación como perjudicado puede flaquear.

V

La esencia de la manipulación es la alteración (sin que haya motivos legítimos ni prácticas aceptadas por el mercado que lo justifiquen) de las fuerzas que confluyen a la formación de los precios de los instrumentos financieros, de los índices, tasas de interés y cualquier otro elemento o estructura negocial vinculada a dicho instrumento y de cuyo cálculo, valor o precio dependa o con el cual se relacione.

Desde la DAM, la prohibición de la manipulación del mercado se apoya en los efectos de las operaciones y actuaciones en los mercados (o en la capacidad para causar un determinado efecto o impacto), más que en las intenciones o las motivaciones del manipulador, lo que representó un enfoque más objetivo para valorar la infracción de abuso de mercado y un gran avance en la persecución y sanción de esta conducta.

El efecto general de la manipulación del mercado es la distorsión de los mecanismos de formación de los precios, proporcionando señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta, la demanda, el precio de los instrumentos financieros y los contratos al contado de materias primas, o el cálculo de los índices de referencia; poniendo en marcha mecanismos ficticios o cualquier otra forma de engaño o artificio; fijando artificialmente el precio de los instrumentos financieros, de los contratos o de los índices de referencia; divulgando o suministrando información falsa o engañosa.

La regulación actual del abuso de mercado se vale de un anexo – no exhaustivo – de indicadores de manipulación del mercado relacionados con las señales falsas o engañosas, con la fijación de los precios y con el uso de mecanismos ficticios o cualquier otra forma de engaño o artificio. Estos indicadores deben seguir existiendo y ser objeto de revisión técnica continua ya que son muy útiles para detectar las conductas manipuladoras, manteniendo una visión más “al día” de las operaciones y actuaciones que puedan alterar el funcionamiento del mercado de valores, afectando los mecanismos de formación de los precios.

No toda intervención para modificar los mecanismos de formación de los precios es ilegítima, existen razones económicas, de política pública, de bienestar ciudadano, etc., que justifican una actuación o una operación en los mercados financieros que en otras condiciones podría considerarse como manipuladora.

Estas conductas serían una especie de salvaguarda y pueden sintetizarse así: 1) las prácticas de mercado aceptadas, v. gr., la negociación de acciones propias en el marco de programas de recompra y la estabilización de un instrumento financiero; siempre que obedezcan a motivos legítimos y no haya, por lo tanto, una mera intención de dañar a otro. 2)

La política monetaria, de tipo de cambio o de gestión de la deuda pública. 3) la política climática. 4) La política agrícola común (PAC) y la política pesquera común (PPC).

Estas circunstancias hay que tenerlas muy presentes para no sancionar conductas que no son perjudiciales para los mercados de valores, pero es importante que se delimiten adecuadamente para evitar que dentro del término “política” puedan caber, en la práctica, las actuaciones de abuso de mercado de quienes están cercanos a los poderes públicos.

El perjudicado por una conducta manipuladora del mercado será aquel que posea un interés concreto en la negociación o cotización de un valor o instrumento financiero, contrato o cualquier otro negocio relacionado con estos; o en el cálculo o valor de los precios, tasas de interés, índices, y demás elementos que incidan en la cotización o el precio de tales instrumentos o negocios, cuando se haya puesto en marcha un curso causal idóneo para negociar el valor, instrumento o contrato al que afecta la manipulación, o para efectuar otro tipo de negocio en el cual la cotización del instrumento financiero (o el cálculo del precio, la tasa de interés o índice) manipulado sea un elemento determinante.

Y, en el caso de las manipulaciones informativas, estará legitimado quien resulte afectado por la divulgación o comunicación de información relevante que sea falsa, errónea, imprecisa o incompleta.

VI

Existen muchos métodos para calcular los perjuicios por abuso de mercado. El más simple consiste en calcular la diferencia entre el precio pagado/recibido al negociar con el valor de mercado del instrumento financiero al momento en que la información – o el fraude – fue conocido por el mercado o debió haber sido conocido. Otros métodos se enfocan en la diferencia entre la desvalorización o valorización máxima y el precio que se debió haber recibido o pagado al tiempo de la transacción; en el promedio de cotización de los instrumentos financieros desde la operación inicial hasta cuando la información es divulgada y se incorpora a los precios, etc.

Empero, estos métodos están diseñados para medir las pérdidas económicas derivadas de las fluctuaciones de la cotización y no de otros perjuicios que tengan una explicación causal en las actuaciones de abuso de mercado. En esta investigación se optó por conceder libertad al perjudicado para demostrar, de manera razonable, la existencia y la cuantía de sus perjuicios; apoyando el método del promedio de la cotización hasta el momento de la divulgación de la información o su incorporación, siempre que este método pueda aplicarse al caso concreto.

Este método es el más equilibrado si se atiende al riesgo que crea quien abusa del mercado, ya que su actuación y los efectos de su comportamiento pueden ser de difícil identificación y cuantificación en los mercados de valores, pues en estos la evolución de la cotización está sometida a muchísimos otros factores que pueden confundirse fácilmente con la conducta ilícita de abuso de mercado.

VII

Los avances logrados gracias a la aplicación del principio del reconocimiento mutuo y a la armonización material de diversos aspectos relativos a los mercados financieros (v.gr., la admisión a cotización oficial en las bolsas, la elaboración del folleto en caso de oferta pública, las obligaciones de transparencia, etc.) han generado una especie de regla general que consiste en el reconocimiento de lo realizado o lo autorizado por el Estado miembro de origen; salvo aquellas circunstancias en las que el Estado de acogida – evidentemente legitimado para proteger sus intereses – deba intervenir o pueda exigir requisitos adicionales para proteger a los inversores y evitar el menoscabo de los mercados que operen en su territorio.

Si bien el RAM resuelve muchas de las cuestiones que causaban incertidumbre sobre el régimen del abuso de mercado en la UE, no se ocupa de la responsabilidad civil como tampoco lo hace la DAM que estará vigente hasta julio de 2016, por lo tanto, tendremos que preguntarnos cuál ley resultará aplicable a una situación de abuso de mercado, esto es, si la del Estado de origen o la de acogida, y dentro de éstas, qué ley en particular debe considerarse (*lex societatis*, *lex contractus*, *lex mercatus* o *lex loci damni*) y en qué medida.

En el abuso de mercado se debe tener en cuenta tanto el lugar donde ocurre la operación o actuación de abuso de mercado, como el lugar donde está situado el mercado afectado por dicha operación o actuación. La regla general de la DAM es la aplicación del régimen de abuso de mercado a las actuaciones que tengan lugar en la UE, ya sea dentro o fuera del territorio del Estado miembro cuyo mercado resulta afectado. El gran mérito del RAM, entre muchos otros, es que faculta a los Estados miembros para ir más allá, incluso hasta las actuaciones que tienen lugar fuera de la UE; pero en conexión estrecha con un instrumento financiero admitido o negociado en la UE, o con un mercado, sistema o plataforma de negociación situado en la UE.

Como la DAM ni el RAM se refieren al régimen material y conflictual del abuso de mercado en lo atinente a la responsabilidad civil, en el supuesto de actuaciones con efectos transfronterizos habrá que determinar cuál es la ley aplicable recurriendo a lo establecido por los Estados miembros implicados y a las reglas generales sobre responsabilidad civil en

materia conflictual (RRI y RRII), lo que significaría que las normas de conflicto pueden establecer que la ley aplicable a la responsabilidad civil no coincida con la del Estado miembro de origen.

VIII

En lo que atañe al aspecto conflictual, y según la normatividad comunitaria vigente, se distinguió entre la responsabilidad civil contractual y la extracontractual, donde puede observarse que la mayoría de las soluciones llevarían a aplicar la ley del mercado afectado, lo que haría coincidir en muchos eventos las normas regulatorias del abuso de mercado (de mercado carácter imperativo porque esa es su finalidad, esto es, regular cuestiones que tocan el interés público como lo son los mercados de valores) con las normas de la responsabilidad civil por abuso de mercado del Estado miembro cuyo mercado se ve afectado.

Respecto a la responsabilidad contractual, el actual texto del RRI nos lleva a diferenciar entre mercados organizados o no. En tanto el mercado no organizado no sirva como medio para desestabilizar un mercado organizado, podría permitirse mayor autonomía conflictual, pero la interconexión de este sector es tan intensa que habría que valorar el impacto de estos mercados no organizados en los mercados regulados y en las economías de los Estados miembros, junto con el alcance de la mayor autonomía material y conflictual en este terreno.

En el primer caso, en los mercados organizados, la ley aplicable será la que determinen las partes (*lex contractus*), sin embargo, es una voluntad muy limitada porque en la organización y el funcionamiento de los mercados de valores prepondera la regulación mediante normas imperativas, por lo que es posible que se tenga que aplicar las normas imperativas del Estado cuyo mercado se ve afectado por la operación calificable como abuso de mercado.

Habría que tener en cuenta tanto a la *lex contractus* como a la *lex mercatus* porque no puede prescindirse de las normas de conducta de los mercados de valores de cada Estado, normas que tienen un carácter imperativo y que hoy por hoy gozan de un alto grado de armonización material.

Sin embargo, en defecto de elección, el RRI – y las discrepancias respecto de los contratos de consumo en materia de mercados financieros (la delimitación del inversor del mercado de valores como consumidor daría lugar a la aplicación de la ley del país de su residencia habitual, pero podría resultar imprevisible) – nos conducen a la aplicación de la *lex mercatus*, que ciertamente es la ley más próxima con la temática del abuso de mercado y, por

ende, con las responsabilidades jurídicas que de ella se derivan, inclusive, de la responsabilidad civil, en tanto ésta última también tiene un efecto disuasor y regulatorio del abuso de mercado.

Ahora, en el abuso de mercado en mercados no organizados aplicaríamos, en primer lugar, la ley elegida por las partes (*lex contractus*), y, en segundo lugar, en defecto de elección, habría que analizar cuál sería la prestación característica para aplicar la ley de la residencial habitual del prestador característico (quien generalmente será una empresa de servicios de inversión sometida a las normas de actuación del mercado respectivo).

Si lo anterior no es posible, o el contrato tiene vínculos más estrechos con otra ley, habrá que aplicar esta última, que no será otra más que la ley del mercado afectado con el abuso de mercado. En realidad, el mercado en el cual ocurre el abuso de mercado, siempre que sea el más afectado con dicha conducta, es el que tendría los vínculos más estrechos con la relación jurídica del responsable y el perjudicado, pues es en el mercado de valores donde confluyen sus intereses económicos y donde resultan vulnerados por quien abusa del mercado.

En cuanto a la responsabilidad extracontractual, no hay que distinguir entre mercados organizados o no, ya que la ley del lugar donde ocurre el daño es la llamada a regir la relación jurídica entre responsable y perjudicado.

La primera regla es la de la autonomía conflictual que no puede contrariar el orden público, ni las normas imperativas de la ley del foro, ni de la ley del país con la cual todos los elementos pertinentes de la situación estén localizados al momento de producirse el hecho generador del daño. Esta autonomía conflictual se limita en los casos de competencia desleal donde debe aplicarse la ley del mercado afectado, lo curioso es que pese a que el abuso de mercado comparte las razones de intervención y protección jurídicas propias de tal fenómeno, no recibe el mismo tratamiento.

No obstante lo expresado, la ley del mercado afectado no podrá ser desatendida si tenemos en cuenta que en ella cunden las normas imperativas, pues generalmente los mercados poseen un sistema jurídico con normas de conducta que prohíben el abuso de mercado y que son marcadamente de este carácter. Además, en el mercado afectado ocurren los daños directos del abuso de mercado, a él confluyen los intereses de los inversionistas y en él resultan menoscabados por quienes abusan del mercado.

Finalmente, en defecto de elección, la segunda regla consiste en la aplicación de la *lex loci damni* que cede ante la ley de residencia habitual común (solución muy práctica si favorece a la víctima, pero desconectada de las finalidades de protección y regulación del abuso de mercado propiamente dicho) y, en todo caso, frente a la ley con la cual el hecho dañoso presente vínculos manifiestamente más estrechos con otro país, que una vez más nos llevan a aplicar la *lex mercatus*, criterio que sería el más próximo o adecuado para encuadrar al abuso de mercado porque es razonable esperar que todos los operadores o partícipes en los mercados de valores ajusten su comportamiento al mercado en el que confluyen sus intereses y negocian, es decir, puede esperarse que sigan las normas de conducta de tal mercado (materialmente armonizadas y mayoritariamente imperativas).

IX

En cuanto al régimen material, en este trabajo se partió de un principio general que obliga a todo aquel que utilice indebidamente información privilegiada o manipule los elementos o mecanismos que contribuyen a la formación de los precios en los mercados, a hacerse responsable de los daños y perjuicios que ocasione a otros con su actuación.

Para obviar la complejidad técnica propia de los hechos generadores del daño, su ámbito objetivo de aplicación y los perjuicios a los que se aplicaría la responsabilidad civil por abuso de mercado, se suministraron definiciones sobre lo que debía entenderse por:

a. Abuso de información privilegiada y manipulación del mercado (estableciendo algunas presunciones a favor de los perjudicados, sobre todo, presunciones de culpa).

b. Instrumentos financieros y mercados a los que se aplicaría el régimen de responsabilidad civil por abuso de mercado (decantándose por la función económica de los primeros e insistiendo, respecto de los últimos, en la necesidad de un concepto amplio para alcanzar tanto a los mercados, plataformas o sistemas de negociación organizados como a los que no lo están).

c. El interés concreto que es vulnerado por el abuso de mercado y que merece protección por la vía de la responsabilidad civil (vinculado a la negociación y cotización del instrumento financiero y a los contratos, índices y otros elementos relacionados con él; o a la divulgación de información según las condiciones y canales previstos por la ley); y

d. Los perjuicios y la forma de calcularlos (sin reducirlos al mero cambio de la cotización y prefiriendo la libertad para su prueba); entre otras cuestiones.

BIBLIOGRAFÍA

LIBROS Y ARTÍCULOS:

- AA. VV. (1999) en MARTÍNEZ-SIMANCAS SÁNCHEZ, J. / ALONSO UREBA, A. (Coords.), *Instituciones del mercado financiero*, vol. 6, Madrid, Sopec.
- AA. VV. (2001) en HORTON ROGERS, W. V. (Ed.), *Damages for Non-Pecuniary Loss in a Comparative Perspective*, Wien / New York, Springer.
- AA. VV. (2001) en REGLERO CAMPOS, L. F. (Coord.), *Lecciones de responsabilidad civil*, Cizur Menor (Navarra), Aranzadi.
- AA. VV. (2001) en ZUNZUNEGUI PASTOR, F. (Coord.), *Lecciones de derecho bancario y bursátil*, Madrid, Colex.
- AA. VV. (2002) en *Derecho de sociedades: libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. 3, Madrid, McGraw Hill.
- AA. VV. (2003) en SILVA SÁNCHEZ, J. M. (Coord.), *¿Libertad económica o fraudes punibles?: riesgos penalmente relevantes e irrelevantes en la actividad económico-empresarial*, Madrid, Marcial Pons.
- AA. VV. (2004) en ESCUDERO PRADO, M. / PATEIRO RODRÍGUEZ, C. / RODRÍGUEZ SEIJO, F. J. (Coords.), *Mercado de capitales europeo: el camino de la integración*, A Coruña, Netbiblo.
- AA. VV. (2006) en ARROYO ZAPATERO, L. A. / NIETO MARTÍN A. (Coords.), *Fraude y corrupción en el Derecho penal económico europeo: Eurodelitos de corrupción y fraude*, Castilla-La Mancha, Universidad de Castilla-La Mancha.
- AA. VV. (2006) en VIVES RUÍZ, F. / PÉREZ-ARDÁ CRIADO, J. (Coords.), *La sociedad cotizada*, Madrid, Marcial Pons.
- AA. VV. (2007) en SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. (Dir.), *Curso de Bolsa y mercados financieros*, 4ª ed., Barcelona, Ariel.
- AA. VV. (2007) en URÍA FERNÁNDEZ, F. (Coord.), *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, Madrid, La Ley
- AA. VV. (2008) en MENÉNDEZ, A. (Coord.), *Lecciones de derecho mercantil*, Madrid, Civitas.
- AA. VV. (2009) en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. (Coord.), *Derecho Mercantil II*, 13ª ed., Vol. 2, Barcelona, Ariel.
- AA. VV. (2009) en JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO, A. (Coord.), *Mercado de valores*, Madrid, Iustel
- AA. VV. (2010) en ÁLVAREZ GARCÍA, F. J. / GONZÁLEZ CUSSAC J. L. (Dirs.), *Comentarios a la Reforma Penal de 2010*, Valencia, Tirant lo Blanch.
- AA. VV. (2010) en GÓMEZ RIVERO, Mª (Coord.), *Nociones fundamentales de Derecho Penal. Parte Especial*, Madrid, Tecnos.
- AA. VV. (2010) en GÓMEZ TOMILLO, M. (Dir.), *Comentarios al Código Penal*, Valencia, Lex Nova.
- AA. VV. (2010) en QUINTERO OLIVARES, G. (Dir.), *La Reforma Penal de 2010: Análisis y Comentarios*, Navarra, Aranzadi – Cruz Menor – Thomson Reuters.
- AA. VV. (2010) en SERRANO-PIEDecasas FERNÁNDEZ, J. R. / DEMETRIO CRESPO, E. (Dirs.), *El derecho penal económico y empresarial ante los desafíos de la sociedad mundial del riesgo*, Madrid, Colex.
- AA. VV. (2010) en VIVES ANTÓN, *Derecho Penal. Parte Especial*, 3. ed., Valencia, Tirant lo Blanch.
- AA. VV. (2011) en MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE, R. / ZAPATA CIRUGEDA, F. J. (Dirs.) / HERNÁNDEZ ALER, G. / JIMÉNEZ FERNÁNDEZ, A. (Coords.), *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos 2010*, Madrid, Fundación de Estudios Financieros.
- AA. VV. (2012) en MENÉNDEZ, A. / ROJO, A. (Dirs.) / APARICIO, M. L (Coord.), *Lecciones de derecho mercantil*, Cizur Menor (Navarra), Civitas-Thomson.

- AA. VV. (2013), en SALVADOR CODERCH, P. (Ed.), *El remedio indemnizatorio en el derecho español de daños. Análisis, aplicación e instrumentos comparados*, 2ª ed., INDRET, pp. 1-282.
- AA.VV. (2002) en RUÍZ RODRÍGUEZ, L. R. (Ed.), *Sistema penal de protección del mercado y de los consumidores: actas del II Seminario Internacional de Derecho Penal Económico, celebrado en Jerez en diciembre de 2000*, Valencia, Tirant lo Blanch.
- AA.VV. (2011), en ORTEGA FERNÁNDEZ, R. (Dir.), *Mecanismos de prevención y gestión de futuras crisis bancarias*, Madrid, Fundación de Estudios Financieros.
- ABASCAL ROJO, M. (2007), "Un análisis de las recientes turbulencias financieras", en *Boletín Económico de ICE*, núm. 2908, pp. 3-12.
- ABELLA, J. (1994), "La directiva relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables y la Ley del Mercado de Valores", en *RDBB*, núm. 53, pp. 55-88
- ADAM, K. / JAPPELLI, T. / MENICHINI, A. / PADULA, M. / PAGANO, M. (2002), *Study to Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union, Report for the European Commission*, 28 de enero de 2002, pp. 1-60, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/economic-reports/docs/020128_cap_mark_int_en.pdf
- AGAFONOW, A. (2007), "Los límites de la eficiencia económica en una sociedad democrática", en *Revista de Economía Institucional*, vol. 9, núm. 16, pp. 89-119.
- AGGARWAL, R. K. / WU, G. (2006), "Stock Market Manipulations", en *Journal of Business*, vol. 79, núm. 4, pp. 1915-1953.
- AGÜERO ORTIZ, A. (2013), "El consumidor como inversor de alto riesgo: la impugnación por vicios del consentimiento de los contratos de adquisición de participaciones preferentes y swaps, una opción sólo al alcance de algunos", en *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, núm. 8, pp. 446-471.
- ÁGUILA QUESADA, J. (2002), *El riesgo en la industria bancaria. Una aproximación a Basilea II*, Almería, Cajamar
- AGUIRRE ESPINOSA, J. A. (1991), "Los mercados de opciones", en SÁNCHEZ DE VALDERRAMA, J. L. (Dir.), *Curso de bolsa*, Barcelona, Ariel, vol. 2, pp. 219-244.
- ALBA FERNÁNDEZ, M. (2010), "La regulación de los títulos valores emitidos individualmente en soporte electrónico", en *RDBB*, núm. 117, pp. 39-68.
- ALBELLÁ AMIGO, S. / SAN ROMÁN MENÉNDEZ, J. (2010), "Notas sobre el régimen sancionador penal y administrativo del abuso de mercado (información privilegiada y manipulación de precios)", en MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE, R. / ZAPATA CIRUGEDA, F. J. (Dir.) / HERNÁNDEZ ALER, G. / JIMÉNEZ FERNÁNDEZ, A. (Coords.), *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos 2009*, Madrid, Fundación de Estudios Financieros, pp. 261-270.
- ALDAVE, B. B. (1984-1985), "Misappropriation: a general theory of liability for trading on non public information", en *Hofstra Law Review*, núm. 13, pp. 101-125
- ALDERMAN, M. H. (1986), "The Securities Acts and International Discovery: The Hague Evidence Convention after Anschuetz and Messerschmitt Blokow Blohm", en *Syracuse Journal of International Law & Commerce*, vol. 12, pp. 600-612.
- ALEMANY EGUIDAZU, J. M. (2000), "Comentario al informe de la CNMV de 2-8-2000 (Caso Villalonga)", en *Boletín Aranzadi Civil-Mercantil*, núm. 19, BIB 2000\1947, disponible en: www.westlaw.es
- _____. (2002), *La manipulación de los mercados de valores. Estudio multidisciplinar ilustrado con casos reales*, Madrid, Dijusa
- ALEWELT, J. (2009), "Follow the yellow brick road: The legislative path to finding a heart for securities regulations", en *California Western International Law Journal*, vol. 40, núm. 1, pp. 1-31
- ALEXANDER, K. (2001), "Insider dealing and market abuse: the Financial services and markets act 2000", en *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper*, núm. 222, disponible en: http://www.econ.cam.ac.uk/cgi-bin/cbr_wpfull3.pl?series=cbrwps&filename=cbr2001&paperid=WP222
- _____. (2004), "UK corporate governance and banking regulation: the regulator's role as stakeholder", en *Stetson Law Review*, vol. 33, pp. 991-1034.

- ALEXANDER, L. / SHERWIN, E. (2003), "Deception in Morality and Law", en *Law and Philosophy*, vol. 22, pp. 393-450.
- ALLEN F. / GALE, D. (1992), "Stock-price manipulation", en *The Review of Financial Studies*, vol. 5, núm. 3, pp. 503-529.
- _____. (2000), "Bubbles and Crises", en *The Economic Journal*, vol. 110, núm. 460, pp. 236-255
- _____. (2004), "Financial Intermediaries and Markets", en *Econometrica*, vol. 72, núm. 4, pp. 1023-1061
- ALLEN, F. / GORTON, G. (1992), "Stock price manipulation, market microstructure and asymmetric information", en *European Economic Review*, núm. 36, pp. 624-630
- ALLEN, F. / HERRING, R. (2001), "Banking Regulation versus Securities Market Regulation", en *Working Paper Series, The Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania*, pp. 1-55, disponible en: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0129.pdf>
- ALLEN, S. A. (1981), "The Scope of the Disclosure Duty under SEC Rule 14e-3", en *Washington and Lee Law Review*, vol. 38, núm. 3, pp.1055-1073
- ALTMAN, P. M. (1981-1982), "Federal Securities Regulation – Rule 10b.5 – Misappropriation of confidential takeover information from an investment banking firm and its clients for the purpose of purchasing of the target companies constitutes a criminal violation of Rule 10b.5 (United States v. Newman, 1981)", en *Villanova Law Review*, vol. 27, pp. 1329- 1348.
- AMIHUD, Y. / MENDELSON, H. (1996), "A new approach to the regulation of trading across securities markets", en *New York University Law Review*, vol. 71, pp. 1411-1466
- ANDREEVA ANDREEVA, V. (2009), "El control societario como punto de conexión entre la oferta pública de adquisición y la operación de concentración", en *Revista Electrónica de Estudios Internacionales*, núm. 17, pp. 1-22.
- _____. (2009), "Licencias de derechos de propiedad y protección de los consumidores en el Reglamento Bruselas I y su articulación con el Reglamento Roma I", en *AEDIPr*, t. 9, pp. 373-390.
- AÑOVEROS TERRADAS, B. (2009), "Extensión de los foros de protección del consumidor a demandados domiciliados en terceros Estados", en *AEDIPr*, t. 9, pp. 285-306.
- APOLINSKY, J. B. (2011), "Insider Trading as Mifeseance: The Yielding of the Fiduciary Requirement", en *Kansas Law Review*, vol. 59, pp. 493-539.
- ARASA MEDINA, C. (1994), *Lecciones de política económica*, Madrid, Dykinson.
- ARENAS GARCÍA, R (2012), "Sombras y luces en la jurisprudencia del TJUE en materia de DIPr. de sociedades", en *ESPLUGUES MOTA, C. / PALAO MORENO, G. (Eds.), Nuevas fronteras del Derecho de la Unión Europea. Liber Amicorum José Luis Iglesias Buhígues*, València, Tirant lo Blanch, pp. 739-759.
- ARENAS GARCÍA, R. (2006), "La distinción entre obligaciones contractuales y obligaciones extracontractuales en los instrumentos comunitarios de Derecho internacional privado", en *AEDIPr*, t. 6, pp. 393-415.
- _____. (2008), "La regulación de la responsabilidad precontractual en el Reglamento Roma II", en *INDRET*, núm. 4, pp. 1-27.
- ARENAS GARCÍA, R. / GÓRRIZ LÓPEZ, C. / MIQEL, J. (Coords.) (2010), *La internacionalización del derecho de sociedades*, Barcelona, Atelier.
- ARGANDOÑA, A. (1995), "El tratamiento de los problemas éticos en las instituciones y los mercados financieros", en ARGANDOÑA, A. (Ed.), *La dimensión ética de las instituciones y mercados financieros*, Madrid, Fundación BBVA, pp. 21-48
- _____. (2010), "La dimensión ética de la crisis financiera", en *Documento de Investigación DI-872, IESE Business School, Universidad de Navarra*, disponible en: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0872.pdf>
- ARISTÓTELES, "Capítulo IV. Consideración práctica sobre la adquisición de los bienes", en *La Política*, p. 18, disponible en: http://www.edu.mec.gub.uy/biblioteca_digital/libros/a/Aristoteles%20-%20Politica.pdf
- ARLEN, J. / CARNEY, W. (1992), "Vicarious liability for fraud on securities markets: theory and evidence", en *University of Illinois Law Review*, pp. 691-740

- ARMOUR, J. / McCAHERY, J. A. (2003), "Introduction: Improving corporate law and modernising securities regulation in Europe", en *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 3, núm. 2, pp. 211-220.
- _____. (2006), "After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US", en *Amsterdam Center for Law & Economics Working Paper*, núm. 7, disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=910205
- ARNOLD, M. T. (2010), "It's déjà vu all over again using bounty hunters to leverage gatekeeper duties", en *Tulsa Law Review*, vol. 45, pp. 419-469.
- ARRANZ PUMAR, G. (2005), "Análisis de normativa en proyecto: Real decreto de desarrollo de la Ley del Mercado de Valores en materia de abuso de mercado", en *Derecho de los Negocios, La Ley*, núm. 173, pp. 79-84, disponible en: www.laleydigital.es.
- _____. (2008), "Comentario de autor: Criterios sobre detección y comunicación de operaciones sospechosas. Documento CNMV (Borrador junio 2008)", en *Derecho de los Negocios, La Ley*, núm. 216, pp. 87-89.
- ARROYO MARTÍNEZ, I. (1993), "Reflexiones en torno a los denominados títulos valores impropios y documentos de legitimación", en *RDM*, núm. 210, pp. 1189-1242.
- ARROYO RODRÍGUEZ, A. M. / VAQUERO LAFUENTE, M. E. (2005), "La ética en el uso de la información privilegiada", en *Icade: Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 64, pp. 225-250.
- _____. (2006), "Ética de la retribución de los altos directivos mediante el sistema de opciones sobre acciones (stock options)", en *Revista Valores en la Sociedad Industrial*, núm. 65, pp. 67-74.
- ARROYO ZAPATERO, L. A. (1995), "El abuso de información privilegiada en el derecho español vigente y en el proyecto de código penal", en *Hacia un derecho penal económico europeo, Jornadas en honor del profesor Klaus Tiedemann celebradas los días 14 a 17 de octubre de 1992*, Madrid, Universidad Autónoma de Madrid, pp. 45-61, disponible en: http://portal.uclm.es/descargas/idp_docs/doctrinas/abuso%20de%20informacion%20privilegiada%20%20caratula%20insider%209-96%20i.pdf
- ARROYO, A. M. (1978), *La manipulación de las cotizaciones de Bolsa*, Madrid, ICAI.
- ARTEAGOITIA LANDA, J. M. / ALTEMIR MERGELINA, M. (2002), "Avances comunitarios en la regulación financiera", en *ICE*, núm. 801, pp. 25-34.
- ATIENZA, M. (1989), *Contribución para una teoría de la legislación*, Ponencia presentada al Tercer Congreso de la Federación de Asociaciones de Sociología que tuvo lugar en San Sebastián, del 28 de septiembre al 1º de octubre, pp. 385-403, disponible en: <http://www.biblioteca.org.ar/libros/141770.pdf>
- ATTARD, B. (2000), "Making a market. The jobbers of the London Stock Exchange, 1800–1986", en *Financial History Review*, vol. 7, pp. 5–24.
- AURIOLES MARTÍN, A. (2006), "Contratos bancarios" en JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. (Coord.), *Lecciones de de derecho mercantil*, 11ª ed., Madrid, Tecnos, pp. 451-476.
- AUSTIN, J. (2010), "When does sharp business practice cross the line to become dishonest conduct?", en *University of Queensland Law Journal*, vol. 29, pp. 263-278.
- AUSUBEL, L. M. (1990), "Insider Trading in a Rational Expectations", en *The American Economic Review*, vol. 80, núm. 5, pp. 1022-1041.
- AVGOULEAS, E. (2004-2005), "A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation: Peaks, Troughs, and the Road Ahead", en *The Transnational Lawyer*, vol. 18, pp. 179-229.
- _____. *The mechanics and regulation of market abuse. A legal and economic analysis*, Oxford, Oxford University press
- AVGOULEAS, E. (2009-2010), "A New Framework for the Global Regulation of Short Sales: Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient", en *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 15, pp. 376-425
- AYRES, I. / BRAITHWAITE, J. (1991), "Tripartism: Regulatory Capture and Empowerment", en *Law & Social Inquiry*, vol. 16, núm. 3, pp. 435-496, disponible en: <http://links.jstor.org/sici?sici=0897-6546%28199122%2916%3A3%3C435%3ATRCAE%3E2.0.CO%3B2-2>

- BACIGALUPO ZAPATER, E. (1998), "Estado de la cuestión de la protección de los intereses financieros de la Comunidad Europea después del Tratado de Amsterdam", en *Actualidad Penal*, disponible en: www.laleydigital.es.
- BACK, K. (1992), "Insider Trading in Continuous Time", en *The Review of Financial Studies*, vol. 5, núm. 3, pp. 387-409.
- BAENA TOVAR, N. (2002), *La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos*, Madrid, Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- BAGNOLI, M. / LIPMAN, B. (1996), "Stock Price Manipulation Through Takeover Bids", en *The RAND Journal of Economics*, vol. 27, núm. 1, pp. 124-147
- BAILEY, D. R. (1978-1979), "Securities regulation – Non-purchaser has standing to sue for damages under section 17(a) of the Securities Act of 1933. *Reid. v. Madison*, 438 F. Supp. 332 (E.D. Va. 1977)", en *Cumberland Law Review*, vol. 319, pp. 319-333.
- BAILEY, P. P. / PERTSCHUK, M. (1983-1984), "The law of deception: the past as prologue", en *The American University Law Review*, vol. 33, pp. 849-897
- BAINBRIDGE, S. M. (1985), "A critique of the Insider Trading Sanctions Act of 1984", en *Virginia Law Review*, vol. 71, pp. 455-498.
- _____. (1999), "Insider trading regulation: the path dependent choice between property rights and securities fraud", en *SMU Law Review*, vol. 52, pp. 1589-1652.
- _____. (2000), "Mandatory disclosure: a behavioural analysis", en *University of Cincinnati Law Review*, vol. 68, 2000, pp. 1023-1060
- _____. (2010-2011), "Insider Trading Inside the Beltway", en *The Journal of Corporation Law*, vol. 36, pp. 281-307
- BAJO FERNÁNDEZ, M. (1998), "Uso de información privilegiada", en *Cuadernos de derecho judicial*, núm. 10, pp. 121-144.
- BAKER, C. M. (2009-2010), "Regulating the invisible: the case of over-the-counter derivatives", en *Notre Dame Law Review*, vol. 85, núm. 4, pp. 1287-1378.
- BALLARINO, T. (2007), "El Derecho antitrust comunitario y el Art. 6 del Reglamento "Roma II" (Régimen conflictual y territorial, efecto directo), en *AEDIPr*, t. 7, pp. 407-420
- BALTIC, C. V. (1992), "The next step in insider trading regulation: international cooperative efforts in the global securities market", en *Law and Policy in International Business*, vol. 23, núm. 1, pp. 167-197, disponible en: <http://go.galegroup.com/ps/i.do?id=GALE%7CA12171078&v=2.1&u=unauba&it=r&p=LT&sw=w&asid=32d10c7678e9a24f1eb27aed453060e4>
- BANNER, S. (1997), "What Causes New Securities Regulation - a 300 Years of Evidence", en *Washington University Law Quarterly*, núm. 75, pp. 849-855
- BARLETT, R. P. (2010-2011), "Inefficiencies in the Information Thicket: A Case Study of Derivative Disclosures During the Financial Crisis", en *The Journal of Corporation Law*, vol. 36, pp. 1-57
- BARNARD, D. M. (1987), "The United Kingdom Financial Services Act, 1986: A New Regulatory Framework", en *The International Lawyer*, vol. 21, núm. 2. pp. 343-356
- BARRACHINA, J. E. (2011), *Derecho del mercado de valores*, Madrid, Difusión Jurídica.
- BARROS DOURIE, E. (2008), *Análisis comparativo de los criterios de atribución de riesgos en sedes contractual y extracontractual*, ponencia presentada en la conferencia "Jornada 14. Derecho de Daños", organizada por la Fundación Coloquio Jurídico Europeo que tuvo lugar el 28 de marzo de 2008, pp. 1-31, disponible en: http://www.fcje.org.es/wp-content/uploads/file/jornada14/1_BARROS.pdf
- BEAULIEU GRENIER, J (1981), "Damages for insider trading in the open market: a new limitation on recovery under Rule 10b-5", en *Vanderbilt Law Review*, vol. 34, pp. 797-831.
- BEAVER, W. (1981), "Market efficiency", en *The Accounting Review*, vol. 56. núm. 1, pp. 23-37
- BELANDO GARÍN, B. (2003), "La manipulación del mercado de valores a través de Internet: nuevas armas para problemas antiguos" en *RDBB*, núm. 90, pp. 53-90.
- _____. (2004), *La protección pública del inversor en el mercado de valores*, Madrid, Civitas, 2004.
- _____. (2005), "Reflexiones sobre la actividad administrativa informal al hilo de las «nuevas» advertencias al público de la Comisión Nacional del Mercado de Valores", en *REDA*, num. 125, BIB 2005\328, disponible en: www.westlaw.es

- BENABOU, R. / LAROQUE, G. (1992), "Using privileged information to manipulate markets. Insiders, gurus and credibility" en *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, núm. 3, pp. 921-958
- BENAYAS, M. J. E. (2006), "Algunas reflexiones sobre la cuestión de si puede o debe influir el fenómeno globalizador en el debate sobre la reforma del sistema español de Derecho internacional privado", en *REEI*, núm. 11, disponible en: <http://www.reei.org/index.php/revista/num11/notas/algunas-reflexiones-sobre-cuestion-puede-debe-influir-fenomeno-globalizador-debate-sobre-reforma-sistema-espanol-derecho-internacional-privado>
- BENEYTO, J. M. / MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. (2005), "Un mercado de valores europeo integrado", en BENEYTO, J. M. / MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. (Dirs.), *El espacio financiero único en la Unión Europea. Los mercados de valores*, Madrid, Marcial Pons, pp. 13-19.
- BENÍTEZ ORTÚZAR, I. F. (2005), "El uso de información relevante para la cotización en el mercado de valores. Relevancia jurídico-penal del insider Trading", en *CARBONELL MATEU, J. C. (Coord.), Estudios penales en homenaje al profesor Cobo del Rosal, Madrid, Dykinson*, pp. 81-104.
- BENSTON, G. (1973), "Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934", en *The American Economic Review*, vol. 63, núm. 1, pp. 132-155
- BERCOVITZ ÁLVAREZ, R. (2002), "La responsabilidad de los analistas de inversiones", *Revista de derecho bancario y bursátil*, núm. 86, pp. 7-54.
- BERLE, A. Jr. (1931), "Liability for Stock Market Manipulation", en *Columbia Law Review*, vol. 31, núm. 2, pp. 264-279, disponible en: <http://www.jstor.org/stable/1115043>
- BEUNZA, D. / MACKENZIE, D. / MILLO, Y. / PARDO-GUERRA J. P. (2011), "Impersonal efficiency and the dangers of a fully automated securities exchange", en *The Future of Computer Trading in Financial Markets – Foresight Driver Review – DR 11*, disponible en: <http://eprints.lse.ac.uk/43589/>
- BEVILLE, M. / FALASCHETTI, D. / ORLANDO, M. J. (2009-2010), "An information market proposal for regulating systemic risk", en *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, vol. 12, pp. 849-898.
- BEXLEY, T. J. (2009-2010), "Reining in Maverick Traders: Rule 10b5-2 and Confidentiality Agreements", en *Texas Law Review*, vol. 88, pp. 195-215
- BHATTACHARYA, S. / NICODANO, G. (1999), "Insider trading, investment and liquidity: a welfare analysis", *Centre for Economic Policy Research Discussion Papers*, núm. 2251
- BHUPATHI, T. (2010), "Technology's latest market manipulator? High frequency trading: The strategies, tools, risks, and responses", en *North Carolina Journal of Law & Technology*, vol. 11, núm. 2, pp. 377-400.
- BIANCO, J. J. (1977-1978), "The mechanics of futures trading: Speculation and manipulation", en *Hofstra Law Review*, vol. 6, pp. 27-40
- BISHOP, W. (1982), "Economic Loss in Tort", en *Oxford Journal of Legal Studies*, pp. 1-29.
- BISNAR, J. (2010-2011), "100% capitalist, 90% of the time: the 20 day short-sale ban", en *New York University Annual Survey of American Law*, vol. 66, pp. 299-340.
- BLACK, B. (2009-2010), "Reputational Damages in Securities Litigation", en *The Journal of Corporation Law*, vol. 35, núm. 1, pp. 169-182
- BLANCO BERMÚDEZ, F. / IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W. (2002), "La ética en el ámbito de las relaciones entre emisores e inversores", en BLANCO BERMÚDEZ, F. / IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. W. (Dirs.), *Ética y mercado de valores*, Madrid, Marcial Pons, pp. 155-178.
- _____. (Dirs.) (2002), *Ética y mercado de valores: Cursos de Verano de la Universidad Complutense de Madrid (San Lorenzo de El Escorial, 3-5 de septiembre de 2001)*, Madrid, Marcial Pons
- BLUM, J. W. (1938), "The Federal Securities Act, 1933-36", en *The Journal of Political Economy*, vol. 46, núm. 1, pp. 52-96.
- _____. (1985-1986), "The Regulation of Insider Trading in Germany: Who's Afraid of Self-Restraint?", en *Northwestern Journal of International Law & Business*, vol. 7, pp. 507-531.

- BOBERG, A. (2010), "Fixing the Price at Liberty: The Case for Imprisoning Price-Fixers in New Zealand", en *Auckland University Law Review*, vol. 16, pp. 81-109.
- BODIE, Z. / MERTON, R. (2004), "The design of financial systems: towards a synthesis of function and structure", en *Harvard Business School Working Paper*, núm. 02-074, pp. 1-44, disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=313651##
- BOLEA BARDON, C., (2010), "Tendencias sobre autoría y participación en el ámbito de la criminalidad empresarial (especial referencia al concepto de autor en los delitos relativos al mercado y los consumidores)", en *LUZÓN PEÑA, D. M. (Dir.), Derecho penal del Estado social y democrático de derecho. Libro homenaje a Santiago Mir Puig, Madrid, La Ley*, pp. 755-776, disponible en: www.laleydigital.es
- BOLSA DE MADRID (1982), *Sistema financiero y bolsa: la financiación de la empresa a través del mercado de valores*, Madrid, Bolsa de Madrid, Servicio de Estudios
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2007), "La información generada por el emisor", en *Bolsa: revista mensual de bolsas y mercados españoles*, núm. 168, pp. 21-40, disponible en: http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2007/10/021-40%20Cover%202_168.pdf
- _____. (2009), "Los mercados de valores contribuyen a paliar los efectos de la crisis", en *Bolsa: Revista mensual de bolsas y mercados españoles*, núm. 183, pp. 13-18, disponible en: http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2010/02/12-18_Cover_1_n183_01.pdf
- BOOTH, B. H. (1994-1995), "Prudence or paranoia: Considering stricter regulation of the International over-the-counter derivatives market", en *Duke Journal of Comparative & International Law*, vol. 5, pp. 499-526.
- BOR, A. (1978), "Recent developments. Implied Private Right of Action Under Section 17 of the Securities Exchange Act of 1934", en *Vanderbilt Law Review*, vol. 31, pp. 1513 - 1529
- BORREGO RODRÍGUEZ, A. / GARCÍA ESTÉVEZ, P. (2002), *Productos financieros*, Madrid, Prentice Hall.
- BOVI D. (1994-1995), "Rule 10b-5 Liability For Front Running: Adding A New Dimension To The Money Game", en *St. Thomas Law Review*, núm. 103, pp. 103-135.
- BRADLEY, C. (2009-2010), "The confidence game: Manipulation of the markets by governmental authorities", en *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law*, vol. 11, pp. 59-65.
- BRADY, J. B (1980), "Recklessness, negligence, indifference and awareness", en *The Modern Law Review*, vol. 43, pp. 381-399
- BRAITHWAITE, J. (1999), "A future where punishment is marginalized: Realistic or Utopian", en *University of California Los Angeles Law Review*, vol. 46, pp. 1727-1750
- _____. (2002), "Rewards and Regulation", en *Journal of Law and Society*, vol. 29, núm. 1, pp. 12-26
- _____. (2003), "What's wrong with the sociology of punishment?", en *Theoretical Criminology*, vol. 7, núm. 1, pp. 5-28.
- _____. (2006), "Responsive Regulation and Developing Economies", en *World Development*, vol. 34, núm. 5, pp. 884-898,
- BRANSON, D. M. (1999-2000), "Teaching comparative corporate governance: the significance of 'soft law' and international institutions", en *Georgia Law Review*, vol. 34, pp. 669-698 1999-2000
- _____. (2010), "More muscle behind regulation sho? short selling and the regulation of stock borrowing programs", en *Virginia Law & Business Review*, vol. 5, núm. 1, pp. 1-33.
- BREWER, M. K. / GOUGH, O. / SHAH, N. S. (2010-2011), "Reconsidering Disclosure and Liability in the Transatlantic Capital Markets", en *DePaul Business & Commercial Law Journal*, vol. 9, pp. 257-292
- BRIGGS, B. D. (1998-1999), "United States v. O'Hagan: the Supreme Court validates the misappropriation theory of insider trading and rule 14e-3(a), but does the Court's decision help or hinder the quest for guiding principles?", en *Georgia State University Law Review*, vol. 15, pp. 459-498.
- BRIO, E. / PEROTE, J. (2007), "What Enhances Insider Trading Profitability?", en *Atlantic Economic Journal*, vol. 35, núm. 2, pp. 173-188

- BRITO ALONSO, E. (2004), “La información y la educación como medio eficaz de protección del inversor”, en *Bolsa de Madrid*, junio, pp. 62-69
- BROADED, J. E. (2009-2010), “A survey of regulations applicable to investment advisers”, en *Duquesne Business Law Journal*, vol. 12, pp. 27-39.
- BRODSKY, D. M. (1984), “Insider Trading and the Insider Trading Sanctions Act of 1984: New Wine Into New Bottles?”, en *Washington and Lee Law Review*, vol. 41, núm. 3, pp. 921-941.
- BROWN, R. A. (2010), “Financial reform and the subsidization of sophisticated investors' ignorance in securitization markets”, en *N.Y.U. Journal and Law & Business*, vol. 7, pp. 105-174
- BRUN, X. / ELVIRA, O / PUIG, X. (2008), *Mercado de renta variable y mercado de divisas*, Colección Manuales de asesoramiento financiero, núm. 8, Barcelona, Profit
- BRUNELLE, R. (1975), “Securities Law -- Rule 10b-5 -- Civil Liability of Tippers and Tippees -- Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 16 B.C.L. Rev. 503” en *Boston College Law Review*, vol. 16, núm. 3, pp. 503-515.
- BUDZEN, D. M. / FRANKOWSKA, A. M. (1994), “Prohibitions against insider trading in the United States and the European Community: providing guidance for legislatures of Eastern Europe”, en *Boston University International Law Journal*, vol. 12, pp. 91- 138.
- BURGOS LADRÓN DE GUEVARA, J. (2011), “La responsabilidad penal de las personas jurídicas: aspectos procesales”, en *DLL*, núm. 7625, disponible en: www.laleydigital.es.
- BUSSANI M. / MATTEI U. (Eds.) (2000), *Making European Law / Essays on the “Common Core” Project*, Trento, Università degli Studi di Trento.
- BUSSANI, M. / PALMER, V. (2002), “The frontier between contractual and tortious liability in Europe: insights from the case of compensation for pure economic loss”, en ESPIAU ESPIAU, S. / VAQUER ALOY A. (Coords), *Bases de un derecho contractual europeo*, Valencia, Tirant lo Blanch, pp. 405-426.
- _____. (Eds.) (2003), *Liability for pure economic loss: frontiers of tort Law*, Cambridge University Press, Cambridge.
- _____. (2003), *Pure economic loss in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge
- _____. (2008), *Pure economic loss: new horizons in comparative law*, Routledge-Cavendish.
- BUSTELO GÓMEZ, P. (2007), “Progreso y alcance de la globalización financiera. Un análisis empírico del periodo 1986-2004”, en *Boletín económico ICE. Información Comercial Española*, núm. 2922, pp. 19-32
- BYRD, B. (2010), *Contract and tort law: Introduction to Anglo-American law and language*, 2ª ed., vol. 2, Munich, Beck
- BYRD, R. T. (1978-1979), “No squeezing, no cornering: Some rules for commodity exchanges”, en *Hofstra Law Review*, vol. 7, pp. 923-952.
- CACHÓN BLANCO, J. (1993), *Derecho del mercado de valores*, vol. 2, Madrid, Dykinson.
- _____. (1996), “Análisis jurídico de los conceptos de ‘valor negociable’ e ‘instrumento financiero’”, en *RDM*, núm, 221, pp. 773-832
- CADMUS, E. H. (2012), “An altered derivatives marketplace: Clearing swaps under Dodd-Frank”, en *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 17, pp. 189-226.
- CALABA, V. F. (2001), “Comments. The insiders: a look at the comprehensive and potentially unnecessary regulatory approaches to insider trading in Germany and the United States, including the sec's newly effective rules 10b5-1 and 10b5-2”, en *Loyola of Los Angeles International & company Law Review*, vol. 23, pp. 457-486.
- CALDERÓN SUSÍN, E. (1996), “El abuso de información privilegiada en el mercado de valores”, en *Cuadernos de derecho judicial*, núm. 20, pp. 209-260
- CALVACHE MARTÍNEZ, A. M.^a (2007), “La integración de las centrales depositarias de valores en la Unión Europea: Un desafío urgente”, en *ICE, TRIBUNA DE ECONOMÍA*, núm. 835, pp. 221-252.
- CALVO CARAVACA A. L. / CARRASCOSA GONZÁLEZ, J. (2003), *Curso de contratación internacional*, Madrid, Colex
- _____. (2005), *Derecho internacional privado*, Granada, Comares, vol. 1.

- _____. (2008), *Las obligaciones extracontractuales en Derecho internacional privado. El Reglamento «Roma II»*, Granada, Comares.
- _____. (2009), “El Reglamento «Roma II»: Reglas generales sobre determinación de la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales”, en *RCDI*, núm. 712, pp. 835-908.
- _____. (2009), “La Ley aplicable al divorcio en Europa: el futuro Reglamento Roma III (Law Applicable to Divorce in Europe: The Future Rome III Regulation)”, en *Cuadernos de Derecho Transnacional*, vol. 1, núm. 1, pp. 36-71.
- _____. (2013), “Armas legales contra la crisis económica. Algunas respuestas del derecho internacional privado”, en *Cuadernos de Derecho Transnacional*, vol. 5, núm. 1, pp. 38-102.
- CALVO CARAVACA, A. L. (2009), “El Reglamento Roma I sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales: cuestiones escogidas”, en *Cuadernos de derecho transnacional*, vol. 1, núm. 2, pp. 52-133.
- CÁMARA LAPUENTE, S. (2003), *Derecho Privado Europeo*, Madrid, Colex.
- CAMÚNEZ RUÍZ, J. A. / MORENO CAMPOS, I. / SIERRA MOLINA, G. J. (2003), “La valoración, por analistas financieros, de la utilidad de la información contable sobre el capital humano” en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 32, núm. 117, pp. 539-569
- _____. (2003), “La valoración, por analistas financieros, de la utilidad de la información contable sobre el capital humano”, en *Revista española de financiación y contabilidad*, núm.117, pp. 539-569
- CARBAJALES, M. (2006), *La regulación del mercado financiero: hacia la autorregulación del Mercado de Valores*, Madrid, Marcial Pons.
- CAREY, D. P. (1982), “Notes - Rule 10b-5 developments - Theories of liability”, en *Washington and Lee Law Review*, vol. 39, pp. 969-1020
- CARLOS, A. / MOYEN, N. / HILL J. (2002), “Royal African Company Share Prices during the South Sea Bubble”, en *Explorations in Economic History*, vol. 39, núm. 39, pp. 61–87
- CARLOS, A. M. / KEY J. / DUPREE J. L. (1998), “Learning and the Creation of Stock-Market Institutions: Evidence from the Royal African and Hudson's Bay Companies, 1670-1700”, en *The Journal of Economic History*, vol. 58, núm. 2, pp. 318-344
- CARLOS, A. M. / NEAL L. (2004), “Women investors in early capital markets, 1720–1725”, en *Financial History Review*, vol. 11, núm. 2, pp. 197–224
- _____. (2004), *Capital market activity during and after the South Sea Bubble: Bank of England Shares. 1720-1725*, disponible en: <http://mauricio.econ.ubc.ca/pdfs/carlos.pdf>
- _____. (2006), “The micro-foundations of the early London capital market: Bank of England shareholders during and after the South Sea Bubble, 1720–25”, en *Economic History Review*, vol. 59, núm. 3, pp. 498–538
- _____. (2007), *Networks, Brokers and the Market for Bank of England Shares: Dissecting the Anatomy of Exchange Alley in 1720*, disponible en: <http://www.econ.upf.edu/docs/seminars/neal.pdf>
- CARLTON, D. W. / FISCHER, D. R. (1983), “The regulation of insider trading”, en *Stanford Law Review*, vol. 35, núm. 5, pp. 857-895
- CARNEY, W. J. (1986), “Signalling and causation in insider trading”, en *Catholic University Law Review*, vol. 36, pp. 863-898.
- _____. (2006), “The costs of being public after Sarbanes-Oxley: The irony of going private”, en *Emory Law Journal*, vol. 55, pp. 141-160
- CARRASCOSA GONZÁLEZ, J. (2002), *Globalización y derecho internacional privado*, Albacete, LiberLibro.com.
- CARROLL, A. (2012), “Don't Be Evil... Unless It Increases Revenue: What the Operation of Credit Rating Agencies Can Teach Us about Google”, en *Temple Journal of Science, Technology & Environmental Law*, vol. 31, pp. 93-118.
- CARSON, T. L. / WOKUTCH, R. E. / COX, J. E. Jr. (1985), “An Ethical Analysis of Deception in Advertising”, en *Journal of Business Ethics*, vol. 4, pp. 93-104.
- CASAS JURADO, A. (2003), *El mercado español de fondos de inversión: análisis económico-financiero*, Granada, Universidad de Granada
- CATÁ BACKER, L. (2012), “From Institutional Misalignments to Socially Sustainable Governance: The Guiding Principles for the Implementation of the United Nations’

- "Protect, Respect and Remedy" and the Construction of Inter-Systemic Global Governance", en *Global Business & Development Law Journal*, vol. 25, pp. 69-171
- CAZORLA PRIETO, L. M. (2009), *Crisis económica y transformación del Estado*, Cizur Menor (Navarra), Aranzadi.
 - CEBRIÁN SALVAT, M. A. (2013), "Competencia judicial internacional en defecto de pacto en los contratos de distribución europeos: el contrato de distribución como contrato de prestación de servicios en el Reglamento 44" en *Cuadernos de Derecho Transnacional*, vol. 5, núm. 1, pp. 125-138
 - CERDÁN DE LA CRUZ, F. (2008), "Situación normativa actual en el ámbito de los mercados de valores", en *RDMV*, núm. 2, pp. 513-537, disponible en: www.laleydigital.es
 - _____. (2010), "La reforma del sistema financiero: enfoque comunitario de las iniciativas y propuestas normativas en materia de productos financieros", en *RDMV*, núm. 6, pp. 385-420, disponible en: www.laleydigital.es
 - CERVERA-MERCADILLO, V. (1999), "3. Valores negociables. Las participaciones como valores mobiliarios negociables", en *RDBB*, núm. 73, pp. 131-161.
 - CHAFFEE, E. C. (2009-2010), "A panoramic view of the financial crisis that began in 2008: The need for domestic and international regulatory reform", en *University of Dayton Law Review*, vol. 35, núm. 1, pp. 1-13.
 - _____. (2010), "Contemplating the endgame: An evolutionary model for the harmonization and centralization of international securities regulation", en *University of Cincinnati Law Review*, vol. 78, pp. 587-617
 - CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M. (2008), "Publicación del informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación correspondiente al año 2008. En particular, sobre las actuaciones disciplinarias", en *RDMV*, núm. 5, disponible en: www.laleydigital.es.
 - CHATTERJEA, A. / JARROW, R. (1998), "Market Manipulation, Price Bubbles, and-Model of the U.S. Treasury Securities Auction", en *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 33, núm. 2, pp. 255-289
 - CHERIAN, J. A. / CHATTERJEA, A. (1993), "Market manipulation and corporate finance: A new perspective", en *Financial management*, vol. 22, núm. 2, pp. 200-209
 - CHOCLAN MONTALVO, J. A. (2002), "Información societaria y protección penal del inversor", en *DLL*, núm. 5676, disponible en: www.laleydigital.es.
 - _____. (2003), "Protección penal del sistema financiero", en *DLL*, núm. 5865, disponible en: www.laleydigital.es.
 - _____. (2003), "Protección penal del sistema financiero", disponible en: http://www.datadiar.com/actual/novedades_05/penal/blanqueo/d_oct_03.htm
 - CHONG, A. (2008), "Choice of law for unjust enrichment/restitution and the Rome II Regulation", en *International and Comparative Law Quarterly*, núm. 57, pp 863-898
 - CINQUEGRANA, P. (2008), *The Need for Transparency in Commodity and Commodity Derivatives Markets*, Research Report, The European Capital Markets Institute (ECMI), núm. 3, disponible en: <http://aei.pitt.edu/11458/1/1766.pdf>
 - CLARK, S. (2010), "Insider Trading and Financial Economics: Where Do We Go From Here?", en *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 16, pp. 43- 99.
 - CLEMENTS, E. (1988-1989), "Comments. The Seventh Amendment Right to Jury Trial in Civil Penalties Actions: A Post-Tull Examination of the Insider Trading Sanctions Act of 1984", en *University of Miami Law Review*, vol. 43, pp. 361-418.
 - CLIMENT DIRANZO, F. J. / MENEU FERRER, V. / PARDO TORNERO, A. (1999), "Influencia y sensibilidad de los mercados bursátiles europeos", en *ICE*, núm. 782, pp. 77-87.
 - COFFEE, J. (1983), "Metastasis of mail fraud: the continuing story of the evolution of a white collar crime", en *American Criminal Law Review*, núm. 21, pp. 1-28
 - _____. (2004), "Gatekeeper failure and reform: the challenge of fashioning relevant reforms", en *Berkeley Olin Program in Law & Economics, Working Paper Series*, núm. 13093, pp. 1-89.
 - COFFEE, J. / BERLE, A. (2007), "Law and the Market: The Impact of Enforcement", en *Working Paper, The Center for Law and Economic Studies, Columbia Law and Economics*, núm. 304, disponible en: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=967482

- COHEN, G. M. (2012), "The Financial Crisis and the Forgotten Law of Contracts", en *Tulane Law Review*, vol. 87, núm. 1, pp. 1-72.
- COLBERT, R. L. (1980), "Securities Regulation – Insider Trading – Duty of Non-Insider to Disclose Material Nonpublic Information. Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980)", en *Tennessee Law Review*, vol. 48, pp. 161-181
- COLE, M. (2007), *Insider dealing in the City*, discurso pronunciado el día 17 de marzo, disponible en: <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2007/0>
- COLINA GAREA, R. (2012), "Fundamento y caracterización jurisprudencial de la responsabilidad civil ex art. 1905 CC", en *Práctica Derecho de Daños*, núm. 106-107, pp. 24-40.
- COLLINS, L. (1987), "Problems of enforcement in the multinational securities market: A United Kingdom perspective", en *University of Pennsylvania Journal of International Business Law*, vol. 9, núm. 3, pp. 487-518.
- COLLINS, P. S. (2011), *Regulation of securities, markets, and transactions: a guide to the new environment*, Chichester, Joh Wiley & Sons.
- COLOMBO, R. (2009), "Cooperation with securities fraud", en *Alabama Law Review*, vol. 61, pp. 61-119.
- _____. (2010), "The role of trust in financial regulation", en *Villanova Law Review*, vol. 55, pp. 577-601.
- CONLISK, John, (1996), "Why bounded rationality?", en *Journal of Economic Literature*, vol. 34, núm. 2, pp. 669-700
- CONNORS, M. S. (2010-2011), "Don't make a federal case out of it: An argument why the claims of plaintiffs affected by a nationwide fraud should not be certified as a class action under rule 23(b)(3)", en *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, vol. 13, núm. 2, pp. 499-525.
- CONSTABLE, P. (2011), "Ferocious beast or toothless tiger? The regulation of stock market manipulation in Australia", en *Macquarie Journal of Business Law*, vol. 8, pp. 54-110.
- COPE, S.R. (1978), "The Stock Exchange Revisited: A New Look at the Market in Securities in London in the Eighteenth Century", en *Economica, New Series*, vol. 45, núm. 177, pp. 1-21
- CÓRDOBA BUENO, M. (2005), *La práctica de los mercados financieros*, 4ª ed., Madrid, Dykinson.
- CORNELUP, S. (2011), "ROMA II y el derecho de los mercados financieros: El ejemplo de los daños causados por la violación de las obligaciones de información", en *AEDIPr*, t. 11, pp. 63-87.
- CORTÉS GARCÍA, E. (1999), "Derechos reales limitados y otros gravámenes sobre valores anotados", en *RDBB*, núm. 73, pp. 163-198.
- CORTÉS, L. J. (2004), *Lecciones de contratos y mercados financieros*, Madrid, Thomson Aranzadi
- COSENZA, E. (2008-2009), "Rethinking attorney liability under rule 10b-5 in light of the Supreme Court's decisions in Tellabs and Stoneridge", en *George Mason Law Review*, vol. 16, pp. 1-52.
- COSTACHE, M. P. (2013), "Legal Connotations of the Trichotomy Responsibility-Liability-Accountability", en *Acta Universitatis Danubius Juridica*, vol. 9, núm. 2, pp. 177-182.
- COUSINS, J. / CHARMAN, A. (2011), "Misrepresentation on bond issues: liability in the secondary market", en *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, enero, pp. 17-19.
- COX, C. / FOCARYR, K. S. (1988-1989), "Bases of Insider Trading Law", en *Ohio State Law Journal*, vol. 49, pp. 353-372.
- CREMADES, B. M. (1988), "La protección al inversor: Insider trading", en DLL, disponible en: www.laleydigital.es.
- CRESPO HERNÁNDEZ, A. (2006), "Daños al medio ambiente y regla de la ubicuidad en el art. 8 del futuro Reglamento de Roma II", en *Revista para el Análisis del Derecho, INDRET*, núm. 3, disponible en: http://www.indret.com/pdf/366_es.pdf

- CUENCA GARCÍA, A. (1998), “El mercado de futuros y opciones sobre cítricos”, en *Revista de treball, economia i societat*, núm. 8, disponible en: http://www.ces.gva.es/pdf/trabajos/articulos/revista_08/art2-rev8.pdf
- _____. (2000), *Los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones en la ley del mercado de valores*, Valencia, Tirant lo Blanch
- CUMMING, D. / JOHAN, S. (2008), “Global Market Surveillance”, en *American Law and Economics Review*, vol. 10, núm. 2, pp. 454-506
- DALE, R. S. / JOHNSON J. E. / TANG, L. (2005), “Financial Markets Can Go Mad: Evidence of Irrational Behaviour during the South Sea Bubble”, en *The Economic History Review*, New Series, vol. 58, núm. 2, pp. 233-271.
- DAM, C. V. (2006), *European tort law*, Oxford, Oxford University Press
- DAVIDSON, G. A. (1985), “Squeezes and Corners: A Structural Approach”, en *The Business Lawyer*, vol. 40, pp. 1283-1298.
- DAVIES, K. G. (1952), “Joint-Stock Investment in the Later Seventeenth Century”, en *The Economic History Review*, New Series, vol. 4, núm. 3, pp. 283-301
- DAVIES, P. (2010), “Liability for misstatements to the market”, en *Capital Markets Law Journal*, vol. 5, núm. 4, pp. 443-451
- DAVIS, J. E. (1861), *The Criminal Law Consolidation Statutes of the 24 & 25 of Victoria*, Londres, Butterworths, disponible en: <http://books.google.es/books?id=HMw0AAAAIAAJ&pg=PA116&dq=&hl=es#v=onepage&q&f=false>
- DE ANDRADE, R. (1993), *Manual de análisis técnico del mercado de valores español*, vol. 4, Madrid, La Gaceta de los Negocios
- DE ANDRÉS ALONSO, P. / SANTAMARÍA, M. (2010), “Un paseo por el concepto de gobierno corporativo”, en *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, vol. 2 núm. 2, mayo-agosto, pp. 95-114, disponible en: http://www.uam.es/personal_pdi/economicas/paalonso/Archivos/AndresSantamariaRSE2010.pdf
- DE ÁNGEL YÁGÜEZ, R. (1993), *Tratado de responsabilidad civil*, Madrid, Civitas.
- DE CARLOS BERTRAN, L. (1998), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Madrid, Civitas.
- DE CARLOS BERTRÁN, L. / MAGIDE HERRERO, M. (2010), “La determinación del beneficio derivado del uso indebido de información privilegiada; reflexiones al hilo de la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 17 de julio de 2009”, en *RDMV*, núm. 7, pp. 41-66.
- DE CRISTÓBAL, L. (1994), “Evolución de los productos derivados sobre tipos de interés en España: análisis de sus riesgos y ventajas”, en *Ekonomiaz: Revista vasca de economía*, núm. 29, pp. 52-69
- DE GARMENDIA MIANGOLARRA, J. I. (1975), “La seguridad jurídica en el tráfico de los títulos-valores”, en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 4, núm. 14, pp. 529-538.
- DE LA CUESTA, J. L. (2012), “Responsabilidad penal de las personas jurídicas en el derecho español”, en *Revista electrónica de la AIDP*, disponible en: <http://www.penal.org/IMG/JLDLCPjur%C3%ADidicasEspa%C3%B1a.pdf>
- DE LONG, B. / SHLEIFER, A. (1991), “The Stock Market Bubble of 1929: Evidence from Closed-end Mutual Funds”, en *The Journal of Economic History*, vol. 51, núm. 3, pp. 675-700
- DE MIGUEL ASENSIO, P. A. (2005), “Conflictos de leyes e integración jurídica: Estados Unidos y la Unión Europea”, en *AEDIPr.*, t. 5, pp. 43-102.
- _____. (2009), “El régimen comunitario relativo a la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales”, en *Revista española de seguros: Publicación doctrinal de Derecho y Economía de los Seguros privados*, núm. 140, pp. 695-725.
- _____. (2011), “Contratación internacional: La evolución del modelo de la unión europea”, en *Revista mexicana de Derecho internacional privado y comparado*, núm. 29, pp. 67-89, disponible en: <http://eprints.ucm.es/18064/1/PDeMiguelAsensioContratacRexMeXDIPr2011.pdf>

- DE REMEDIOS, J. M / TAKAGI, Y. (2010), “Aproximación a las colocaciones privadas de valores y a la reciente experiencia en los mercados de valores españoles”, en AA.VV., *Anuario mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2009 de los grandes despachos*, Madrid, La Ley, pp. 1-9.
- DE TRAZEGNIES, F. (1992), *La responsabilidad extracontractual*, Bogotá, Temis, vol. 2.
- DEFOE, D. (1701), *The villainy of stock Jobbers detected and the causes of the late run upon the bank and bankers discovered and considered*, disponible en: <http://ia700309.us.archive.org/34/items/villainyofstockj00defo/villainyofstockj00defo.pdf>
- DEL BARRIO, N. (2012), “Una visión comparatista de la buena fe contractual (I)”, en *Práctica Derecho de Daños*, núm. 106-107, pp. 6-22.
- DEL BRÍO, E. B. (2006), “Medición del *insider trading* en el mercado de valores español”, en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 35, núm. 128, pp. 115-136
- DEL GUAYO CASTIELLA, I. (2006), “La regulación económica como alternativa”, BIB 2006\679, en *REDA*, núm. 130, disponible en: <http://www.westlaw.es/>
- DENNY, R. T. (2010), “Beyond mere theft: Why computer hackers trading on wrongfully acquired information should be held accountable under the Securities Exchange Act”, en *Utah Law Review*, núm. 3, pp. 963-982.
- DERYUGINA, M. (2009), “Standardization of securities regulation: rehypothecation and securities commingling in the United States and the United Kingdom”, en *Review of Banking & Financial Law*, vol. 29, pp. 253-288
- DÍAZ MORENO, A. (1991), “La prenda de anotaciones en cuenta” en *RCDI*, núm. 603, pp. 355-441
- DÍAZ RUÍZ, E. / RUÍZ BACHS, S. (2008), “Transposición de MIFID en España”, en *Actualidad Jurídica (Uría & Menéndez)*, núm. 19, pp. 15-24, disponible en: <http://vlex.com/vid/468793>
- DÍEZ MORENO, F. (2006), *Manual de derecho de la Unión Europea*, 4ª ed., Navarra, Thomson Civitas.
- DILLING, O. (2012), “From Compliance to Rulemaking: How Global Corporate Norms Emerge from Interplay with States and Stakeholders”, en *German Law Journal*, vol. 13, núm. 5, pp. 381-418.
- DODD, R. (2010), “Transacciones poco transparentes” en *Finanzas & Desarrollo*, pp. 26-28
- DOLGOPOLOV, S. (2010), “Risks and hedges of providing liquidity in complex securities: the impact of insider trading on options market makers”, en *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 15, pp. 387-438
- DONALD, D. C. (2005), “Applying Germany's Market Manipulation Rules to Disruptive Trades on the Eurex and MTS Platforms”, en *German Law Journal*, vol. 3, núm. 3, pp. 649-666.
- _____ (2011), “Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation”, en *National Taiwan University Law Review*, vol. 6, pp. 55-89.
- DONOHO, J. (2009-2010), “Insufficient hedge-fund fraud complaints and misguided motions to dismiss”, en *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law*, vol. 11, pp. 161-183.
- DONOHUE, C. F. (1990), “Swiss law prohibiting insider trading: its impact on Switzerland and the United States”, en *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 16, núm. 2, pp. 379-408.
- DOWD, K / HINCHLIFFE, J. (2000), “Paternalism Fails Again – The Sorry Story of the UK Financial Services Act”, en DOWD, K., *Money and The Market: Essays on Free Banking*, Londres, Routledge, pp. 167-182.
- DOWD, K. / HUTCHINSON, M. (2010), *Alchemists of Loss: How Modern Finance and Government Intervention Crashed The Financial System*, Reino Unido, John Wiley & Sons Inc.
- DUBOIS, M. / DUMONTIER, P. (2009), “Regulating the financial analysis industry: Is the European Directive effective?”, en *Cahier de Recherche*, núm. 7, disponible en: http://halshs.archives-ouvertes.fr/docs/00/53/30/84/PDF/cr_2009_07_E2.pdf
- DWAYNE, R. (1982), “Civil Liability for Insider Trading Under Rule 10b-5: Should It Depend on Fiduciary Relationships?”, en *Arizona State Law Journal*, pp. 965-985.

- DYCK, A. / ZINGALES, L. (2003), *The Media and Asset Prices*, disponible en: <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/media.pdf>
- EASTERBROOK, F. (1986), "Monopoly, Manipulation, and the Regulation of Futures Markets", en *The Journal of Business*, vol. 59, núm. 2, pp. S103-S127
- EDITORIAL BOARD (1974), "Securities Regulation – Attorney's liability – negligence standard invoked to measure culpability of writer of opinion letter – SEC v. Spectrum, Ltd.", en *Maryland Law Review*, vol. 34, núm. 2, pp. 327-337.
- EILÍS, FERRAN (2011), "Directors' liability for unlawful dividends", en *Cambridge Law Journal*, vol. 70, núm. 2, pp. 321–326
- EIRANOVA ENCINAS, E. (2002), *La responsabilidad penal por las operaciones económicas de alto riesgo*, Madrid, Dykinson
- _____. (2005) "Abuso de mercado. Protección de la transparencia", en BENEYTO, J. M. / MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. (Dir.), *El espacio financiero único en la Unión Europea. Los mercados de valores*, Madrid, Marcial Pons, pp. 566- 656.
- EIZAGUIRRE BERMEJO, J. (1995), "La opción por un concepto amplio de título-valor", en *RDBB*, núm. 57, pp. 9-54.
- ELESWARAPU, V. R. / VENKATARAM, K. (2006), "The Impact of Legal and Political Institutions on Equity Trading Costs: A Cross-Country Analysis", en *The Review of Financial Studies*, vol. 19, núm. 3, pp. 1081-1111.
- ELLIST, N. S. / FAIRCHILD, L. M. / FLETCHER, H. D. (2010), "The NYSE Response to Specialist Misconduct: An Example of the Failure of Self-Regulation", en *Berkeley Business Law Journal*, vol. 7, pp. 102-149
- ELVIRA, O. / LARRAGA, P. (2008), *Mercado de productos derivados: futuros, forwards, opciones y productos estructurados*, Colección Manuales de asesoramiento financiero, núm. 9, Barcelona, Profit
- EMBID IRUJO, A. (2011), *El derecho público de la crisis económica*, Ponencia presentada en el "VI Congreso de la Asociación Española de Profesores de Derecho Administrativo" que tuvo lugar en Palma de Mallorca los días 11 y 12 de febrero, pp. 1-127, disponible en: <http://www.aepda.es/AEPDAAdjunto-106-PonenciaAntonio-EmbidRegulacion-Economica.aspx>
- EMMA GARCÍA-MECA, E. / MARTÍNEZ CONESA, I. (2005), "El tráfico de información privilegiada: Evidencias y regulaciones empresariales", en *Partida Doble*, núm. 167, pp. 56-67.
- ENGELEN, P. J. (1997), "Is the Enforcement of Insider Trading Regulation Enforceable? A Critical Analysis of Five years of Belgian Enforcement Policy of Insider Trading", en *European Journal of Crime, Criminal Law and Criminal Justice*, vol. 5, núm. 2, pp. 105-111.
- _____. (2004), "Criminal behavior: a real option approach with an application to restricting illegal insider trading", en *European Journal of Law and Economics*, vol. 17, pp. 329-352
- _____. (2006), "Difficulties in the criminal prosecution of insider trading. A clinical study of the Bekaert case", en *European Journal of Law and Economics*, vol. 22, pp. 121-141
- ENGELEN, P. J. / LIEDEKERKE, L. V. (2007), "The ethics of insider trading revisited", en *Journal of Business Ethics*, vol. 74, núm. 4, pp. 497-507
- ENGLARD, I. (1993), *The philosophy of tort law*, Aldershot, Dartmouth
- ENRIQUES, L. / GATTI, M. (2008), "Is there a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?", en *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, núm. 14, pp. 43-82.
- ENTRENA RUIZ, D. (2006), *El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: un estudio de su régimen administrativo sancionador*, Cizur Menor, Thomson-Civitas.
- _____. (2010), "El régimen de supervisión, inspección y sanción del mercado de valores, en particular del abuso de mercado", en MUÑOZ MACHADO (Dir.), *Derecho de la Regulación Económica*, vol. 2, pp. 519-582.
- ESCUDERO PRADO, M. E. (Dir.) / PATEIRO RODRÍGUEZ, C. / RODRÍGUEZ SEIJO, J. (Coord.) (2002), *Análisis sectorial del mercado de valores*, A Coruña, Netbiblo.

- ESPTEIN, G. / CROTTY J. (2009), "Controlar los productos financieros peligrosos mediante un principio de precaución financiera", *Ekonomiaz: Revista vasca de economía*, núm. 72, pp. 270-293
- ESTEVAN DE QUESADA, C., "Operaciones con información privilegiada en el mercado de valores (insider trading): la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 23 de Diciembre de 2009", en AA. VV. (2010) en GONZÁLEZ CASTILLA, F. / MARIMÓN DURÁN, R. (Coords.), *Estudios de derecho del mercado financiero: homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*, Universidad de Valencia, pp. 651-668.
- EUROPEAN GROUP ON TORT LAW (2008) en MARTÍN-CASALS, M. (Coord.), *Principios de derecho europeo de la responsabilidad civil. Textos y Comentario*, Cizur Menor (Navarra), Thomson-Aranzadi.
- EVERLY, G. (2010), "Sovereign Wealth Funds and Shareholder Democratization: A New Variable in the CFIUS Balancing Act", en *Maryland Journal of International Law*, vol. 25, pp. 374-394
- FAMA, E. (1970), "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", en *The Journal of Finance*, vol. 25, núm. 2, pp. 383-417
- FAMILLET, C. (1992), "Improving Securities Regulation in the EC: The French Example", en *North Carolina Journal of International Law & Commercial Regulation*, vol. 17, pp. 509-529.
- FARINÓS, J. E. / SANCHIS, V. A. (2009), "Factores determinantes de la salida a bolsa en España", en *Documentos de trabajo: Serie EC (Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas)*, núm. 3, pp. 1-47, disponible en: <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2009-03.pdf>
- FARRAR, J. H. / WATSON, S. (2011), "Self dealing, fair dealing and related party transaction - history, policy and reform", en *The Journal of Corporate Law Studies*, vol. 11, núm. 2, disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2020075>
- FARRER, F. E. (1913), *The law relating to prospectuses*, Londres, Sweet & Maxwell, Ltd., disponible en: <http://ia600404.us.archive.org/5/items/lawrelatingtopro00farriala/lawrelatingtopro00farriala.pdf>
- FEEKS, M. T.M. (2010), "Turned inside-out: The development of "outsider trading" and how Dorozhko may expand the scope of insider trading liability", en *Journal of Law, Economics & Policy*, vol. 7, núm. 1, pp. 61-89
- FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A. (1999), "La responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del mercado de valores y la protección del inversor", en *Cuadernos de derecho judicial*, núm. 5, pp. 125-216
- _____. (2000), "Las normas de conducta", en SÁNCHEZ CALERO, F. J. / SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE J. (Coord.), *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero*, pp. 135-374
- _____. (2006), "La responsabilidad civil de los analistas de inversiones en Francia: Comentario a la sentencia de la Corte de Apelaciones de París de 30 de junio de 2006 en el asunto LVMH/Morgan Stanley", en *RDBB*, núm. 104, pp. 261-269.
- FERNÁNDEZ DE LA BUELGA L. / EZQUIAGA, I. (Coord.) (1993), *El sistema financiero español ante el mercado único*, Madrid, Civitas
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (1993), "Derecho, ética y negocios", discurso de apertura del año académico 1993-1994 pronunciado en la Universidad de Alicante en el mes de septiembre, Biblioteca Virtual Miguel de Cervantes, disponible en: http://bib.cervantesvirtual.com/servlet/SirveObras/01305064266137940200802/p0000001.htm#l_1_
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (1989), "Un nuevo registro jurídico de «bienes»: el sistema de anotaciones en cuenta de valores", en *RCDI*, núm. 593, pp. 1213-1232.
- _____. (1991), "La atipicidad de los valores mobiliarios. Valores mobiliarios híbridos", en *RCDI*, núm. 605, pp. 1843-1882
- FERNÁNDEZ MASIÁ, E. (2001), "Protección de los intereses colectivos de los consumidores y actividades ilícitas transfronterizas en la Unión Europea", en *Estudios sobre consumo*, núm. 56, pp. 10-40, disponible en: http://www.consumo-inc.gob.es/publicac/EC/2001/EC56/Ec56_01.pdf

- FERNÁNDEZ PÉREZ, N. (2000), *La protección jurídica del accionista inversor*, Elcano (Navarra), Thomson-Aranzadi.
- FERNÁNDEZ ROZAS, J. C. (2009), “Comunitarización del Derecho internacional privado y Derecho aplicable a las obligaciones contractuales”, en *Revista Española de Seguros*, núm. 140, pp. 595-616.
- FERNÁNDEZ ROZAS, J. C. / ARENAS GARCÍA, R. / DE MIGUEL ASENSIO, P. (2009), *Derecho de los Negocios Internacionales*, 2ª ed., Madrid, Iustel.
- FERNÁNDEZ ROZAS, J. C. / SÁNCHEZ LORENZO, S. (2004), *Derecho Internacional Privado*, 3ª ed., Madrid, Civitas
- FERNÁNDEZ TERUELO, J. G. (2007), “La protección penal de los consumidores y usuarios”, en *DE LEÓN ARCE, A. (Dir.) / GARCÍA GARCÍA, L. M. (Coord.), Derechos de los Consumidores y Usuarios: (doctrina, normativa, jurisprudencia, formularios)*, 2ª ed., Valencia, Tirant lo Blanch, vol. 2, pp. 1635-1706, disponible en: www.tirantonline.com
- FERNÁNDEZ-ARRESTO, J. / DE CARLOS BERTRÁN, L. (1992), *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, Civitas.
- FERNÁNDEZ-RAÑADA, C. (2008), “El nuevo régimen de transparencia: la Ley 6/2007 y el Real Decreto 1362/2007”, en *RMV*, núm. 2, pp. 579-586.
- FERRAN, E. (2011), “The Break-up of the Financial Services Authority”, en *Oxford Journal of Legal Studies*, vol. 31, núm. 3, pp. 455–480
- FERRANDO VILLALBA, M.^a de Lourdes (2013), “Extensión y límites del deber de informar al inversor en MIFID II: conflictos de interés y asesoramiento financiero”, en *RDMV*, núm. 13, pp. 101-119, disponible en: www.laleydigital.es.
- FERRARINI, G. A. (2004), “The European Market Abuse Directive”, en *Common Market Review*, vol. 41, núm. 3, pp. 711-741
- FISCHER, D. / ROSS, D. (1991), “Should the law prohibit "manipulation" in financial markets?”, en *Harvard Law Review*, vol. 105, núm. 2, pp. 503-553
- FISCHER, D. R. (1984-1985), “Insider trading and investment analysts: an economic analysis of *Dirks v. Securities and Exchange Commission*”, en *Hofstra Law Review*, núm. 13, pp. 127-146.
- FISHER, J. / BEWSEY, J. / WATERS, M. / OVEY, E. (2003), *The Law of Investor Protection*, 2ª ed., Londres, Thomson, Sweet & Maxwell Ltd.
- FLORES DOÑA, M. de la S. (2008), “Las TIC como sustento de la transparencia corporativa y vehículo de comunicación en los Mercados de Valores europeos”, en *RDMV*, núm. 2, pp. 153-206, disponible en: <http://www.laley.es/>
- FLORIANO CORRALES, C. (1998), *Derecho y economía. Una aproximación al análisis económico del derecho*, Cáceres, Universidad de Extremadura.
- FOFFANI, L. (1995), “Tutela penal del mercado y abuso de información privilegiada: la experiencia italiana”, en *Hacia un derecho penal económico europeo, Jornadas en honor del profesor Klaus Tiedemann celebradas los días 14 a 17 de octubre de 1992*, Madrid, Universidad Autónoma de Madrid, pp. 501-517.
- _____. (2004), “Delitos Bancarios y Bursátiles”, en *TIEDEMANN, K. (Dir.) / NIETO MARTÍN, A. (Coord.), Eurodelitos: el derecho penal económico en la Unión Europea, Colección Marino Barbero Santos*, Cuenca, Ediciones de la Universidad de Castilla – La Mancha, núm. 1.
- FORD, C. L. (2008), “New Governance, Compliance, and Principles-Based Securities Regulation”, en *American Business Law Journal*, vol. 45, núm. 1, pp. 1-60.
- FOX, M. B. (2008), “Civil Liability and Mandatory Disclosure”, en *ECGI Working Paper Series in Law*, núm 109, disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1115361>
- FOX, M. B. / GLOSTEN, L. R. / TETLOCK. P. C. (2009), “Short Selling and the News: A Preliminary Report on an Empirical Study”, en *New York Law School Law Review*, vol. 54, pp. 645-686.
- FRANCH MENEU, J. (1990), “Las entidades y fundaciones sin ánimo de lucro como factor de progreso económico: una tercera vía entre economía de mercado y sector público”, *Revista de derecho financiero y de hacienda pública*, vol. 40, núm. 208, pp. 905-915.
- FRANKEL, T. (2010), “Let the Securities and Exchange Commission outsource enforcement by litigation: A proposal”, en *Journal of Business & Securities Law*, vol. 11, pp.111-126.

- FRANZINA, P. (2009), "Las relaciones entre el Reglamento Roma I y los convenios internacionales sobre conflictos de leyes en materia contractual", en *Cuadernos de Derecho Transnacional*, vol. 1, núm. 1, pp. 92-101
- FREIS, J. H. (1995-1996), "The Securities Trading Act: Another Step Towards Finanzplatz Deutschland", en *The German American Law Journal*, vol. 5, núm. 1, pp. 81-94
- FRIEDMAN D. (2000), *Law's order, what economics has to do with law and why it matters*, New Jersey, Princeton University Press.
- FRIEDMAN, R. (1990), "Stalking the squeeze: understanding commodities market manipulation", en *Michigan Law Review*, vol. 89, núm. 1, pp. 30-68
- FROST A. / PRECHTER R. / COLLINS C. / WHITE W. (1989), *El principio de la onda de Elliott, : la clave para obtener beneficios en el mercado de valores*, Madrid, Gesmovasa
- FUENTES MAÑAS, J. B. (2007), "La regla lex loci delicti commissi y normas localizadoras especiales en el Reglamento Roma II", en *AEDIPr*, t. 7, pp. 341-352.
- FUERTES LÓPEZ, M. (1994), *La Comisión Nacional del Mercado de Valores*, Valladolid, Lex Nova
- GADEA, E. (2007), *Los títulos-valor. Letra de cambio, cheque y pagaré*, Madrid, Dykinson, disponible en: <http://vlex.com/source/titulos-valor-letra-de-cambio-cheque-pagare-2213#ixzz1H7E8BMUo>
- GALANIS, M. (2011), "Vicious Spirals in Corporate Governance: Mandatory Rules for Systemic (Re)Balancing?", en *Oxford Journal of Legal Studies*, vol. 31, núm. 2, pp. 327-363
- GALLARDO OLMEDO, F. / PÉREZ CARRILLO, E. (2011), *La responsabilidad social en la elaboración y uso de las calificaciones crediticias otorgadas por las agencias de rating: luces, sombras y propuestas de mejora*, Working Paper, disponible en: http://www.uam.es/personal_pdi/economicas/paalonso/Archivos/Gallardoetal2011.pdf
- GALLASTEGUI, C. (2), "La crisis económica y la crisis ambiental: analogías y lecciones", en *Ekonomi Gerizan*, núm. 17, pp. 51-59, disponible en: <http://dfedericos.files.wordpress.com/2013/01/la-crisis-econoc3b3mica-y-la-crisis-ambiental-analogias-y-lecciones-carmen-gallastegui.pdf>
- GARBER, P. M. (1990), "Famous First Bubbles", en *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, núm. 2, pp. 35-54.
- GARCÍA INDA, A. (2001), "Cinco apuntes sobre derecho y Postmodernidad", en *Doxa - Cuadernos de Filosofía del Derecho*, núm. 24, pp. 235-248, disponible en: http://bib.cervantesvirtual.com/servlet/SirveObras/01372719768028837422802/doxa24/doxa24_10.pdf
- GARCÍA SANTOS, M. N. (2005), "Ética, equidad y normas de conducta en los mercados de valores: la regulación del abuso de mercado", en *ICE: Revista de economía*, núm. 823, pp. 163-188.
- GARCÍA SANTOS, N. (2011), "La defensa del consumidor de productos financieros", en *ORTEGA FERNÁNDEZ, R. (Dir.), Mecanismos de prevención y gestión de futuras crisis bancarias*, Madrid, Fundación de Estudios Financieros, pp. 137-149.
- GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. (1999), "Los títulos-valores, como objeto de derechos reales y el contrato de descuento (Comentario a la STS, Sala 1ª, de 26 de septiembre de 1998)", en *RDBB*, núm. 74, pp. 167-223.
- _____. (1999), "Naturaleza jurídica de los valores tabulares", en *RDBB*, núm. 74, pp. 7-64.
- _____. (2010), "Posesión, registro contable y valores negociables tabulares", en *RDBB*, núm. 119, pp. 7-52.
- GARCÍA-VILLARRUBIA BERNABÉ, M. (2010), "Régimen de supervisión, inspección y sanción aplicable a las ofertas públicas de adquisición de valores", en *RDMV*, núm. 6, pp. 161-212, disponible en: <http://www.laley.es/>
- GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. (1998), "Las cláusulas de elección del foro: fallos de mercado y abuso del derecho", en *Revista española de derecho internacional*, vol. 50, núm. 2, pp. 93-120.
- _____. (1999), "Cuando la norma de conflicto vale millones de dólares: El Art. 9.2 de la Directiva 98/26 y su desarrollo por el legislador español", en *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, vol. 3, pp. 419-427

- _____. (2002), “La racionalidad económica del derecho internacional privado” en *Cursos de Derecho Internacional y Relaciones Internacionales de Vitoria Gasteiz 2001*, pp. 87-154
- _____. (2007), “Un apunte sobre la llamada “Regla General” en el Reglamento Roma II”, en *AEDIPr*, t. 7, pp. 241-250
- _____. (2008), “El Reglamento “Roma I” sobre ley aplicable a las obligaciones contractuales ¿Cuánto ha cambiado el Convenio de Roma de 1980?”, en *La Ley*, 30 de mayo de 2008, año XXIX, núm. 6957, disponible en: <http://www.laley.es/>
- _____. (2008), “La cotización de sociedades españolas en mercados extranjeros: el rompecabezas normativo”, en *RDMV*, núm. 3, pp. 135-146, disponible en: <http://www.laley.es/>
- _____. (2010), “La interacción entre la Lex societatis y la Lex mercatus: Normas de conflicto y ‘segundo escalón’ en el derecho internacional privado”, en *ARENAS, GARCÍA R. / GORRIS LÓPEZ, C. y MIQUEL RODRÍGUEZ, J. (Coords.), La internacionalización del derecho de sociedades, Barcelona, Atelier*, pp. 201-216.
- _____. (2012), *Derecho Internacional Privado*, Navarra, Civitas.
- GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J. / VIRGÓS SORIANO, M. (2004), “Estado de origen vs. Estado de destino. Las diferentes lógicas del Derecho internacional privado”, en *Revista para el Análisis del Derecho, INDRET*, núm. 4, disponible en: http://www.indret.com/pdf/251_es.pdf
- GARDEÑES SANTIAGO, M. (1999), *La aplicación de la regla de reconocimiento mutuo y su incidencia en el comercio de mercancías y servicios en el ámbito comunitario e internacional*, Madrid, Eurolex.
- GARRALDA, J. (2006), “Delito sin daño: ¿Es inmoral usar información privilegiada?”, en *Consejeros: la revista del buen gobierno y la responsabilidad corporativa*, núm. 7, pp. 12-13.
- GEIS, G. (1988), “From Deuteronomy to Deniability: A Historical Perilustration on White-Collar Crime”, en *Justice Quarterly*, vol. 5, núm. 1, pp. 7-32.
- GEORGAKOPOULOS, N. L. (1993-1994), “Insider trading as a transactional cost: a market microstructure justification and optimization of insider trading regulation”, en *Connecticut Law Review*, vol. 26, núm. 1, pp. 1-51
- GEVURTZ, F. A. (2002), “The Globalization of Insider Trading Prohibitions”, en *The Transnational Lawyer*, vol. 15, pp. 63-97
- GIANNETTI, M. / KOSKINEN, Y. (2010), “Investor Protection, Equity Returns, and Financial Globalization”, en *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 45, núm. 1, pp. 135-168.
- GIL PECHARROMÁN, X. (2012), “Información privilegiada: Unos ganan, todos pierden”, en *Escritura pública*, núm. 73, pp. 42-44, disponible en: http://www.notariado.org/liferay/c/document_library/get_file?folderId=12092&name=DLFE-66575.pdf
- GILLIGAN, G. (2007), *Expecting too much? Enforcement limitations in the regulation of financial markets*, documento presentado en el ESRC/GOVNET Workshop: “The Dynamics of Capital Market Governance: Evaluating the Conflicting and Conflating Roles of Compliance, Regulation, Ethics and Accountability”, que tuvo lugar los días 14 y 15 de marzo en la Australian National University
- GILSON, R. / KRAAKMAN, R. (1984), “The mechanisms of market efficiency” en *Virginia Law Review*, vol. 70, núm. 4, pp. 549-644, disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=462786
- _____. (2003), “The mechanisms of market efficiency twenty years later: the hindsight bias”, en *Columbia Law and Economics Working Paper*, núm. 240, pp. 1-47, disponible en: <file:///C:/Users/Ayla/Downloads/SSRN-id462786.pdf>
- _____. (2003), “The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias”, en *Journal of Corporation Law*, vol. 28, núm. 4, pp. 715-742.
- GOETZMANN, W. N. / ROUWENHORST, K. G. (2009), *New Evidence on the first financial bubble. Working Paper*, núm. 15332, pp. 1-43, disponible en: <http://www.nber.org/papers/w15332>

- GOGEL, J. (2010), "Shifting Risk to the Dumbest Guy in the Room - Derivatives Regulation after the Wall Street Reform and Consumer Protection Act", en *Journal of Business & Securities Law*, vol. 11, pp. 1-52.
- _____. (2011), "The Case for Domestic Box Office Receipt Derivatives", en *Chapman Law Review*, vol. 14, pp. 415-456.
- GOLECKI, M. J. (2010), "The Snake and the Tail Theory of Derivatives' Regulation and the Asymmetry of the Global Financial Crisis", en *Goettingen Journal of International Law*, vol. 2, pp. 293-310
- GÓMEZ BISCARRI J. / PÉREZ DE GRACIA HIDALGO, F. (2002), "Ciclos bursátiles", en *Bolsa de Madrid*, enero, pp. 44-46.
- GÓMEZ CAMACHO, F. (1998), "Del precio justo de la escolástica al precio de libre mercado Liberal", en *AFDUAM*, núm. 2, pp. 47-66, disponible en: http://www.uam.es/otros/afduam/pdf/2/gomez_camacho.pdf
- GÓMEZ INIESTA, D. (1997), *La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid, McGraw Hill
- _____. (2006), "Utilización de información privilegiada y manipulación de cotizaciones: algunas propuestas para su reforma", en *Boletín del Ministerio de Justicia*, núm. 2015, pp. 154-167.
- GÓMEZ PAVÓN, P. (1997), "El delito de información privilegiada", en *Icade: Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 42, pp. 245-260.
- GÓMEZ POMAR, F. (2007), "El incumplimiento contractual en Derecho español", en *INDRET*, núm. 3, pp. 1-49.
- GÓMEZ SALA, J. C. / GIL ÁLVAREZ, A. (2004), "Revisión de expectativas en las presentaciones de empresa ante los analistas financieros", en *Revista de Economía Aplicada*, vol. 12, núm. 36, pp. 83-112, disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=96917644004>
- GÓMEZ-BEZARES, F. (1997), *Los problemas éticos de la especulación*, pp. 139-150, disponible en: <http://www.eumed.net/cursecon/libreria/lgc/07-Problemeticos.pdf>
- GÓMEZ-JACINTO, M. / EDERRA, F. / ALONSO, B. (2002), "Warrants: Un mercado en plena expansión", en *En portada*, Servicio de Estudios de Bolsa de Madrid y Calidad de Mercados de Sociedad de Bolsas, núm. 109, pp. 12-22, disponible en: <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2002/05/p12-22.pdf>
- GÓMEZ-JARA DÍEZ, C. (2013), "La protección penal transnacional de los mercados financieros", en *RDMV*, núm. 13, pp. 9-69, disponible en: www.laleydigital.es.
- GONZÁLEZ BAHAMÓN, J. L. (2007), "La responsabilidad en la venta de derivados financieros", en *Revista Estudios Socio-Jurídicos*, vol. 9, núm. 2, pp. 142-178
- GONZÁLEZ BUSTOS, M. A. (2011), "La efectividad del sistema de información del mercado interior en la cooperación entre los estados miembros", en *RGDE*, vol. 24, pp. 1-22.
- GONZÁLEZ CAMPOS, J. D. (2005), "La Constitución Europea y el Derecho Internacional Privado Comunitario: ¿Un Espacio Europeo de Justicia en materia civil complementario del mercado interior?", en *REEI*, núm. 9, disponible en: <http://www.reei.org/index.php/revista/num9/agora/constitucion-europea-derecho-internacional-privado-comunitario-espacio-europeo-justicia-materia-civil-complementario-mercado-interior>
- GONZÁLEZ CASTILLA, F. (2011), "El concepto de información privilegiada y su delimitación respecto de la información (parcialmente pública en el "insider trading")", en *RDM*, núm. 282, pp. 328-340.
- GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, S. (2000), "La nueva arquitectura financiera y la globalización económica", en *Revista de economía mundial*, vol. 3, disponible en: <http://rabida.uhu.es/dspace/bitstream/handle/10272/374/b1172363.pdf?sequence=1>
- GONZÁLEZ RUS, J. J. (2009), "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", en *BENÍTEZ ORTÚZAR, I. F. (Coord.), Reforma del Código Penal. Respuestas para una sociedad del siglo XXI*, pp. 137-160, disponible en: <http://vlex.com/vid/70894743>

- GOÑI URRIZA, N. (2011), “La concreción del lugar donde se ha producido el hecho dañoso en el art. 5.3 del Reglamento 44/2001: Nota a la STJCE de 16 de julio de 2009”, en *Cuadernos de Derecho Transnacional*, vol. 3, núm. 1, pp. 290-295.
- GOODISON, N. (1988), “London’s Place in the Global Securities Market”, en *International Affairs*, vol. 64, núm. 4, pp. 575-583
- GREEN, S. P. (2001-2002), “Lying, Misleading, and Falsely Denying: How Moral Concepts Inform the Law of Perjury, Fraud, and False Statements”, en *Hastings Law Journal*, vol. 53, pp. 157-212.
- GREENBERGER, M. (2011), “Overwhelming a Financial Regulatory Black Hole with Legislative Sunlight: Dodd-Frank’s Attack on Systemic Economic Destabilization Caused by an Unregulated Multi-Trillion Dollar Derivatives Market”, en *Journal of Business & Technology Law*, vol. 6, núm. 1, pp. 127-167
- GREENSPAN, A. (1997), discurso pronunciado en la “Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta”, que tuvo lugar el día 21 de febrero en Coral Gables - Florida, disponible en: <http://www.bis.org/review/r970227a.pdf> o en <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/19970221.htm>
- GROSSMANN, S. / STIGLITZ, J. (1980), “On the impossibility of informationally efficient markets” en *The American Economic Review*, vol. 70, núm. 3, pp. 393-408
- GRUNDFEST, J. A. (1988), “Is the sky really falling? The state of insider trading law after the Winan’s decision”, discurso pronunciado en el Federal Bar Association Luncheon, National Lawyers’ Club, en Washington, el 26 de enero de 1988, disponible en: <https://www.sec.gov/news/speech/1988/012688grundfest.pdf>
- GUERRA MARTÍN, G. (2007), “La licitud de operaciones de adquisición de acciones propias que respondan a finalidades distintas de las expresamente tipificadas en la normativa del mercado de valores como «puertos seguros» (safe harbours)”, en *RDMV*, núm. 1, pp. 353-368.
- GUIN, D. J. / DONALDSON, D. R. (1990), “The Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act: has Congress supplied a limitations period appropriate for use in private 10b-5 actions?”, en *Washington and Lee Law Review*, vol. 47, núm. 3, pp. 541-585.
- GUIADO MORENO, A. (2010), “Contratación a distancia de servicios financieros. La protección del consumidor”, en *Revista de Derecho vLex*, núm. 78, disponible en: <http://vlex.com/vid/80494447>
- GUITARD MARÍN, J. (2007), “Abuso de mercado”, en URÍA FERNÁNDEZ, F. (Coord.), *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, Madrid, La Ley, pp. 301-356
- HAIGH, R. / BOWAL, P. (2012), “Whistleblowing and Freedom of Conscience: Towards a New Legal Analysis”, en *The Dalhousie Law Journal*, vol. 35, pp. 89-125
- HANNES, S. (2010), “Compensating for Executive Compensation: The Case for Gatekeeper Incentive Pay”, en *California Law Review*, vol. 98, pp. 385-437
- HANSON, J. / KYSAR, D. (1999), “Taking behavioralism seriously: the problem of market manipulation”, en *New York University Law Review*, vol. 74, pp. 630-749
- HARGENS HORVATICH, R. A. (2009-2010), “The long and short of it: The Securities and Exchange Commission should reinstate a price restriction test to regulate short selling”, en *Creighton Law Review*, vol. 43, pp. 593- 636.
- HARRINGTON, W. D. (1980-1981), “The manipulation of commodity futures prices”, en *St. John’s Law Review*, vol. 55, pp. 240-275.
- HARRIS, R. (1994), “The Bubble Act: Its Passage and Its Effects on Business Organization”, en *The Journal of Economic History*, vol. 54, núm. 3, pp. 610-627.
- HARRISON, P. (2003), *The Economic Effects of Innovation, Regulation, and Reputation on Derivatives Trading: Some Historical Analysis of Early 18th Century Stock Markets*, disponible en: http://www.econ.tcu.edu/quinn/finhist/readings/Paul_Harrison.pdf
- HARTLEY, T. C. (2008). “Choice of law for non-contractual liability: selected problems under the Rome II Regulation”, en *International and Comparative Law Quarterly*, núm. 57, pp. 899-908.
- HARVARD LAW REVIEW ASSOCIATION (1969), “Escott v. Barchris: ‘Reasonable Investigation’ and Prospectus Liability under Section 11 of the Securities Act of 1933”, en *Harvard Law Review*, vol. 82, núm. 4, pp. 908-920

- HASKELL, L. B. (1998), "Disclose-or-Abstain without restraint: The Supreme Court misses the mark on Rule 14e-3 in *United States v. O'Hagan*", en *Washington and Lee Law Review*, vol. 55 pp. 199-246.
- HATCH, R. (2009-2010), "Reforming the Murky Depths of Wall Street: Putting the Spotlight on the Security and Exchange Commission's Regulatory Proposal Concerning Dark Pools of Liquidity", en *The George Washington Law Review*, vol. 78. pp. 1032-1050.
- HAYCOCK, J. N. (2010-2011), "Pleading a loss cause: Resolving the pleading standard for the element of loss causation in a private securities fraud claim and a plaintiff's heavy burden pleading it under IQBAL", en *American University Law Review*, vol. 60, pp. 173-211.
- HAZEN, T. L. (1992), "Defining illegal Insider Trading - Lessons from the European Community Directive on Insider Trading", en *Law and Contemporary Problems*, vol. 55, núm. 4, pp. 231-239
- _____. (2010), "Identifying the Duty Prohibiting Outsider Trading on Material Nonpublic Information", en *Hastings Law Journal*, vol. 61, pp. 881-915
- HEDGES, L. A. (1985), "The Insider Trading Laws of the Member States", en *Boston College International & Comparative Law Review*, vol. 8, pp. 151-179
- HELLER, H. (1982), "Chiarella, SEC Rule 14e-3 and Dirks: 'Fairness' versus Economic Theory", en *The Business Lawyer*, vol. 37, pp. 517-558.
- HELLGARDT, A. (2013), "The notion of inside information in the Market Abuse Directive: *Geltl. Case C-19/11 Markus Geltl v. Daimler AG*, Judgment of the Court (Second Chamber) of 28 June 2012, nyr", en *Common Market Law Review*, vol. 50, pp. 861-874.
- HELM, A. (2009-2010), "US. SEC v Manterfield: How Her Majesty's Courts Assisted the SEC in the Fight Against Global Financial Fraud", en *Tulane Law Review*, vol. 18, pp. 523-538.
- HEMINWAY, J. (2003), "Enron's tangled web: complex relationships; unanswered questions", en *University of Cincinnati Law Review*, vol. 71, pp. 1167-1186
- HEREDERO, J. L. (1964), *La responsabilidad sin culpa: Responsabilidad objetiva*, Barcelona, Nauta.
- HERNÁNDEZ SAÍNZ, E. (1998), "La prohibición de los abusos de información privilegiada en el Derecho del Mercado de Valores francés", en *RDBB*, núm. 71, pp. 747-814.
- _____. (2007), *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Navarra, Aranzadi.
- _____. (2009), "La obligación de difusión de información relevante y sus excepciones", en *RDMV*, núm. 4, pp. 165-192, disponible en: www.laleydigital.es.
- HERTIG, G. / LEE, R. (2003), "Four predictions about the future of EU securities regulation", en *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 3, núm. 2, pp. 359-377
- HEYDE, N. (2004), "Can you keep a secret? The 'similar relationship of trust and confidence' in Misappropriation Theory: *U.S. v. Kim*", en *Whittier Law Review*, vol. 26, pp. 653-683
- HICKS, G. A. (1990), "Defining the scope of broker and dealer duties – Some problems in adjudicating the responsibilities of securities and commodities professionals", en *DePaul Law Review*, vol. 39, pp. 709-751
- HIERONYMUS, T. A. (1977), "Manipulation in commodity futures trading: Toward a definition", en *Hofstra Law Review*, vol. 6, pp. 41-56.
- HIERRO ANIBARRO, S. (2001), *El nuevo mercado de valores tecnológicos*, Madrid, Civitas.
- HILL, E. (2009-2010), "The Rule 10b-5 Suit: loss causation pleading standards in private securities fraud claims after *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*", en *Fordham Law Review*, vol. 78, pp. 2659-2700
- HILLGENBERG, H. (1999), "A fresh look at softlaw", en *The European Journal of International Law*, vol. 10, núm. 3, pp. 499-515.
- HILT, E. (2008), *Wall Street's First Corporate Governance Crisis: The Conspiracy Trials of 1826*, documento presentado en la Conferencia "Crises and Prosperity in Comparative Economic History", de la Universidad de California que tuvo lugar los días 23 a 25 de mayo de 2008, disponible en: <http://www.econ.ucdavis.edu/seminars/papers/361/3611.pdf>

- HOBIJN, B. / JOVANOVIĆ, B. (2001), "The Information-Technology Revolution and the Stock Market: Evidence", en *The American Economic Review*, vol. 91, núm. 5, pp. 1203-1220
- HOCKE, M. (2012), "Have Measures Adopted by States to Cope With the Global Financial Crisis Been in Accordance With Their Obligations Under International Investment Law?", en *Goettingen Journal of International Law*, vol. 4, pp. 177-197.
- HODGE O'NEAL, F. / JANKE R. R. (1975), "Utilizing Rule 10b-5 for remedying squeeze-outs or oppression of minority shareholders", en *Boston College Industrial and Commercial Law Review*, vol. 26, núm. 3, pp. 327-346.
- HODGES BELL, D. (1977), "Recent decisions. Securities regulation rule 10b-5 breach of corporate fiduciary duty not actionable in the absence of misrepresentation, nondisclosure or deception", en *Mississippi Law Journal*, vol. 48, pp. 872-882
- HOLROYD, J. (2003), "A New Criminal Law of Fraud - the Recent Proposals of the Law Commission of England and Wales", en *The Journal of Criminal Law*, vol. 67, pp. 31-35.
- HONG, H. / STEIN, J. C. (2007), "Disagreement and the Stock Market", en *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, núm. 2, pp. 109-128
- HOOD, R. T. / KAMMAN, T. (2009), "With the spotlight on the financial crisis, regulatory loopholes, and hedge funds, how should hedge funds comply with the insider trading laws?", en *Columbia Business Law Review*, vol. 2, pp. 357-467.
- HOPPIT, J. (1986), "Financial Crises in Eighteenth-Century England", en *The Economic History Review*, vol. 39, núm. 1, pp. 39-58
- _____. (2002), "The myths of the South Sea Bubble", en *Transactions of the Royal Historical Society*, vol. 12, pp. 141-165.
- HOPT, K. J. (1982), "Insider trading on the continent", en *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation*, vol. 4, pp. 379-387
- _____. (1986), "The German insider trading guidelines - spring-gun or scarecrow?", en *Journal of Comparative Business and Capital Market Law*, vol. 8, pp. 381-400.
- _____. (2010), *Estudios de derecho de sociedades y del mercado de valores*, Madrid, Marcial Pons
- _____. (2011), "Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation", en *The American Journal of Comparative Law*, vol. 59, pp. 1-74.
- HORWICH, A. (2011), "An inquiry into the perception of materiality as an element of scienter under SEC Rule 10b-5", en *Business Lawyer*, vol. 67, núm. 1, pp. 1-37.
- HOSTETTER, V. (1999-2000), "Turning insider trading inside out in the European Union", en *California Western International Law Journal*, vol. 30, pp. 175-208.
- HOUTTE, H. (1999), *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, Londres, Sweet & Maxwell
<http://books.google.es/books?id=4ijkZpMQ7lgC&pg=PA132&lpg=PA132&dq=R+v+Grunwald+%2B+1963&source=bl&ots=yU5HHnh7XV&sig=odsdWiB8cllcwc1DMQ9vv42nKBI&hl=es&sa=X&ei=6jGJT7XyBdOAhQfwr-3HCQ&ved=0CEAQ6AEwBQ#v=onepage&q=R%20v%20Grunwald%20%2B%201963&f=false>
- HUANG, H. (2009), "Redefining Market Manipulation in Australia: The Role of an Implied Intent Element", en *Company and Securities Law Journal*, vol. 27, pp. 8-22, disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1376209
- HUANG, P. H. (2005), "Moody Investing and the Supreme Court: Rethinking the Materiality of Information & the Reasonableness of Investors", en *American Law & Economics, Association Annual Meetings, Working Paper*, núm. 5, disponible en: <http://law.bepress.com/alea/15th/bazaar/art5>
- HUBERMAN, G. / STANZ, W. (2004), "Price Manipulation and Quasi-Arbitrage", en *Econometrica*, vol. 72, núm. 4, pp. 1247-1275
- HUDSON, A. (2007), *Liability for dishonest assistance in a breach of fiduciary duty*, pp. 1-12, disponible en: <http://www.alastairhudson.com/trustslaw/DAMar07.pdf>
- HUMPHREY, C. / GARCÍA BENAÚ, M. A. / RUIZ BARBADILLO, E. (2003), "El debate de la responsabilidad civil de la auditoría en España: la construcción del discurso sobre la limitación de responsabilidades por las corporaciones profesionales", en *Revista española de financiación y contabilidad*, núm. 119, pp. 1091-1136

- HUMPHRIES, W. M. (2010), "Leveraged ETFs: The Trojan Horse Has Passed the Margin-Rule Gates" en *Seattle University Law Review*, vol. 34, pp. 299-323.
- HUNG, L. (2010), "Securities Markets - A Place to Get Rich Quick or a Quicksand Going Straight to Jail? The 'Mens Rea' Required for Insider Trading Criminal Liability", en *National Taiwan University Law Review*, vol. 5, pp. 1-26.
- HURT, C. (2007), "Regulation through criminalization of breaches of the peace, home invasions, and securities fraud", en *American Criminal Law Review*, vol. 44, pp. 1365-1381
- HURTADO POZO, J. (1995), "El delito de explotación de información privilegiada en el código penal suizo", en *Hacia un derecho penal económico europeo, Jornadas en honor del profesor Klaus Tiedemann celebradas los días 14 a 17 de octubre de 1992*, Madrid, Universidad Autónoma de Madrid, pp. 411-439.
- HYUN, M. (2010), "Trading in a flash: Implication of high frequency trading for securities regulators worldwide", en *Emory International Law Review*, vol. 24, pp. 913-948
- IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J. (2001), *La contratación en el mercado de valores*, Madrid, Marcial Pons.
- IBARRA IRAGÜEN, J. / JIMÉNEZ BLANCO, G. (2012), "Abuso de mercado: una panorámica de su normativa administrativa y penal vigente", en *RDBB*, núm. 126, pp. 49-104.
- IRIBARREN BLANCO, M. (2008), *Responsabilidad civil por la información divulgada por las sociedades cotizadas: su aplicación en los mercados secundarios de valores*, Madrid, La Ley.
- IRVING, R. B. (1990-1991), "French insider trading law: a survey", en *Inter-american Law Review*, vol. 22, pp. 41-73.
- ITAY GOLDSTEIN, I. / GUEMBEL, A. (2008), "Manipulation and the Allocational Role of Prices", en *The Review of Economic Studies*, vol. 75, pp. 133-164, disponible en: <http://finance.wharton.upenn.edu/~itayg/Files/manipulation-published.pdf>
- IZU BELLOSO, M. J. (1988), "Los conceptos de orden público y seguridad ciudadana tras la Constitución de 1978", en *REDA*, núm. 58, pp. 233-254.
- JACKSON, H. (2003), "To What Extent Should Individual Investors Rely on the Mechanisms of Market Efficiency: A Preliminary Investigation of Dispersion in Investor Returns", en *Journal of Corporation Law*, vol. 28, núm. 4, pp. 671-689.
- JACQUET, J. M. (2010), "La aplicación de las leyes de policía en materia de contratos internacionales", en *AEDIPr*, t. 10, pp. 35-48.
- JAÉN VALLEJO, M. (2009), "Información privilegiada en el mercado de capitales y derecho penal", en *Cuadernos de política criminal*, núm. 97, pp. 107-129.
- JARROW, R. (1992), "Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes", en *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, núm. 3, pp. 311-336
- JEFFERSON, M. (1998), "Comment - Conspiracy to defraud and dishonesty", en *Journal of Criminal Law*, vol. 62, pp. 580-584
- JENKINSON, N. / PENALVER, A. / VAUSE, N. (2008), "Financial innovation: what have we learnt?", en *Quarterly Bulletin*, núm. 3, pp. 330-338.
- JERICÓ OJER, L. (2002), "Utilización de información privilegiada en el ámbito del Mercado de Valores", en *Derecho penal de la empresa*, Universidad Pública de Navarra, pp. 177-208.
- JERKE, B. W. (2010), "Comment - Cashing in on capitol hill: insider trading and the use of political intelligence for profit", en *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 158, pp. 1451-1521
- JIANG, G. (2005), "Market manipulation: a comprehensive study of stock pools", en *Journal of Financial Economics*, vol. 77, núm. 1, pp. 147-170
- JIMÉNEZ LIÉBANA, D. / MORENO QUESADA, B. (1998), *Responsabilidad civil: Daños causados por productos defectuosos*, Madrid, McGraw Hill.
- JIMÉNEZ-BLANCO, G., (2012) "Revisión de la Directiva sobre abuso de mercado, MARK II", en *MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE, R. / ZAPATA CIRUGEDA, F. J. (Dir.), Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos 2012*, Madrid, Fundación de Estudios Financieros, pp. 237-245.
- JOACHIM ZAHN, J. (1974), "Regulation of Insider Trading in the Federal Republic of Germany", en *International Business Law*, vol. 2, pp. 92-96.

- JOHNEDIS, D. J. (1961-1962), "Blue Sky Laws. Uniform Securities Act", en *Boston College Industrial and Commercial Law*, vol. 3, pp. 455- 465.
- JOLLS, C. (1998), "A behavioral approach to law and economics", en *Stanford Law Review*, vol. 50, núm. 5, pp. 1471-1550
- JOMADAR, B. K. (2007), The ISDA Master Agreement - The Rise and Fall of a Major Financial Instrument, disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1326520>
- JORDANA, J. / LEVI-FAUR D. (2010), "The politics of regulation in the age of governance", en JORDANA, J. / LEVI-FAUR D. (Eds.), *The Politics of Regulation, Institutions and Regulatory Reforms for the Age of Governance*, Reino Unido, Edward Elgar Publishing, pp. 1-28.
- JUAN LOZANO, A. M., "La racionalidad de las leyes: una aproximación a los presupuestos de calidad de las normas y paradigmas para el desarrollo de investigaciones centradas en la creación del Derecho", en AA. VV. (2009), en PIÑA GARRIDO, L. (Coord.), *VI Jornada metodológica de derecho financiero y tributario (Jaime García Añoveros). La calidad jurídica de la producción normativa en España*, DOC. Núm. 30/09, Instituto de Estudios Fiscales, pp. 247-260.
- KANDEL, E. / PEARSON, N. (1995), "Differential interpretation of public signals and trade in speculative markets", en *The Journal of Political Economy*, vol. 103, núm. 4, pp. 831-872
- KANE, K. (2011), "The timeliness of filing a private securities fraud violation depends upon the actual or constructive discovery of scienter related facts: Merck & co. Inc. v. Reynolds", en *Duquesne Business Law Journal*, vol. 13, pp. 105-117.
- KAPPUS, G. D. JR. (1969-1970), "The franchise as a security: Application of the securities laws to owner-operated franchises", en *Boston College Industrial and Commercial Law Review*, vol. 11, pp. 228-241
- KARBANOVÁ, L. (2011), "Lex loci damni infecti – applicability to non-contractual obligations in cyberspace in the jurisprudence of french courts", en *Masaryk University Journal of Law and Technology*, vol. 5, núm. 1, pp. 47-56.
- KARMEL, R. S. (1987), "Blue-Sky merit regulation: benefit to investors or burden on commerce?", en *Brooklyn Law Review*, vol. 53, pp. 105-127.
- _____. (1997-1998), "Transnational takeover talk-regulations relating to tender offers and insider trading in the United States, the United Kingdom, Germany, and Australia", en *University of Cincinnati Law Review*, vol. 66, pp. 1133-1177
- _____. (2009-2010), "The future of the Securities and Exchange Commission as a market regulator", en *University of Cincinnati Law Review*, vol. 78, pp. 501-535.
- KARMEL, R. S. / KELLY, C. R. (2008-2009), "The hardening of soft law in securities regulation", en *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 34, núm. 3, pp. 883-951
- KARSCH, M. (1984), "The Insider Trading Sanctions Act: incorporating a market information definition", en *Journal of Comparative Business and Capital Market Law*, vol. 6, pp. 283-305
- KELLER, E. / GEHLMANN, G. A. (1988-1989), "Introductory Comment: A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934", en *Ohio State Law Journal*, vol. 49, pp. 329-352
- KELLEY, E. / WOITKE, T. (2006), "Investor Protection and Real Investment by U.S. Multinationals", en *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 41, núm. 3, pp. 541-572.
- KERN, A. (2004), "UK corporate governance and banking regulation: The regulator's role as stakeholder", en *Stetson Law Review*, vol. 33, pp. 991-1034.
- KHURANA, I. K. / MARTIN, X. / PEREIRA R. (2006), "Financial Development and the Cash Flow Sensitivity of Cash", en *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 41, núm. 4, pp. 787-807.
- KHUZAMI, R. (2011), *Statement on the Application of Insider Trading Law to Trading by Members of Congress and Their Staffs*, discurso pronunciado el 11 de diciembre de 2011 ante el Comité del Senado de Estados Unidos sobre Seguridad Nacional y Asuntos Gubernamentales, disponible en: <http://www.sec.gov/news/testimony/2011/ts120111rsk.htm>

- KILBRIDE, B. J. (1963), "The British heritage of securities legislation in the United States", en *Southwestern Law Journal*, vol. 17, núm. 2, pp. 258-268.
- KIRCHNER BALIU, P. / ACUÑA QUIROGA, C. (2010), "El elemento subjetivo en las operaciones con información privilegiada (Análisis de la Sentencia Spector Photo Group NV, de 23 de diciembre de 2009, del Tribunal de Justicia de la Unión Europea)", en *RDMV*, núm. 7, pp. 339-345.
- KLOCK, M. S. / MANSI, S. A. / MAXWELL, W. F. (2005), "Does Corporate Governance Matter to Bondholders?", en *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, núm. 4, pp. 693-719.
- KLOOS, B. (2006), "Securities Fraud Twenty-First Survey of White Collar Crime", en *American Criminal Law Review*, núm. 43, pp. 921-989
- KNIGHT, A. (2002), "A Bubble on the Mighty Mississippi: An Application of a General Model of Speculative Bubbles to the Mississippi Bubble of 1716-1720", en *Major Themes in Economics*, pp. 71-94, disponible en: <http://www.cba.uni.edu/economics/Themes/knight.pdf>
- KOCH, B. A. / KOZIOL, H. (Eds.) (2002), *Principles of European Tort Law*, La Haya / Londres / Nueva York, Kluwer Law International, vol. 6.
- KOEBEL, J. T. (2010-2011), "Trust and the investment adviser industry: congress' failure to realize FINRA's potential to restore investor confidence", en *Seton Hall Legislative Journal*, vol. 35, pp. 61- 93.
- KOHN, M. (1999), "The capital market before 1600", en *Dartmouth College, Department of Economics. Working Paper*, núm. 99-06, pp. 1-24.
- KOLLA, P. (2004), "The Mannesmann Trial and the Role of the Courts", en *The German Law Journal*, vol. 5, núm. 7, pp. 829-847
- KREGEL, J. (2007), "Las transformaciones recientes del sistema financiero estadounidense y la crisis de las hipotecas de alto riesgo «subprime»", en *Ekonomiaz*, núm. 66, pp. 127-143
- KREY, V. / STENGER, J. / WINDGÄTTER, O. / ROGGENFELDER, T. (2010), "Financial Crisis and German Criminal Law: Managers' Responsibility for Highly Speculative Trading in Obscure Asset-Backed Securities Based on American Subprime Mortgages", en *German Law Journal*, vol. 11, núm. 3, pp. 319-329
- KRIPKE, H. (1985), "Manne's insider trading thesis and other failures of conservative economics", en *Cato Journal*, vol. 4, núm. 3, pp. 945-957
- KRÖGER, S. (2009), "The Open Method of Coordination: Underconceptualisation, overdetermination, depoliticisation and beyond", en KRÖGER, S. (Ed.), *What we have learnt: Advances, pitfalls and remaining questions in OMC research, European Integration online Papers (EIoP)*, vol. 13, disponible en: <http://eiop.or.at/eiop/texte/2009-005a.htm>.
- KROZNER, R. S., (2003), "Chapter 1. Asset Price Bubbles, information, and Public Policy", en HUNTER W. / KAUFMAN G. / POLMERLEANO, M. (Coords.), *Asset Price Bubbles: Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*, Cambridge, MA: MIT Press, pp. 3-14
- KWAKU, S. / CUNNINGHAM, L. A. / WRIGHT, A. (2007), "The Sarbanes-Oxley Act: Legal Implications and Research Opportunities", en *Legal Studies Research Paper Series, Boston College Law School*, núm. 122, disponible en: <http://ssrn.com/abstract=963434>
- KYLE, A. S. / VISWANATHAN, S. (2008), "How to Define Illegal Price Manipulation", en *The American Economic Review*, vol. 98, núm. 2, pp. 274-279.
- LA PORTA, R. / LÓPEZ-DE-SILANES, F. / SHLEIFER, A. (2006), "What Works in Securities Laws?", en *The Journal of Finance*, vol. 61, núm. 1, pp. 1-32
- LA PORTA, R. / LÓPEZ-DE-SILANES, F. / SHLEIFER, A. / VISHNY, R. (2000), "Investor protection and corporate governance", en *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 3-27.
- LABARIEGA VILLANUEVA, P. A. (2002), "Concepto y caracterización de los títulos-valor", en *RDP*, núm. 2, pp. 41-66.
- LAFUENTE SÁNCHEZ, R. (1996), "Las transferencias transfronterizas en la Unión Europea: reflexiones sobre la Propuesta de Directiva de 18 de noviembre de 1994", en *RGD*, núm. 620, pp. 5003-5022

- LAI, D. (2010-2011), "Extending the Fraud-on-the-Market Presumption Beyond Basic: A Case of Poor Analogies and Over-Eager Courts", en *New York Law School Law Review*, vol. 55, pp. 1121-1154.
- LAMP, D. W. (1985), "Securities fraud – Standing to sue in 10b-5 actions requesting injunctive relief – requirement that plaintiff be purchaser or seller. *Cowin v. Bresler*, 741, F.2d 410 (D.C. Cir. 1984)", en *Tennessee Law Review*, vol. 52, pp. 755-785
- LANDIS, J. M. (1959-1960), "The legislative history of the Securities Act of 1933", en *George Washington Law Review*, vol. 28, pp. 29-40.
- LANGEVOORT, D. C. (1982-1983), "Fraud and Deception by Securities Professionals", en *Texas Law Review*, vol. 61, pp. 1247-1295
- _____. (2000-2001), "Cross-Border Insider Trading", en *Dickinson Journal of International Law*, vol. 19, pp. 161-180.
- _____. (2002-2003), "Taming the animal spirits of the stock markets:-behavioral approach to securities regulation", en *Northwestern University Law Review*, núm. 97, pp. 135-188, disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=305241
- LANGEVOORT, D. C. / THOMPSON, R. B. (2012-2013), "Publicness" in Contemporary Securities Regulation After the JOBS Act", en *The Georgetown Law Journal*, vol. 101, pp. 337-386
- LANNOO, K. / KHACHATURYAN, A. (2003), "Disclosure regulation in the EU. The emerging framework", en *Task Force Report of The Centre for European Policy Studies*, núm. 48, pp. 1-61.
- LARA AGUADO, A. (2002), *La contratación transfronteriza de valores negociables en la Unión Europea*, Granada, Comares
- LARA GONZÁLEZ, R. (2002), "El capital-riesgo en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre (RCL 2002, 2722)", en *Aranzadi Civil*, núm. 15, disponible en: <http://www.westlaw.es/>
- LARRAGA, P. (2008), *Mercado monetario y mercado de renta fija: conocimiento de los dos grandes mercados para entender las valoraciones del resto de mercados financieros*, Colección Manuales de asesoramiento financiero, núm. 7, Barcelona, Profit
- LARRÁN JORGE, M. / REES, W. (1999), "Propiedades de los pronósticos de beneficios realizados por los analistas financieros: una aplicación al caso español", en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 28, núm. 101, pp. 675-729.
- LARRÁN, M. (2002), "El mercado de información en los mercados de capitales", en *Bolsa de Madrid*, núm. 108, pp. 26-34, disponible en: <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2002/04/p26-34.pdf>
- LASTRA, R. M. (2003-2004), "The governance structure for financial regulation and supervision in Europe", en *Columbia Journal of European Law*, vol. 10, pp. 49-68.
- LAU HANSEN, J. (2002), "The new proposal for a European Union Directive on Market Abuse", en *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, vol. 23, núm. 2, pp. 241-268.
- LAU HANSEN, J. / MOALEM, D. (2009), "The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution", en *Capital Markets Law Journal*, vol. 4, núm. 3, pp. 323-340.
- LAWSON, G. (1988), "The ethics of insider trading", en *Harvard Journal of Law & Public Policy*, vol. 11, núm. 3, pp. 727-783
- LEACOCK, S. J. (1995-1996), "In search of a giant leap: curtailing insider trading in international securities markets by the reform of insider trading laws under European Union Council Directive 89/592", en *Tulsa Journal of Company & International Law*, vol. 3, pp. 51-72.
- LEAHY, J. K. (2011), *The Irrepressible Myths of BarChris*, pp. 1-80, disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1962404>
- LEHRER, P. I. (1985), "Federal Securities – Searching for a definition of manipulation under Section 14(e) of the Williams Act, *Schreiber v. Burlington Northern, Inc.* (3d. Cir. 1984)", en *Villanova Law Review*, vol. 30, pp. 287-305.
- LEIBLE, S. (2011), "La importancia de la autonomía conflictual para el futuro del Derecho de los contratos internacionales", en *Cuadernos de Derecho Transnacional*, vol. 3, núm. 1, pp. 214-233.

- _____ (2007), “El alcance de la autonomía de la voluntad en la determinación de la ley aplicable a las obligaciones contractuales en el Reglamento «Roma II»”, en *AEDIPr*, t. 7, pp. 219-239.
- LEINWEBER, D. J. / MADHAVAN, A. N. (2001), “Three Hundred Years of Stock Market Manipulations”, en *The Journal of Investing*, vol. 10, núm. 2, pp. 7-16
- LELAND, H. E. (1992), “Insider trading: should it be prohibited?”, en *The Journal of Political Economy*, vol. 100, núm. 4, pp. 859-887
- LEVITIN, A. J. (2012-2013), “Response: The Tenuous Case for Derivatives Clearinghouses”, en *The Georgetown Law Journal*, vol. 101, pp. 445-466
- LEVMORE, S. (1982), “Securities and secrets: insider trading and the law of contracts”, en *Virginia Law Review*, vol. 68, núm. 1, pp. 117-160
- _____ (2007), “A Theory of Deception and then of Common Law Categories”, en *Texas Law Review*, vol. 85, pp. 1359-1383.
- LISTOKIN, Y. / TAIBLESONT, B. (2010), “If You Misrate, Then You Lose: Improving Credit Rating Accuracy Through Incentive Compensation”, en *Yale Journal on Regulation*, vol. 27, pp. 91-113.
- LOBB, J. (1999), “SEC Rule 14e-3 in the Wake of United States v. O'Hagan: Proper Prophylactic Scope and the Future of Warehousing”, en *William and Mary Law Review*, vol. 40, núm. 5, pp. 1853-1884.
- LOKE, A. F. (2006), “From the Fiduciary Theory to Information Abuse: The Changing Fabric of Insider Trading Law in the U.K., Australia and Singapore”, en *The American Journal of Comparative Law*, vol. 54, pp. 123-172.
- LÓPEZ CABALLERO, A. (1995), “El problema ético sobre la información privilegiada. La nueva ley alemana”, en *Icade: Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 35, pp. 93-110.
- LÓPEZ CEREZO, J. A. / LUJÁN, J. L. (2000), *Ciencia y política del riesgo*, Madrid, Alianza Editorial.
- LÓPEZ ESPINOSA, G. / GÓMEZ SALA, J. C. (2005), “El valor de las recomendaciones de consenso de los analistas financieros en el mercado de capitales español”, en *Documentos de trabajo: Serie EC (Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas)*, núm. 9, pp. 1-44, disponible en: <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2005-09.pdf>
- LÓPEZ ESPINOSA, G. / MARHUENDA FRUCTUOSO, J. (2003), “¿Cómo afectan cambios en el consenso y la dispersión en la valoración de activos?”, en *Documentos de trabajo: Serie EC (Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas)*, núm. 15, pp. 1-35, disponible en: <http://www.ivie.es/downloads/docs/03/wpec-15.pdf>
- _____ (2005), “¿Determina el Diferencial de Información la Valoración de Activos?: Una aproximación al Mercado de Capitales Español”, en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 34, núm. 127, pp. 977-999.
- _____ (2005), “¿Determina el diferencial de información la valoración de activos?: Una aproximación al mercado de capitales español” en *Revista española de financiación y contabilidad*, núm.127, pp. 977-1000
- LÓPEZ ESPINOSA, G. / MARHUENDA FRUCTUOSO, J. / NIETO, B. (2004), “La relación rentabilidad-riesgo en un contexto de información asimétrica: Una aplicación al mercado español”, en *Documentos de trabajo: Serie EC (Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas)*, núm. 11, pp. 1-24, disponible en: <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2004-11.pdf>
- LÓPEZ LOZANO, M. A. (1997), “Información privilegiada en los mercados de valores: aportaciones de la jurisprudencia de los Estados Unidos”, en *La Ley: Revista Jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía*, núm. 4, pp. 1364-1369.
- _____ (2002), “La información privilegiada y los mercados de valores”, en *La Ley: Revista Jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía*, núm. 1, pp. 1867-1870.
- LÓPEZ RUÍZ, F. (2010), “El papel de la *societas mercatorum* en la creación normativa: la *lex mercatoria*”, en *CEFD*, núm. 20, pp. 67-91.
- LÓPEZ Y LÓPEZ, E. (2010), “Delitos relativos al mercado y a los consumidores”, en *DLL*, núm. 7534, pp. 36-39, disponible en <http://www.laley.es/>

- LÓPEZ, N. (2002), “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 *RDBB*, núm. 88, pp 75-128
- LOSS, L / SELIGMAN J. (1995), *Fundamentals of securities regulation*, 3ª ed., Boston, Little Brown and Company.
- LOWER, R. (1991), “Disruptions of the futures market: a comment on dealing with market manipulation”, en *Yale Journal on Regulation*, núm. 8, pp. 391-402
- LUDWIG, E. A. (2012), “Assessment of Dodd-Frank Financial Regulatory Reform: Strengths, Challenges, and Opportunities for a Stronger Regulatory System”, en *Yale Journal Regulation*, vol. 29, pp. 181-199.
- LUZÓN CÁNOVAS, A. (2005), “El resultado en el Delito de Abuso de Información Privilegiada”, en *Sentencias de TSJ y AP y otros Tribunales (Comentario)*, num. 19/2004, BIB 2005\480, Pamplona, Aranzadi, disponible en <http://www.westlaw.es>.
- MA, Y. / SUN, H. L. (1998), “Where should the line be drawn on insider trading ethics?”, en *Journal of Business Ethics*, vol. 17, núm. 1, pp. 67-75
- MACEY, J. R. (1984-1985), “From fairness to contract: the new direction of the rules against insider trading”, en *Hofstra Law Review*, núm. 13, pp. 9-64
- MACEY, J. R. / MILLER, G. P. (1991-1992), “Origin of the Blue Sky Laws”, en *Texas Law Review*, vol. 70, núm. 2, pp. 347-397.
- MACHAN, T. R. (1996), “What is morally right with insider trading”, en *Public Affairs Quarterly*, vol. 10, pp.135-142
- MACKAY, C. (1932), *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, disponible en: <http://www.gutenberg.org/ebooks/636>
- MADHAVAN, A. (1997), “Why do security prices change? A transaction-level analysis of NYSE stocks”, en *The review of financial studies*, vol. 10, núm. 4, pp. 1035-1064
- MADRAZO, R. (2008), “Información pública en las sociedades cotizadas españolas: Tipología y tratamiento en los reglamentos internos de conducta”, en *RDMV*, núm. 2, pp. 471-481, disponible en: www.laleydigital.es
- MADRID PARRA A. (2009), *Legislación bancaria y del mercado de valores*, 4ª ed., Madrid, Tecnos
- MAHMOOD, S. (1993), “Regulatory Challenges Posed by Investor Protection”, en *Journal of Financial Crime*, vol. 6, núm. 4, pp. 366 -369
- MAHONEY, P. (1999), “The stock pools and the Securities Exchange Act”, en *Journal of Financial Economics*, vol. 51, núm. 3, pp. 343-369
- MALARET I GARCÍA, E. (1992), “La Comisión Nacional del Mercado de Valores (una aproximación-su configuración institucional)”, en *Civitas. Revista española de derecho administrativo*, núm. 76, pp. 557-597
- MANNE, H. G. (1985), “Insider Trading and property rights in new information”, en *Cato Journal*, vol. 4, núm. 3, pp. 933-943
- MANNING, M. R. (2008), “Securities Law – First Circuit Limits Scope of “Safe Harbor” Disclosure Loophole Under Misappropriation Theory of Insider Trading – SEC v. Rocklage, 470 F.3d 1 (1st Cir. 2006)”, en *Suffolk University Law Review*, vol. 41, pp. 435-444.
- MARCOS FERNÁNDEZ, F. (2007), *Las “Depositary Shares”. La negociación cruzada de valores en mercados extranjeros*, Cizur Menor, Thomson-Civitas.
- MARÍN, J. M. / SUREDA-GOMILA, A. (2006), *Firms vs. Insiders as Traders of Last Resort. First draft*, 15 de noviembre, disponible en: <http://www.econ.upf.edu/docs/papers/downloads/999.pdf>
- MARINY, J. M. / OLIVIERZ, J. (2006), *The Dog That Did Not Bark: Insider Trading and Crashes*, dos de marzo, pp. 1-55, disponible en: <http://www.econ.upf.edu/docs/papers/downloads/948.pdf>
- MARKESINIS, B. / DEAKIN, S. (1994), *Tort Law*, 3ª ed. Oxford, Clarendon Press
- MARKHAM, J. (1991), “Manipulation of commodity futures prices. The unprosecutable crime”, en *Yale Journal on Regulation*, núm. 8, pp. 281-389
- MARQUIS, K. (2009), “Responsive Securities Regulation: An Assessment of the Enforcement Practices of the Ontario Securities Commission”, en *Regulation papers, Carleton’s University Regulatory Governance Initiative*, pp. 1-28, disponible en

<http://www2.carleton.ca/regulation/ccms/wp-content/ccms-files/2009-10-Responsive-Regulation-Marquis.pdf>

- MARTÍ SÁNCHEZ, J. (1999), “La representación de valores mediante anotaciones en cuenta en el Derecho español”, en *RDBB*, núm. 74, pp. 65-93
- MARTÍN CASALS, M. (2002), “Reflexiones sobre la elaboración de unos principios europeos de responsabilidad civil”, *Ponencia presentada al Segundo Congreso Nacional de la Asociación Española de Abogados Especializados en Responsabilidad Civil y Seguro que tuvo lugar en Granada del 14 al 16 de noviembre*, disponible en: <http://www.asociacionabogadosrcs.org/ponencias/pon2-7.pdf>
- MARTÍN CASALS, M. / RIBOT IGUALADA, J. (2003), “Pure economic loss: la indemnización de los daños patrimoniales puros”, en CÁMARA LAPUENTE, S. (Coord.), *Derecho privado europeo*, Madrid, Colex, pp. 883-920.
- MARTÍN MARÍN, J. / TRUJILLO PONCE, A. (2004), *Manual de Mercados Financieros*, Madrid, Thomson
- MARTÍNEZ DE SALINAS, E. (1992), *El Mercado de valores: ordenación legal del mercado español de valores mobiliarios*, Pamplona, Aranzadi
- MARTÍNEZ FLÓREZ, A. (1995), “En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores”, en *RDM*, núm. 217, pp. 953-1006, disponible en: http://portal.uam.es/portal/page/portal/UAM_ORGANIZATIVO/Departamentos/AreasDerecho/AreaDerechoMercantil/Investigaci%F3n/Trabajos%20y%20WP/Trabajos%20y%20Working%20Papers/amf%20-%20responsabinversores.pdf
- MARTÍNEZ GARAY, L. / FERRANDIS CIPRIÁN, D. (2001), “Tratamiento penal del abuso de información privilegiada en el mercado financiero”, en *Estudios penales y criminológicos*, núm. 23, pp. 99-174.
- MARTÍNEZ LAGO, M. A. / GARCÍA DE LA MORA, L. (2004), *Lecciones de derecho financiero y tributario*, Madrid, Iustel.
- MARTÍNEZ-BUJÁN PÉREZ, C. (2002), *Derecho penal económico*, Valencia, Tirant lo Blanch, disponible en: www.tirantonline.com
- _____. (2004), “Las reformas penales de la L.O. 15/2003 en el ámbito patrimonial y socioeconómico”, en *Estudios penales y criminológicos*, núm. 25, 2004, pp. 217-282.
- _____. (2012), *Estafa de inversores y de crédito (El art. 282 bis del Código Penal)*, Valencia, Tirant lo Blanch.
- MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. (1997), *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Pamplona, Aranzadi.
- _____. (2005), “La naturaleza jurídica de los «valores anotados en cuenta»: El desarrollo de la doctrina de los Wertrechte en el Derecho Español”, en *Derecho y Empresa*, núm. 4, disponible en: <http://vlex.com/vid/naturaleza-valores-anotados-desarrollo-293492>
- MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, J. (1998), “Los activos financieros”, en MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, J. (Coord.), *Activos y mercados financieros. Las acciones*, Madrid, Pirámide, pp. 15-22.
- MASSAGUER, J. (2011), “Códigos de conducta y competencia desleal: aspectos sustantivos y procesales”, en *Revista para el Análisis del Derecho*, *INDRET*, núm. 2, disponible en: http://www.indret.com/pdf/823_es.pdf
- MATHIAS, J. (1936), “Manipulative practices and the Securities Exchange Act”, en *University of Pittsburgh Law Review*, vol. 3, pp. 104-118
- MAUDOS VILLARROYA, J. (2002), “Europa: el mercado único europeo de los servicios financieros. El plan de acción de los servicios financieros”, en *Revista valenciana de economía y hacienda*, núm. 5, pp. 219-231.
- MAUDOS, J. / PÉREZ, F. (2004), “Convergencia, integración y competencia en los mercados financieros europeos”, disponible en: <http://www.uv.es/maudosj/>
- MAURER, A. (2001), “More Victims of the New Economy: Ad Hoc-Publicity and Protection of Shareholders”, *German Law Journal*, vol. 2, núm. 16, disponible en: <http://www.germanlawjournal.com/index.php?pageID=11&artID=100>.
- MAYHEW, D. (2006), “Market abuse: Developing a Law for Europe”, en *European Company Law*, vol. 3, núm. 5, pp. 215-219

- MAZUELOS BELLIDO, A. (2004), "Soft law: ¿mucho ruido y pocas nueces?", en *REEI*, núm. 8, pp. 1-40, disponible en: <http://www.reei.org/index.php/revista/num8/articulos/soft-law-mucho-ruido-pocas-nueces>
- McCAFFREY, D. P. (2009-2010), "Policy debate over short sale regulation during the market crisis", en *Albany Law Review*, vol. 73, pp. 483-519
- MCCARTHY, C. M. (1975), "Rule 10b-5--Expanding Insider Liability (Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.)", en *St. John's Law Review*, vol. 49, núm. 2, Artículo 19, pp. 405-415.
- MCCULLOUGH, T. C. (1998), "United States v. O'Hagan: defining the limits of fraud and deceptive pretext under rule 10b-5", en *Seattle University Law Review*, vol. 22, pp. 311-336
- McDERMOTT, E. (1979-1980), "Defining manipulation in commodity futures trading: the futures «squeeze»", en *Northwestern University Law Review*, vol 74, núm. 2, pp. 202-225
- MCGEE, R. W. (2008), "Applying ethics to insider trading", en *Journal of Business Ethics*, vol. 77, núm. 2, pp. 205-217
- _____. (2009), "Analyzing insider trading from the perspectives of utilitarian ethics and rights theory", en *Journal of Business Ethics*, vol. 91, núm. 1, pp. 65-82
- McGUINNESS, C. A. (1987-1988), "Note: Toward The Unification of European Capital Markets: the EEC's proposed directive on insider trading", en *Fordham International Law Journal*, vol. 11, pp. 432-452
- MCLAUGHLIN, J. (2010-2011), "Taking Responsibility-Securities Regulation Reform and the Global Financial Crisis: The United States, United Kingdom, and East Africa", en *Transnational Law & Contemporary Problems*, vol. 19, pp. 760-795.
- McVEA, H. (2005), "Financial services regulation under the financial services authority: a reassertion of the market failure thesis?", en *Cambridge Law Journal*, vol. 64, núm. 2, pp. 413-448.
- MEDINA ALCOZ, L. (2009), "Hacia una nueva teoría general de la causalidad en la responsabilidad civil contractual (y extracontractual): La doctrina de la pérdida de oportunidades", en *Revista de responsabilidad civil y seguro, Asociación Española de abogados especializados en responsabilidad civil y seguro*, núm. 30, pp. 31-74, disponible en: <http://www.asociacionabogadosrcs.org//doctrina/Luis%20Medina.pdf?phpMyAdmin>
- MEDINA CEPERO, J. R. (2001), "Las denominadas 'stock options' en el derecho comparado y en la nueva legislación española", en *Quincena Fiscal Aranzadi*, núm. 5, disponible en: <http://www.westlaw.es/>
- MELLE HERNÁNDEZ, M. (2005), "¿Cómo valora el mercado de valores español la adopción de planes de opciones sobre acciones para directivos y consejeros?", en *Investigaciones económicas*, vol. 24, núm. 1, pp. 73-115
- MENDELSON, M. (1969), "The economics of insider trading reconsidered", en *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 117, núm. 3, pp. 470-492
- MENDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. (2007), "Aportación de las cajas de ahorros a un mercado financiero plural en la Unión Europea", *Revista de derecho bancario y bursátil*, núm. 108, pp. 97-124
- MÉNDEZ GONZÁLEZ, F. (2007), "La inscripción como título-valor o el valor de la inscripción como título", en *RCDI*, núm. 703, pp. 2059-2164.
- MENDOZA LUNA, A. (2001), "Desmaterialización de valores mobiliarios. Algunas reflexiones a propósito de la Ley de Títulos Valores", en *REDI*, núm. 31, disponible en: <http://vlex.com/vid/desmaterializacion-mobiliarios-proposito-107846>.
- MENJUCQ, M. (1997), *La mobilité des sociétés dans l'espace européen*, Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, t. 285.
- MESÉN FIGUEROA, V. (2008), "Los Instrumentos Financieros Derivados: Concepto, Operación y Algunas Estrategias de Negociación", en *Ciencias Económicas*, vol. 26, núm. 2, pp. 243-256
- MEULBROEK, L. K. (1992), "An Empirical Analysis of Illegal Insider", en *The Journal of Finance*, vol. 47, núm. 5, pp. 1661-1699
- MICHIE, R.C. (1998), "Insiders, Outsiders and the Dynamics of Change in the City of London since 1900", en *Journal of Contemporary History*, vol. 33, núm. 4, pp. 547-571

- MILLER, D. P. / PUTHENPURACKAL, J. J. (2005), "Security Fungibility and the Cost of Capital: Evidence from Global Bonds", en *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 40, núm. 4, pp.849-872.
- MINGOT, M. / CORRAL, J. J. (2008), "La Circular 3/2007 de la CNMV: Requisitos y limitaciones de la operativa bajo contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado", en *RDMV*, núm. 3, pp. 329-340, disponible en: www.laleydigital.es
- MIROWSKI, P. (1981), "The Rise (and Retreat) of a Market: English Joint Stock Shares in the Eighteenth Century", en *The Journal of Economic History*, vol. 41, núm. 3, pp. 559-577
- MITCHELL, M. W. (1969-1970), "Securities-Review of the Standard of Liability Under Section 16(b)", en *Arkansas Law Review*, vol. 23, pp. 140-144
- MOLINA GARCÍA, M. J. (2013), "La responsabilidad extracontractual en el Derecho de la Unión Europea: principios jurídicos generales y apuntes de la jurisprudencia comunitaria", en *Práctica Derecho de daños*, núm. 116, pp. 94-109.
- MÖLLERS, T. MJ. (2007), "The "Immediateness" of Ad Hoc Disclosure Statements in the Context of National and European Legal Doctrine", en *International Company and Commercial Law Review*, vol. 18, pp. 369-377, disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1709975
- _____. (2010-2011), "Investor Protection in the System of Capital Markets Law: Legal Foundations and Outlook", en *North Carolina Journal of International Law & Commercial Regulation*, vol. 36, pp. 57-84
- MØLLGAARD, H. P. (1997), "Squeezed Round the Corner? Self-Regulation and Forward Markets", en *The Economic Journal*, vol. 107, núm. 440, pp. 104-112
- MOLONEY, N. (2006), "Financial market regulation in the post-financial services action plan era", en *International and Comparative Law Quarterly*, vol. 55, pp. 982-992
- _____. (2006), "The EC and the hedge fund challenge: a test case for EC securities policy after the Financial Services Action Plan", en *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 6, pp. 1-38.
- MONROY ANTÓN, A. (2005), "El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada", en *RDBB*, núm. 98, pp. 35-82
- _____. (2005), "Estudio comparado de las diferentes legislaciones sobre el delito de abuso de información privilegiada: La Directiva Comunitaria 2003/6/CE", en *Derecho & Empresa: revista de estudios jurídicos y de empresa*, núm. 2, pp. 4-17.
- _____. (2005), "Estudio comparado de las diferentes legislaciones sobre el delito de abuso de información privilegiada. La Directiva Comunitaria 2003/6/CE", en *Derecho y Empresa*, núm. 2, disponible en: <http://vlex.com/vid/293803>
- _____. (2006), *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid, Dijusa
- MONTLLOR, J. / TARRAZÓN, M. A. (1999), "Rentabilidad de mercado, rentabilidad contable y modelos de valoración de acciones", en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, núm. 100, pp. 327-353.
- MOORE, J. (1991), "What is really unethical about insider trading?", en *Journal of Business Ethics*, vol. 9, núm. 3, pp. 171-182
- MORA GALIANA, J. (2009), "Preferencias axiológicas y valores jurídicos. Para una deontología profesional", en *CEFD*, núm. 18, pp. 166-179
- MORAL BELLO, C. (1997), "La segunda reforma bursátil en España. Hacia un mercado único de valores", en *Cuadernos de Estudios Empresariales*, núm. 7, pp. 255-272.
- MORALES OLAZABAL, A. / MARMORSTEIN, H. (2010). "Structured products for the retail market: the regulatory implications of investor innumeracy and consumer information processing", en *Arizona Law Review*, vol. 52, pp. 623-673.
- MOREIRO GONZÁLEZ, C. J. (2004), "Comitología financiera: la consolidación del modelo Lamfalussy", en *RGDE*, núm. 4, disponible en: www.iustel.com
- MORENA OROÑOZ, J. (2010), "El préstamo de valores negociables", en *RDMV*, núm. 7, pp. 67-99, disponible en: <http://www.laleydigital.es>
- MOSSET ITURRASPE, J. (1998), *Responsabilidad por daños*, Buenos Aires, Rubinzal-Culzoni, vol.1.

- MOWREY, M. E. / CASH, L. S. / DICKENS, T. L. (2010), "Does Sarbanes-Oxley protect whistleblowers? The recent experience of companies and whistleblowing workers under sox", en *William & Mary Business Law Review*, vol. 1, pp. 431-449.
- MUCHLINSKI, P. (2006), "Caveat investor? The relevance of the conduct of the investor under the fair and equitable treatment standard", en *International and Comparative Law Quarterly*, vol. 55, núm. 3, pp. 527-558
- MUÑOZ CONDE, F. (2010), *Derecho Penal. Parte Especial*, 18ª ed., Valencia, Tirant lo Blanch.
- MUÑOZ PÉREZ, A. F. (2009), "Los objetivos y principios de IOSCO y los modelos de supervisión del sistema financiero", en *RDMV*, núm. 4, pp. 567-609, disponible en: <http://www.laley.es/>.
- MURPHY, A. (2006), "Dealing with Uncertainty: Managing Personal Investment in the Early English National Debt", en *The journal of the Historical Association*, núm. 302, pp. 200-217.
- MURPHY, M. E. (1941), "The English approach to the distribution of securities", en *The Journal of Business of the University of Chicago*, vol. 14, núm. 4, pp. 372-383.
- MÚRTULA LAFUENTE, V. (2006), "Causalidad alternativa e indeterminación del causante del daño en la responsabilidad civil", en *INDRET*, núm. 2, pp. 1-28.
- MUTLVEY, T. (1916), "Blue Sky Law", en *The Canadian Law Times*, vol. 36, pp. 37-45
- MYERS, A. C. (1976), "The attorney-client relationship and the code of professional responsibility: suggested attorney liability for breach of duty to disclose fraud to the Securities and Exchange Commission", en *Fordham Law Review*, vol. 44, pp. 1113-1144
- NAGY, D. M. (2011), "Insider trading, congressional officials, and duties of entrustment", en *Boston University Law Review*, vol. 91, pp. 1105-1163, disponible en: <http://www.bu.edu/law/central/jd/organizations/journals/bulr/documents/NAGY.pdf>
- NARDI SPILLER, C. (2008), "El nuevo capitalismo o ¿Se ha cumplido la profecía de Marx?", en *Revista ICE*, núm. 845, disponible en: http://www.revistasice.com/cachepdf/ICE_845_7-24_A81AC45858306FDA496D428B2857D9C7.pdf
- NEAL, L. (1982), "Efficient Markets in the Eighteenth Century? Stock Exchanges in Amsterdam and London", en *Business and Economic History (BEH)*, vol. 11, pp. 81-101, disponible en: <http://www.thebhc.org/publications/BEHprint/v011/p0081-p0101.pdf>
- _____. (2007), *The Evolution of Self- and State-Regulation of the London Stock Exchange, 1688-1878*, documento preliminar presentado en la Conferencia "on Law and Economic Development: a Historical Perspective", que tuvo lugar en la Universidad de Utrecht los días 20 a 23 de 2007, pp. 1-34, disponible en: <http://www.iisg.nl/hpw/papers/law-neal.pdf>
- _____. (2010), "Reflections from the Mirror of Folly: The Adventures of Lord Londonderry in the Stock Markets of Paris, Amsterdam, and London in the bubbles of 1719-1720", en *Paper for Business History Unit*, University of Rotterdam, pp. 1-27.
- NEL, H.C. (XXXX), The final report of the Commission of inquiry into the affairs of the mastergroup and investor protection in South Africa corporate law and securities regulation, disponible en: http://www.justice.gov.za/commissions/comm_nel/chapter8_14.pdf
- NELEMANS, M. (2008), "Redefining Trade-Based Market Manipulation", en *Valparaiso University Law Review, TILEC Discussion Paper*, núm. 2008-003
- NEWKIRK, T. C. (1998), Insider Trading - A U.S. Perspective, discurso pronunciado en el "16th International Symposium on Economic Crime", que tuvo lugar el día 19 de septiembre en el Jesus College, Cambridge, Inglaterra, disponible en: <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>
- NIETO CAROL, U. (1993), *El Mercado de valores: organización y funcionamiento*, Madrid, Civitas / Bolsa de Madrid
- _____. (1994), *Los valores negociables*, Madrid, Banco Central Hispanoamericano, Civitas, t. 2, vol. 2
- _____. (1994), *Transmisión de los valores negociados: la compraventa bursátil*, Madrid, Banco Central Hispanoamericano, Civitas, t. 2, vol. 2.

- NIETO DE ALBA, U. (1980), "El Capitalismo popular como estabilizador social", en *Revista española de financiación y contabilidad*, núm. 33, pp. 609-618.
- NIETO MARTÍN, A. (2006), "Posibilidades y límites de la armonización del Derecho Penal Nacional tras Comisión v. Consejo (Comentario a la STJCE, Asunto C-176/03, de 13-9-2005)", en *BAJO FERNÁNDEZ, M. / BACIGALUPO, SAGGESE, S. / GÓMEZ-JARA DÍEZ, C. (Coords.) (2006), Constitución Europea y derecho penal económico: mesas redondas [de] Derecho y Economía, Madrid, Centro de Estudios Ramón Areces*, pp. 189-203
- _____. (2008), "Responsabilidad social, gobierno corporativo y autorregulación: sus influencias en el derecho penal de la empresa", en *Política Criminal*, núm. 5, pp.1-18, disponible en: http://www.politicacriminal.cl/n_05/A_3_5.pdf
- NIEVA FENOLL, J. / EBERS, M. (2006), "El «auto-modelo»: un nuevo concepto para el Derecho procesal y un nuevo instrumento para la protección del consumidor", en *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía*, núm. 2, pp. 1332-1339.
- NOFSINGER, J. / SIAS, R. (1999), "Herding and feedback trading by institutional and individual investors", en *The Journal of Finance*, vol. 54. núm. 6, pp. 2263-2295
- NYANTUNG BENY, L. (2006-2007), "Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate", en *The Journal of Corporation Law*, vol. 32, pp. 237-300, disponible en: <http://go.galegroup.com/ps/i.do?id=GALE%7CA161502275&v=2.1&u=unauba&it=r&p=LT&sw=w&asid=57976abc807a12e0fb365fd96dccc6345>
- OCHS, B. A. (2008), "When Does Short Selling Become Manipulation?", en *Securities Enforcement Alert*, pp. 1-8, disponible en: http://www.klgates.com/files/tempFiles/901e34d6-b3ee-4ac4-bdad-3b6cabd7060b/Alert_SEC_ShortSelling.pdf
- ODIAN, E. A. (2011), "SEC v .Dorozhko's affirmative misrepresentation theory of insider trading: an improper means to a proper end", en *Marquette Law Review*, vol. 94, pp. 1313-1349
- OFEK, E. / RICHARDSON, M. (2003), "DotCom mania: the rise and fall of Internet stock prices", en *The Journal of Finance*, vol. 58, núm. 3, pp. 1113-1137
- OHANIAN, L. E. (1996), "When the Bubble Bursts: Psychology or Fundamentals?", en *Business Review*, disponible en: <http://www.philadelphiafed.org/research-and-data/publications/business-review/1996/january-february/when-the-bubble-bursts.cfm>
- OJEDA MARÍN, A. (1991), "El Reino de España en mercado internacional de capitales", *Revista de derecho financiero y de hacienda pública*, núm. 215, pp. 969-1002
- OLIVARES BLANCO, I. (2008), "El mercado alternativo bursátil. Características y diferencias frente al mercado bursátil", en *RDMV*, núm. 2, pp. 237-271, disponible en: www.laleydigital.es.
- OLSON, R. (1975-1976), "Securities Investor Protection Act - SEC v. Guaranty Bond and Securities Corp. - SIPC's Discretion to Liquidate Brokers", en *The Journal of Corporation Law*, vol.1, pp. 199-208
- ORTÍZ BAQUERO, I. S. (2011), *La aplicación privada del derecho de la competencia. Los efectos civiles derivados de la infracción de las normas de libre competencia*, Madrid, La Ley.
- OTTO, H. (1995), "Abuso de información privilegiada como delito de peligro abstracto", en *Hacia un derecho penal económico europeo, Jornadas en honor del profesor Klaus Tiedemann celebradas los días 14 a 17 de octubre de 1992*, Madrid, Universidad Autónoma de Madrid, pp. 453-468.
- OVALLE PIEDRA, J. (2001), *La responsabilidad civil por productos en México, Canadá y Estados Unidos*, México, Universidad Nacional Autónoma de México, Instituto de Investigaciones Jurídicas, Serie doctrina jurídica, núm. 48.
- PALÁ LAGUNA, R. (2010), "Soft law, moral suasion y autorregulación: ¿tibieza del legislador o prudencia en la elaboración de las normas jurídicas?", en *Nul: estudios sobre invalidez e ineficacia*, núm. 1, disponible en: <http://www.codigo-civil.org/nulidad/lodel/docannexe.php?id=812>
- PALÁ LAGUNA, R. / GUERRA MARTÍN, G. (2006), "El Real Decreto 1333/2005, sobre abuso del mercado en la perspectiva del Derecho de Sociedades", en *RDS*, núm. 26, pp. 119-138.

- _____ (2009), “Hedge Funds y otros FIAS: primeras propuestas normativas respecto a sus gestoras, a nivel europeo”, en *RDMV*, núm. 5, pp. 407-417, disponible en: <http://www.laley.es/>
- PALAO MORENO, G. (1995), *Aspectos internacionales de la responsabilidad civil por servicios*, Granada, Comares.
- _____ (2007), “Presente y futuro de la determinación de la ley aplicable a la responsabilidad civil extracontractual en el sistema español de Derecho Internacional Privado”, en PIMENTEL, L. O. / ESPLUGUES MOTA, C. / BARRAL, W. (Coords.), *Direito Internacional Privado: União Européia e Mercosul*, Florianópolis, Fundação Boiteux, pp. 365-389
- _____ (2009), “El reglamento Roma II y el sistema español de Derecho Internacional Privado: primeras impresiones y algunas reflexiones para el debate”, en *El agua como factor de cooperación y de conflicto en las relaciones internacionales contemporáneas*, XXII Jornadas de la Asociación Española de Profesores de Derecho Internacional y Relaciones internacionales, que tuvieron lugar del 20 al 22 de septiembre de 2007, Murcia, pp. 411-434.
- PALMER, F. B. (1901), *Companies Act of 1900, with explanatory notes and forms*, 2ª ed., Londres, Stevens & Sons Limited, disponible en: <http://ia700302.us.archive.org/28/items/companiesact190000palmuoft/companiesact190000palmuoft.pdf>
- PALOMBO, M. W. (2009-2010), “The Short-Changing of Investors. Why a short sale price test rule is necessary in today’s markets?”, en *Brooklyn Law Review*, vol. 75, pp. 1447-1488.
- PANAGIOTIS, D. (2013), “Transparent financial innovation in a post-crisis environment”, en *Journal of International Economic Law*, vol. 16, núm. 1, pp. 159–210.
- PANTALEÓN, F. (2002), *Cómo repensar la responsabilidad civil extracontractual (También la de las Administraciones públicas)*, Ponencia presentada al Segundo Congreso Nacional de la Asociación Española de Abogados Especializados en Responsabilidad Civil y Seguro que tuvo lugar en Granada, del 14 al 16 de noviembre, disponible en: <http://www.asociacionabogadosrcs.org/ponencias/pon2-2.pdf>
- _____ (2005), “Principles of European Tort Law: Basis of Liability and Defences. A critical view «from outside»”, en *INDRET*, núm. 3, pp. 1-8, disponible en: http://www.indret.com/pdf/299_en.pdf
- PAREDES PÉREZ, J. I. (2006), “Sobre la conveniencia de una norma de conflicto bilateral sobre competencia desleal”, en *AEDIPr*, t. 6, pp. 427-440.
- _____ (2009), “Licencias de derechos de propiedad y las acciones colectivas en el Reglamento “Bruselas I”: Una aproximación desde la perspectiva de los intereses de los consumidores”, en *AEDIPr*, t. 9, pp. 355-371.
- PARELLADA, R. (2013), “El principio de precaución y las oportunidades políticas perdidas”, en *Dilemata*, núm. 11, pp. 127-137
- PARK, J. J. (2010), “Rule 10b-5 and the rise of the unjust enrichment principle”, en *Duke Law Journal*, vol. 60, pp. 345-409.
- PARKER, D. B. (1977), “Attorney Liability under the Securities Laws after Ernst & Ernst v. Hochfelder”, en *Loyola of Los Angeles Law Review*, vol. 10, pp. 521-583
- PARTINGTON, J. K. (2009-2010), “The Down-Load on the Uptick: Why Rule 10-a Will Not Deter Naked Short Selling”, en *Nexus*, vol. 5, pp. 163-182.
- PARTNOY, F. (2000), “Why markets crash and what law can do about it”, en *University of Pittsburgh Law Review*, núm. 61, pp. 741-817
- PASCUAL, R. / PASCUAL-FUSTER, B. / CLIMENT, F. (2006), “Cross-listing, price discovery and the informativeness of the trading process”, en *Journal of Financial Markets*, vol. 9, núm. 2, pp. 144 -161.
- PATTERSON, M. / REIFFEN D. (1990), “The Effect of the Bubble Act on the Market for Joint Stock Shares”, en *The Journal of Economic History*, vol. 50, núm. 1, pp. 163-171.
- PAÚL GUTIÉRREZ, J. / UXÓ GONZÁLEZ, J. (2009), “La reforma en la regulación y supervisión financiera en Estados Unidos”, en *Boletín Económico ICE*, núm. 2976, pp. 21-30

- PAUL, H. (2011), *Limiting the Witch-Hunt: Recovering from the South Sea Bubble*, documento presentado en la conferencia "Past, Present and Policy, 4th International Conference: The Sub-prime Crisis and how it Changed the Past", que tuvo lugar los días 3 y 4 de febrero en el Graduate Institute of Geneva, pp. 1-12, disponible en: <http://www.norges-bank.no/Upload/82434/EN/PAUL%20Paper.pdf>
- PAYNE, J. (1997), "Possfund v Diamond: A Reassessment of the Common Law Duty Owed to Subsequent Purchasers Who Rely on a Company Prospectus", en *Journal of Financial Crime*, vol. 4, núm. 3, pp. 253-254
- PAZ-AREZ RODRÍGUEZ, J. C. (1996), "La desincorporación de los títulos-valor", en *RDM*, núm. 219, pp. 7-34.
- PEETERS, J. (1988), "Re-regulation of the financial services industry in the United Kingdom", *University of Pennsylvania Journal of International Business Law*, vol. 10, núm. 3, pp. 371-407
- PEIRANO FACIO, Jorge (1981), *Responsabilidad extracontractual*, 3ª ed., Bogotá, Temis.
- PELLI CATTANEO, M. (2009), *The new definition of inside information and their role on the duty of disclosure of the issuer in Italy: the starting point to build a civil liability of the issuer for the breach of its duty disclosure*, pp. 1-62, disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1695424
- PERDUE, W. (1987), "Manipulation of Futures Markets: Redefining the Offense", en *Fordham Law Review*, núm. 56, pp. 345-402
- PÉREZ DE LA CRUZ, A. (2008), "Lección 35. Títulos-valores. Teoría general", en MENÉNDEZ, A. (Coord.), *Lecciones de derecho mercantil*, Madrid, Civitas, pp. 835 y ss.
- PÉREZ GOROSTEGUI, E. (1982), *La Información y su incidencia en el precio de los títulos en el mercado de valores*, Madrid, Bolsa de Madrid.
- PÉREZ, C. (2009), "The double bubble at the turn of the century: technological roots and structural implications", en *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, pp. 779-805.
- PEREZ, Z. (2008), "Securities fraud twenty-third survey of white collar crime", en *American Criminal Law Review*, núm. 45, pp. 923-994
- PERRONE, A. (2009), "Información en el mercado de valores y tutela del inversor", en *Política Criminal*, núm. 7, pp. 1-27, disponible en: http://www.politicacriminal.cl/n_07/a_7_7.pdf
- PERRY COLVIN, O. (1990-1991), "A dynamic definition of and prohibition against insider trading", en *Santa Clara Law Review*, vol. 31, pp. 603-640
- PETTIT, J. L. (1974), "Securities Regulation – An unsuccessful tender offeror has standing to sue the target corporation, the successful contestant, and the underwriter, for damages resulting from violation of section 14(e) and Rule 10b.6", en *Villanova Law Review*, vol. 19, pp. 671-685
- PFEIL, U. C. (1996), "Finanzplatz Deutschland: Germany enacts insider trading legislation", en *American University Journal of International Law & Policy*, vol. 11, pp. 137-193
- PHILLIPS, R. M. / ZUTZ, R. J. (1984-1985), "Insider trading doctrine: a need for legislative repair", en *Hofstra Law Review*, núm. 13, pp. 65-100
- PICKHOLZ, M. G. / HORAHAN III, E. B. (1982), "The SEC's version of the efficient market theory and its impact on securities law liabilities", en *Washington and Lee Law Review*, vol. 39, pp. 943-969
- PIMLOTT, G. F. (1985), "The reform of investor protection in the U.K. – An examination of the proposals of the Gower Report and the U.K. government's white paper of January, 1985", en *The Journal of Comparative Business and Capital Market Law*, vol. 7, pp. 141-172.
- PINON, S. (2010), "El derecho constitucional europeo: ¿una disciplina autónoma?", en *ReDCE*, año 7, núm. 13, pp. 267-289
- PINTO, A. R. (1990), "The internationalization of the hostile takeover market: its implications for choice of law in corporate and securities law", en *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 16, pp. 55-88
- _____. (2010), "An Overview of United States Corporate Governance in Publicly Traded Corporations", en *The American Journal of Comparative Law*, vol. 58, pp. 257-284

- PIÑEIRO CHOUSA, J. / TAMAZIAN, A. (2004), “Regulación de los Mercados Financieros: Necesidad de Protección del Accionista Minoritario”, en *Documentos de Trabajo en Análisis Económico (EAWP)*, vol. 3, núm. 1, disponible en: <http://www.unagaliciamoderna.com/eawp/eawp.asp?qsa=ES&qsb=1&qsc=10&qsd=34>
- PIRRONG, C. (1994), “Squeezes, Corpses, and the Anti-Manipulation Provisions of the Commodity Exchange Act”, en *CATO Regulation, The Review of Business & Government*, vol. 17, núm. 4, pp. 52-63, disponible en: <http://www.cato.org/pubs/regulation/regv17n4/v17n4-5.pdf>
- _____. (2010), “Energy market manipulation: definition, diagnosis, and deterrence”, en *Energy Law Review*, vol. 31, núm. 1, disponible en: <http://bauer.uh.edu/spirrong/Pirrong-EnergyMarketManipulation-022510.pdf>
- PISTOR, K. / XU, C. (2004), *The Challenge of Incomplete Law and How Different Legal Systems Respond to It*, documento preparado para el proyecto “Le Bijuridisme: Une approche économique”, disponible en <http://www.cenet.org.cn/userfiles/2009-11-28/20091128230322279.pdf>, pp. 1-59
- PITT H. L. / HARDISON, D. B. (1992), “Games without frontiers: trends in the international response to insider trading”, en *Law and Contemporary Problems*, vol. 55, núm. 4, pp. 199-229.
- PITT, H. L. (2009-2010), “Financial services regulatory reform in the face of an economic meltdown”, en *University of Dayton Law Review*, vol. 35, núm. 1, pp. 15-32
- PIZARRO, R. D. (1983), *Responsabilidad civil por el riesgo o vicio de las cosas*, Buenos Aires, Universidad.
- POITRAS, G. (2009), *From Antwerp to Chicago: The History of Exchange Traded Derivative Security Contracts*, disponible en: [http://www.sfu.ca/~poitras/franck_\\$\\$\\$\\$.pdf](http://www.sfu.ca/~poitras/franck_$$$$.pdf)
- POSNER R. (1982), *Tort law: cases and economic analysis*, Boston, Little, Brown & Co.
- PRAT WESTERLINDH, C. (2010), “Estafa de inversores”, en *La ley penal: revista de derecho penal, procesal y penitenciario*, núm. 77, disponible en: www.laleydigital.es
- PREWITT, M. (2012), “High-Frequency Trading: Should Regulators Do More?”, en *Michigan Telecommunications and Technology Law Review*, vol. 19, pp. 131- 161.
- PRIETO DEL PINO, A. M. (2004), El Derecho penal ante el uso de información privilegiada en el mercado de valores, Cizur Menor (Navarra), Aranzadi.
- _____. (2006), “Uso de información privilegiada en el mercado de valores”, en *Boletín del Ministerio de Justicia*, núm. 2015, pp. 168-180.
- QUERALT JIMÉNEZ, J. J. (2010), *Derecho penal español. Parte especial*, 6ª ed., Barcelona, Atelier.
- QUINN S. / NEAL L. (2001), “Networks of information, markets, and institutions in the rise of London as a financial centre”, 1660–1720, en *Financial History Review*, vol. 8, pp. 7-26.
- QUINN, R. W. (2003), “The Misappropriation Theory of Insider Trading in the Supreme Court: A (Brief) Response to the (Many) Critics of United States v. O’Hagan”, en *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 8, núm. 3, pp. 865-898.
- TRIPP, M. A. (1985), “Access, Efficiency, and Fairness in Dirks v. SEC”, en *Indiana Law Journal*, vol. 60, núm. 3, pp. 535-557.
- QUINN, S. (2001), “The Glorious Revolution's Effect on English Private Finance: A Microhistory, 1680-1705”, en *The Journal of Economic History*, vol. 61, núm. 3, pp. 593-615.
- QUINTANAR DÍEZ, M. (2006), “Análisis de la naturaleza jurídica y del objeto material del tipo de injusto del artículo 285 del Código Penal: delito de abuso de información privilegiada”, en *Cuadernos de política criminal*, núm. 88, pp. 155-190.
- QUINTAS, J. (1990), “El sistema financiero ante el cambio tecnológico”, en *Cuadernos de Economía*, vol. 18, pp. 397-430.
- QUINTERO OLIVARES, G. (2004), “La Unidad europea y la tutela penal del mercado de los intereses de los ciudadanos”, en *Estudios penales y criminológicos*, núm. 25, pp. 285-310
- QUIÑONES ESCÁMEZ, A. (2006), “Ley aplicable a los contratos internacionales en la Propuesta de Reglamento “Roma I” de 15.12.2005”, en *INDRET*, núm. 3, pp. 1-22, disponible en: http://www.indret.com/pdf/367_es.pdf

- RABADÁN FORNIES, M, (1982), *Sistema financiero y bolsa: la financiación de la empresa a través del mercado de valores*, Barcelona, Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras
- RACHFORD, L. A. (1983), "Takeover developments -defining "tender offer" and "manipulation" under the Williams Act", en *Washington and Lee Law Review*, vol. 40, pp. 1199-1225.
- RAINBOLT, J. V. (1977-1978), "Regulating the grain gambler and his successors", en *Hofstra Law Review*, vol. 6, pp. 1-25.
- RAMOS MUÑOZ, D. (2012), "Abuso del derecho, transacciones transfronterizas y la construcción del Mercado interior y de la UE. ¿Un equilibrio imposible?", en *Revista Española de derecho europeo*, Civitas, núm. 44, pp. 61-122.
- RAMSDELL, T. J. (1990-1991), "The EEC Directive on Insider Trading: will there be a cure by 1992?", en *American University Journal of International Law & Policy*, vol. 6, pp. 637-676.
- RAMSEY, R. (2007), "Ethical Ideologies and Older Consumer Perceptions of Unethical Sales Tactics", en *Journal of Business Ethics*, vol. 70. núm. 2, pp. 191-207
- RAPP, G. C. (2008), "The wreckage of recklessness", en *Washington University Law Review*, vol. 86, pp. 111-180
- RASILLO LÓPEZ E., "Actuación penal en defensa de los consumidores ante el mercado financiero único: las consecuencias de la directiva 2003/6 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado", en AA. VV. (2009) en *ÁLVAREZ GARCÍA, F. / MANJÓN-CABEZAOLMEDA A. / VENTURA PÜSCHEL A. (Coords.), La adecuación del derecho penal español al ordenamiento de la Unión Europea: la política criminal europea*, Valencia, Tirant lo Blanch, pp. 469-486.
- RATNER, D. (1988), *Securities regulation in a nutshell*, 3ª ed., St. Paul, West Publishing Co.
- REAL ACADEMIA ESPAÑOLA (2001), *Diccionario de la Lengua Española*, Vigésima segunda edición, disponible en: <http://www.rae.es/rae.html>
- RECALDE CASTELLS, A. (1994), *Los valores negociables*, Madrid, Banco Central Hispanoamericano, Civitas, t. 1, vol. 2
- _____. (1999), "Los valores negociables" ¿concepto delimitador del Derecho del mercado de valores?, en *RDBB*, núm. 74, pp. 95-166
- _____. (2001), "Electronificación de los títulos-valor", en *RCE*, núm. 19, pp. 61-108
- _____. (2010), "Acotación del derecho de los mercados de 'valores' e 'instrumentos financieros' en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)", en *RDBB*, núm. 118, pp. 9-39
- _____. (2010), "Crisis y eficacia de los controles. (1) Sobre los mercados financieros. Reflexiones sobre los efectos de la crisis en la regulación del sistema financiero", en *AFDUAM*, núm. 14, pp. 121-140, disponible en: <http://www.uam.es/otros/afduam/pdf/14/crisis%20y%20eficacia%20de%20los%20controles%20andresrecalde.pdf>
- REDONDO TRIGO, F. (2013), "Swap y synalagma. Estudios jurisprudenciales", en *RCDI*, núm 738, pp. 2771-2790.
- RIDER, B. A. (1978), "Self-regulation: the British approach to policing conduct in the securities business, with particular reference to the role of the city panel on take-overs and mergers in the regulation of insider trading", en *The Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation*, vol. 1, núm. 4, pp. 319-348
- _____. (2009), *Market abuse and insider dealing*, 2ª ed., Haywards Heath, Tottel
- RIESGO, L. / ORTEGA, R. (2009), "La difusión de noticias e intenciones como un acto de competencia desleal y su encaje con la normativa de mercado de valores", en *QUETGLAS, R. S. (Coord.), Anuario mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2008 de los grandes despachos*, Madrid, La Ley, pp. 441-472
- ROACH, W. A. JR. (2009-2010) "Hedge Fund Regulation: "What Side of the Hedges Are You on?", en *The University of Memphis Law Review*, vol. 40, pp. 165-214.
- ROBBENNOLT, J. K. (2010), "Apologies and reasonableness: Some implications of psychology for torts", en *DePaul Law Review*, vol. 59, pp. 489-513.

- ROBLES MARTÍN-LABORDA, A. (2007), “Desconcentración y transparencia de los mercados de instrumentos financieros. Aproximación a la regulación de los sistemas multilaterales de negociación en la MiFID”, en *RCE*, núm 83, pp. 39-57.
- ROCA I TRIAS, E. (2000), *Derecho de daños. Textos y materiales.*, 3ª ed., Valencia, Tirant lo Blanch.
- _____. (2009), “El riesgo como criterio de imputación subjetiva del daño en la jurisprudencia del Tribunal Supremo español”, en *Revista para el Análisis del Derecho, INDRET*, núm. 4, pp. 1-17.
- RODRÍGUEZ CAMPOS, S. (2009), “Las reglas del mercado libre y su proyección en la realidad jurídica y económica”, BIB 2009\600, en *REDA*, núm. 142, disponible en: <http://www.westlaw.es/>
- RODRÍGUEZ CARRIÓN, J. L. (2000), *La responsabilidad civil por los daños causados por productos defectuosos*, Valencia, Revista General de Derecho. RODRÍGUEZ LLAMAS, S. (2002), *Régimen de responsabilidad civil por productos defectuosos*, 2ª ed., Navarra, Arazandi.
- RODRÍGUEZ GARCÍA, N. (2012), “Análisis de la regulación legal de la responsabilidad penal de las personas jurídicas en España”, en *PÉREZ-CRUZ MARTÍN, A. J. / FERREIRO BAAMONDE, X. (Dir.), Los retos del Poder Judicial ante la sociedad globalizada. Actas del IV Congreso Gallego de Derecho Procesal (I Internacional), celebrado en A Coruña los días 2 y 3 de junio de 2011*, pp. 197-232, disponible en: <http://ruc.udc.es/dspace/handle/2183/9168>.
- RODRÍGUEZ MOURULLO, G. (2007), “La criminalización del uso de información privilegiada entre el sí y el no”, en *Anales de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación*, núm. 37, pp. 595-614.
- RODRÍGUEZ PINEAU, E. (2007), “Ley aplicable a la responsabilidad derivada de actos contrarios a la libre competencia”, en *AEDIPr*, t. 7, pp. 447-463.
- RODRÍGUEZ RAMOS, L. (2011), “¿Cómo puede delinquir una persona jurídica en un sistema penal antropocéntrico?: la participación en el delito de otro por omisión imprudente: pautas para su prevención”, en *DLL*, núm. 7561, disponible en: www.laleydigital.es.
- _____. (2011), “La culpabilidad en los delitos cometidos por la persona jurídica. El «delito de sospecha blindado» y la responsabilidad objetiva «impura» en la Circular 1/2010 de la FGE”, en *DLL*, núm. 7694, disponible en: www.laleydigital.es.
- _____. (2011), “La responsabilidad penal de las empresas y los compliance programs”, en *Estrategia Financiera*, núm. 281, pp. 60-65, disponible en: www.laleydigital.es.
- ROJAS-SUÁREZ, L. (2010), “¿Hacia dónde va la regulación financiera internacional?”, en *AA. VV., ¿Qué hemos aprendido desde una perspectiva de largo plazo y de la presente crisis? Papers and Proceedings, Dirección de Estudios Económicos, Fondo Latinoamericano de Reservas*, pp. 54-67
- ROJO ÁLVAREZ, C. (2013), “Análisis jurídico de las normas de actuación en el mercado de valores”, en *RDMV*, núm.12, pp. 77-109.
- ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C. (2005), “La relación entre operadores económicos y los cambios en el objeto de negociación del mercado de valores”, en *RDBB*, núm. 98, pp. 149-181
- _____. (2008) “Justificación de la aplicación a los fondos de inversión inmobiliaria del sistema de control y la normativa de carácter financiero establecida en el mercado de valores”, en *RDBB*, núm. 111, pp. 131-180.
- ROMA VALDÉS, A. (2002), “Notas en torno a la actual y deficiente regulación de la relación entre Administración y Jurisdicción Penal”, en *Actualidad Penal*, núm. 24, pp. 623-645, disponible en: www.laleydigital.es.
- ROMANO, R., (2004), “The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance”, en *European Corporate Governance Institute Finance Working Paper*, núm. 52, disponible en: <http://ssrn.com/abstract=596101>
- ROMERO MARTÍNEZ, P. (2003), “ADR’s: Cómo invertir en Estados Unidos comprando valores españoles”, en *Saberes (Revista de Estudios Jurídicos, Económicos y Sociales)*, vol. 1, disponible en: http://www.uax.es/publicaciones/archivos/SABECO03_005.pdf

- RUBINSTEIN, M. (2001), "Rational markets: yes or no? The affirmative case", en *Financial Analysts Journal*, vol. 57, núm. 3, pp. 15-29
- RUGGIERO, E. (1996-1997), "The regulation of insider trading in Italy", en *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 22, núm. 1, pp. 157-201.
- RÜHL, G. (2010), "La protección de los consumidores en el Derecho Internacional Privado", en *AEDIPr*, t. 10, pp. 91-120.
- RUIZ BACHS, S. (2004), "Responsabilidad frente a los inversores por el uso de información privada, confidencial privilegiada", en *La Ley: Revista Jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía*, núm. 2, pp. 1747-1754.
- RUIZ DE VELASCO, A. (1997), "La protección del inversor", en *Cuadernos de Estudios Empresariales*, núm. 7, pp. 431-452.
- RUIZ PERIS, J. (1995), "Grupos de empresas, mercado de valores e igualdad entre los inversores", en *RDM*, núm. 218, pp. 1447-1520.
- RUIZ RODRÍGUEZ, L. R. (1997), *Protección penal del mercado de valores: infidelidades en la gestión de patrimonios*, Valencia, Tirant lo Blanch
- _____. (2002), *Sistema penal de protección del mercado y de los consumidores: actas del II Seminario Internacional de Derecho Penal Económico, Jerez, diciembre 2000*, Valencia, Tirant lo Blanch, disponible en: www.tirantonline.com
- RUIZ, L. M. (1995), "European Community Directive on Insider Dealing: A Model for Effective Enforcement of Prohibitions on Insider Trading in International Securities Markets", en *Columbia Journal of Transnational Law*, vol. 33, pp. 217-247
- RUSSELL, B. (2004), *History of western philosophy*, Londres, Routledge, p. 35.
- SACRISTÁN, M. / GÓMEZ ANSÓN, S. (2003), "Los acuerdos de outsourcing en el mercado de valores español: valoración y factores determinantes", en *Cuadernos de Economía y Dirección de la empresa*, núm. 16, pp. 27-55
- SALBU, S. R. (1991-1992), "Regulation of insider trading in a global marketplace: a uniform statutory approach", en *Tulane Law Review*, vol. 66, pp. 837-869.
- SALINAS, C. (1996), "El concepto de valor negociable", en *RDBB*, núm. 63, pp. 609-650
- SALVADOR CODERCH, P. / FERNÁNDEZ CRENDE, A (2006), "Causalidad y responsabilidad", en *INDRET*, núm. 1, pp. 1-25
- SANABRIA GARCÍA, S. (2004), "Comportamiento de los precios y volúmenes de negociación ante anuncios de beneficios anuales", en *Documentos de trabajo: Serie EC (Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas)*, núm. 3, pp. 1-41, disponible en: <http://www.ivie.es/downloads/docs/04/wpec-03.pdf>
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (2005), "Valores negociables, instrumentos financieros y otros esquemas contractuales de inversión", en *RDBB*, núm. 99, pp. 7-58
- _____. (2008), "Bolsa de valores", en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores, Cizur Menor, Thomson-Civitas*, núm. BIB 2008\3368, disponible en: www.westlaw.es
- SÁNCHEZ CALERO, F. / SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. (2012), *Instituciones de derecho mercantil*, 35ª ed., vols. 1 y 2, Cizur Menor (Navarra), Thomson-Aranzadi.
- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ, S. (2011), "Mercado de valores y responsabilidad civil: Modelos normativos", en *AEDIPr*, t. 11, pp. 335-367.
- SÁNCHEZ GUZMÁN, J. (1997), *Marketing financiero: principios y estrategias*, Madrid, Civitas
- SÁNCHEZ LEGIDO, A. (2004), "El Tribunal Constitucional y la garantía interna de la aplicación del Derecho Comunitario en España (A propósito de la STC 58/2004)", en *Derecho Privado y Constitución*, núm. 18, pp. 387-443.
- SÁNCHEZ LORENZO, S. (1995), "La elección de la ley aplicable a las obligaciones cambiarias en el comercio internacional", *RDBB*, vol. 14, pp. 703-719.
- _____. (2006), "El carácter ultra vires del Reglamento "Roma I" y el test de compatibilidad de las normas imperativas estatales", en *AEDIPr*, t. 6, pp. 165-178.
- SÁNCHEZ REAL, A. (1979), *La Financiación del sector eléctrico: la utilización del mercado de valores*, Madrid, Banco de España, Servicio de Estudios.
- SÁNCHEZ, M. J / REYNOSO, K. (2005), "Mejorar la liquidez: Una tarea permanente de las bolsas", en *Bolsa de Madrid*, pp. 11-15.

- SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P. / GARCÍA-META, E. (2005), "Influencia de la Empresa en los errores de Predicción de los Analistas Financieros: Un Estudio Meta-analítico", en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 34, núm. 127, pp. 823-848.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. (2006), "La armonización disgregante: La Directiva de Opas y el principio de neutralización de medidas defensivas", en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense*, núm. 3, pp. 1-61, disponible en: <http://eprints.ucm.es/5624/1/sancalero.pdf>
- SÁNCHEZ-GALÁN, J. R. (1999), *El Mercado de valores español: un breve análisis*, Madrid, Escuela Universitaria de Estudios Empresariales.
- SANZ SANTOLARIA, C. J. / FERRER GARCÍA, C. (2008), "Información suministrada en la web de las empresas no cotizadas", en *Partida Doble*, año XIX, núm. 201, pp. 78-91, disponible en: www.laleydigital.es.
- SARRA, J. (2009), "Financial market destabilization and the role of credit default swaps: an international perspective on the SEC's role going forward", en *University of Cincinnati Law Review*, vol. 78, pp. 629-656
- SASTRE CORCHADO, G. J. (2007), "La Directiva de Abuso de Mercado. Un nuevo marco en Europa", en *RDMV*, núm. 1, pp. 253-302
- SCHINASI, G. J. / TRUMAN, E. M. (2010), "Reform of the Global Financial Architecture", *Working Paper Series, Peterson Institute for International Economics*, disponible en: <http://www.piie.com/publications/wp/wp10-14.pdf>
- SCHOLES, M. (1972), "The market for securities: substitution versus price pressure and the effects of information on share prices", en *The Journal of Business*, vol. 45, núm. 2, pp. 179-211
- SCHOTLAND, R. A. (1967), "Unsafe at any price: a reply to Manne, insider trading and the stock market", en *Virginia Law Review*, vol. 53, núm. 7, pp. 1425-1478
- SCHWARTZ, B. H. (1979), "Conflicting standards of liability in short form registration: the underwriters dilemma", en *Washington and Lee Law Review*, vol. 36, pp. 868-884.
- SEALY, L. S. (1971), *Cases and Materials in Company Law*, Londres, Cambridge University Press
- SELIGMAN, J. (2003), "The New Uniform Securities Act", en *Washington University Law Quarterly*, vol. 81, pp. 243-299.
- SELLERS, R. / NICOLAU, J. L. (2001), "La calidad y su impacto sobre la rentabilidad y la volatilidad", en *Documentos de trabajo: Serie EC (Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas)*, núm. 18, pp. 1-21, disponible en: <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2001-18.pdf>
- SERRANO ACITORES, A. (2012), "Actualización de la Recomendación 2003-01 de la Autoridad Francesa de los Mercados Financieros sobre el acceso a información privilegiada en el contexto de un procedimiento de data room previamente a la ejecución de operaciones de transmisión de participaciones significativas en sociedades cotizadas en un mercado regulado", en *RDS*, núm. 39, pp. 619-622.
- SERRANO GÓMEZ A. / SERRANO MAÍLLO, A. (2010), *Derecho Penal. Parte Especial*, 15ª ed., Madrid, Dykinson.
- SERRANO LEAL, C. / MONTORO ZULUETA, B. (2010), "La crisis de la zona Euro: Moneda única y estabilidad", en *Boletín Económico de ICE*, núm 2992, julio, pp. 3-17.
- SERRANO MORENO, J. L. (2010), "La sociedad del riesgo y el derecho de la sociedad", en *CEFD*, núm. 21, pp. 162-179.
- SEUBA TORREBLANCA, J. C. (2005), "Derecho de daños y Derecho internacional privado: algunas cuestiones sobre la legislación aplicable y la Propuesta de Reglamento «Roma II»", en *INDRET*, núm. 1, pp. 1-30.
- SHADAB, H. B. (2009-2010), "Counterparty Regulation and Its Limits: The Evolution of the Credit Default Swaps Market", en *New York Law School Law Review*, vol. 54, pp. 689-705.
- _____ (2009-2010), "Guilty by association? Regulating credit default swaps", en *Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 4, núm. 2, pp. 407-466.
- SHAVELL, S. (1984), "Liability for Harm versus Regulation of Safety" en *The Journal of Legal Studies*, vol. 13, núm. 2, pp. 357-374

- SHEARING, C. D., "Chapter Five. A Constitutive Conception of Regulation", en AA. VV. (1993), en BRAITHWAITE, J. / GRABOSKY, P. (Ed.), *Business regulation and Australia's future*, Canberra, Australian Institute of Criminology, pp. 67-79.
- SHEFRIN, H. / STATMAN, M. (2000), "Behavioral portfolio theory", en *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, núm. 2, pp. 127-151
- SHILLER, R. (2000), "Measuring bubble expectations and investor confidence", en *The Journal of Psychology and Financial Markets Copyright*, vol. 1, núm. 1, pp. 49-60
- _____. (2007), "Bubbles and Public Policy", en *Discussion Paper*, document prepared for a May 6 meeting of the Tobin Project Risk Policy Working Group, disponible en: http://www.tobinproject.org/downloads/RP_Bubbles_and_Public_Policy.pdf
- SIEHR, K. (2010), "The Rome II Regulation and Specific Maritime Torts: Product Liability, Environmental Damage, Industrial Action", en *Rebels Zeitschrift fuer auslaendisches und internationales Privatrecht*, vol. 74, núm. 1, pp. 139-153.
- SIEMS, M. (2008), *The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis*, pp. 1-27, disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1066603>
- SIEMS, T. (1997), "10 Myths About Financial Derivatives", en *Cato Policy Analysis*, CATO Institute, núm. 283, disponible en: <http://www.cato.org/pubs/pas/pa-283.html>
- SIERRA MOLINA, G. J. / PÉREZ LÓPEZ, J. A. (2000), "El impacto de la información suplementaria en el mercado de valores: Análisis empírico del sector petrolífero estadounidense", en *Revista española de financiación y contabilidad*, vol. 29, núm.105, pp. 623-655
- SILVA SÁNCHEZ, J. M. (2010), "La reforma del Código Penal: una aproximación desde el contexto", en *DLL*, núm. 7464, disponible en: www.laleydigital.es
- _____. (2010), "Los delitos patrimoniales y económico-financieros", en *DLL*, núm. 7534, pp. 4-6, disponible en: www.laleydigital.es
- SILVERMAN, M. (2010-2011), "Fraud created the market: presuming reliance in Rule 10b-5 primary securities market fraud litigation", en *Fordham Law Review*, vol. 79, pp. 1787-1826.
- SIMON, C. J. (1989), "The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues", en *The American Economic Review*, vol. 79, núm. 3, pp. 295-318.
- SIMON, H. (1955), "A behavioral model of rational choice", en *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 69, núm. 1, pp. 99-118
- _____. (1978), "Rationality as process and as product of thought", en *The American Economic Review, Papers and Proceedings of the Ninetieth Annual Meeting of the American Economic Association* núm. 68, núm. 2, pp. 1-16
- SIRKIN, S. M. (2009-2010), "The deterrence paradox: How making securities fraud class actions more difficult for plaintiffs will more strongly deter corporate fraud", en *Temple Law Review*, vol. 82, pp. 307-332.
- SIRRI, E. R. (2009-2010), "Regulatory politics and short selling", en *University of Pittsburgh Law Review*, vol. 71, pp. 517-544
- SIUDIKA, A. (2007), "Insider Trading Regulations in the Context of the Principle of 'Rule of Law': The United States and the European Union Perspective", en *European Journal of Law Reform*, vol. 9, pp. 91-111.
- SMITH, C.F. (1929), "The Early History of the London Stock Exchange", en *The American Economic Review*, vol. 19, núm. 2, pp. 206-216
- SMITH, D. (1999), *Company Law*, Oxford, Butterworth-Heinemann.
- SNOEYENBOS, M. / SMITH, K. (2000), "Ma and Sun on insider trading ethics", en *Journal of Business Ethics*, vol. 28, pp. 361 a 363.
- SPERLING, J. G. (1962), *The South Sea Company: an historical essay and bibliographical finding list*, Cambridge, Harvard University, disponible en: <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HBS.BAKER:230901>
- ST. CHARLES, K. (2010), "Regulatory Imperialism: The Worldwide Export of European Regulatory Principles on Credit Rating Agencies" en *Minnesota Journal of International Law*, vol. 19, pp. 399-451
- STAIKOURAS, P. (2008), "The Conundrum of the Market Abuse Directive Preventative Measures for EU Financial Services' Integration: In Search of Equilibrium between Market

- Integrity Enhancement and Undue Regulatory Encumbrance”, en *Legal issues of economic integration*, vol. 35, núm. 4, pp. 351-373
- STANDEN, D. J. (1995), “Insider Trading Reforms Sweep Across Germany: Bracing for the Cold Winds of Change”, en *Harvard International Law Journal*, vol. 36, núm. 1, pp. 177-206.
 - STANLEY, C. A. (2009-2010), “The panic effect: possible unintended consequences of the temporary bans on short selling enacted during the 2008 financial crisis”, en *Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 4, pp. 267-293.
 - STASSEN, J. H. (1982), “The Commodity Exchange Act in perspective: a short and not-so-reverent history of futures trading legislation in the United States”, en *Washington and Lee Law Review*, vol. 39, pp. 825-843.
 - STATMAN, M. (2009), “The cultures of insider trading”, en *Journal of Business Ethics*, vol. 89, pp. 51-58
 - STEEL, A. (2009), “The Meanings of Dishonesty in Theft”, en *Common Law World Review*, vol. 38, pp. 103-136
 - STEELE, F. E. (1895), “The ‘Middleman’ in Finance”, en *The Economic Journal*, vol. 5, núm. 19, pp. 424-434
 - STEINBERG, M. I. (1991-1992), “Attorney liability under the securities laws”, en *Southwestern Law Journal*, vol. 45, pp. 711-740
 - _____. (2003), “Insider Trading Regulation-A Comparative Analysis”, en *The International Lawyer*, vol. 37, pp. 153- 171.
 - STEINBERG, M. I. / CLAASSENT, C. (2005-2006), “Attorney liability under the State Securities Laws: Landscapes and Minefields”, en *Berkeley Business Law Journal*, vol. 3, núm. 1, pp. 1-42.
 - STEINER, B. (2002), *Conceptos esenciales del mercado financiero: 100 términos financieros desarrollados con ejemplos*, Madrid, Pearson Educación
 - STOUT, L. (2003), “The Mechanisms Of Market Inefficiency: An Introduction To The New Finance”, en *Law & Economics Research Paper Series*, núm. 3-23, pp. 1-42, disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=470161
 - STRUDLER, A. / ORTS, E. W. (1999-2000), “Moral Principle in the Law of Insider Trading”, en *Texas Law Review*, vol. 78, pp. 375-438.
 - STUTZ, A. E., (1990-1991), “A New Look at the European Economic Community Directive on Insider Trading”, en *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, vol. 23, pp. 135-172
 - SUÁREZ GONZÁLEZ, C. J. (1997), “Difusión de noticias falsas, empleo de violencia, amenaza o engaño, o utilización de información privilegiada para alterar los precios del mercado”, en *Cuadernos de derecho judicial*, núm. 14, pp. 11-34.
 - SULLIVAN, D. (2008), “Big boys and chinese walls”, en *The University of Chicago Law Review*, vol. 75, núm. 1, pp. 533-568
 - SULLIVAN, T. (1997), “We’re still against fraud, aren’t we? United States v. O’Hagan: Trimming the oak in the wrong season”, en *St. John’s Law Review*, vol. 71, núm. 1, pp. 197-215,
 - SWAN, E. (2006), *Market abuse regulation*, Richmond, Richmond Law & Tax
 - TAMAYO JARAMILLO, J. (1997), “Capítulo II. Límites de la responsabilidad civil sin culpa”, en *GHERSI, C. A. (Coord.), Los derechos del hombre. Daños y protección a la persona*, Mendoza, Ediciones Jurídicas Cuyo, pp. 55-71.
 - TAPIA HERMIDA, A. (1987), “El abuso de información privilegiada: “insider trading” y operaciones de iniciados”, en *RDBB*, núm. 28, pp. 751-792.
 - _____. (1993), “Algunos problemas sobre la emisión de pagarés de empresa, de obligaciones convertibles y de obligaciones hipotecarias”, en *RCDI*, núm. 618, pp. 1317-1364
 - _____. (1995), *El contrato de gestión de carteras de inversión*, Madrid, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil
 - _____. (2003), *Derecho del mercado de valores*, 2ª ed., Barcelona, Cálamo.
 - _____. (2006), “Abuso de mercado: desarrollo de la Ley de Mercado de Valores por el Real Decreto 1333/2005”, en *RDBB*, núm. 101, pp. 229-233.

- _____. (2006), "Revelación de información privilegiada por los representantes de los trabajadores", en *Estudios financieros. Revista de trabajo y seguridad social*, núm. 277, pp. 105-132.
- _____. (2008), "La prohibición de revelar información privilegiada: su delimitación y alcance para los miembros del órgano de administración o de control elegidos por los trabajadores", en *RDBB*, núm. 109, pp. 31-134.
- _____. (2010), "El concepto de utilización de información privilegiada", en *RDBB*, núm. 120, pp. 65-139
- _____. (2010), "La responsabilidad de las agencias de calificación crediticia (agencias de «rating») (1)", en *RDMV*, núm. 7, pp. 9-39.
- _____. (2010), "Las sociedades cotizadas: noción y estatuto jurídico", en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense*, núm. 26, pp. 1-27, disponible en: http://eprints.ucm.es/9896/1/A.J._Tapia._Sociedades_Cotizadas.pdf
- _____. (2010), *Las agencias de calificación crediticia: agencias de "rating"*, Cizur Menor (Navarra), Aranzadi Thomson Reuters
- TEMIN, P. (2004), "Financial Intermediation in the Early Roman Empire", en *The Journal of Economic History*, vol. 64, núm. 3, pp. 705-733.
- TERMIN, P. / VOTH H. J. (2004), "Riding the South Sea Bubble", en *The American Economic Review*, vol. 94, núm. 5, pp. 1654-1668
- THE ASSIZES (1959), "Prevention of Fraud (Investments) Act, 1939: meaning of 'reckless' - R. v. Mackinnon", en *Journal of Criminal Law*, vol. 23, pp. 19-21
- TILDEN, J. C. (1979), "Securities Regulation - Redington v. Touche Ross & Co.- Implied Rights of Action Against Accountants Under Section 17(a) of the 1934 Act", en *The Journal of Corporation Law*, vol. 4, pp. 430- 448
- TORRALBA MENDIOLA, E. (2005), "El proyecto de reglamento Roma II y la ley aplicable a la responsabilidad por productos", en *Revista jurídica*, núm. 13, pp. 253-272
- TORRAS COLL, J. M.^a (2013), *El delito de incremento patrimonial ilícito. Un instrumento necesario para combatir la corrupción*, disponible en: http://www.elderecho.com/penal/Delito_de_incremento_patrimonial_ilicito-instrumento_para_combatir_la_corrupcion_11_548680006.html
- TRACY, B. P. (2010), "If it's broken, sometimes it can't be fixed: why the auction rate securities market was faulty from its inception and how broker-dealers caused its downfall", en *BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L.*, vol. 4, pp. 297-321.
- TRUBEK, D. M. / COTTRELL, P. / NANCE, M. (2005), "«Soft Law», «Hard Law» and European Integration: Toward a Theory of Hybridity", disponible en: <http://law.wisc.edu/facstaff/trubek/hybriditypaperapril2005.pdf>
- TRUBEK, D. M. / TRUBEK, L. G. (2005), "Hard and Soft Law in the Construction of Social Europe: the Role of the Open Method of Co-ordination", en *European Law Journal*, vol. 11, núm. 3, pp. 343-364.
- TUNC, A. (1973), "A Little-Noticed Theory in the Law of Tort: Boris Starck's Theory of Guaranty", en *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 121, núm. 3, pp. 618-625.
- UMHOEFER, C. / PIETRANCOSTA, A. (1992), "Le Délit d'Initié: Insider Trading Law in France", en *Columbia Journal of Transnational Law*, vol. 30, pp. 89-144.
- URETA DOMINGO, J. C., "Normativa europea sobre abuso de mercado: efectos prácticos de su aplicación", en AA. VV. (2007) en MARTÍNEZ-PARDO DEL VALLE, R. / ZAPATA CIRUGEDA, F. J. (Dirs.), *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos 2007*, Madrid, Fundación de Estudios Financieros, pp. 261-266.
- URRRA MAGALLÓN, I. / ZOTES CIANCAS, G. (2010), "Estrategias Stock Picking", en *Bolsa: revista mensual de bolsas y mercados españoles*, núm. 185, pp. 56-63, disponible en: http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2010/10/56-63_ACT-Stock_Picking_n185.pdf
- VALCAVI, G. (2005), "Sobre el principio de causalidad jurídica en la responsabilidad civil por incumplimiento y por acto ilícito", en *Textos Jurídicos de Derecho Civil*, disponible en: <http://www.fondazionegiovanivalcavi.it/espanol/derecho-civil/Sobre-el-principio-de-causalidad-juridica.pdf>

- VALENZUELA GARACH F. (1993), *La Información en la sociedad anónima y el mercado de valores*, Madrid, Civitas
- VALENZUELA GARACH, J. (2000), *Las entidades de crédito comisionistas en el mercado de valores*, Jaén, Publicaciones de la Universidad de Jaén
- VALIANTE, D. (2011), Commodity price formation in boom-and-bust cycles, Working Paper, The European Capital Markets Institute (ECMI), núm. 29, pp. XXX, disponible en: http://aei.pitt.edu/32061/2/No_29_Valiante_on_Commodity_Price_Formation.pdf
- VALMAÑA OCHAÍTA, M. (2006), *La responsabilidad civil derivada del folleto informativo en las ofertas públicas de suscripción y venta de acciones*, Madrid, La Ley
- VAN BOOM, W. H. / KOZIOL, H. / WITTING C. A. (Eds.) (2003), *Pure Economic Loss*, Wien / New York , Springer.
- VAN DYCK, T. (2002), “Case C-478/98. Commission of The European Communities v. Kingdom of Belgium (ECJ 26 sept. 2000)”, en *Columbia Journal of European Law*, vol. 8, pp. 311-322.
- VAN GEYT, D. / VAN CAUWENBERGE, P. / VANDER BAUWHEDE, H. (2014), “Does high-quality corporate communication reduce insider trading profitability?”, en *International Review of Law and Economics*, vol. 37, pp. 1– 14.
- VAQUERO LÓPEZ, M^a (1994), “Las cláusulas económicas extraterritoriales en el tráfico privado internacional”, en *Anales de estudios económicos y empresariales*, núm. 9, pp. 483-508.
- VAUGHN BALTIC, C. (1992), “The next step in insider trading regulation: international cooperative efforts in the global securities market”, en *Law & Policy in International Business*, vol. 23, pp. 167-197.
- VEGA GUTIÉRREZ, Z. (2011), “Problemas de tipicidad en las modalidades de insider trading (art. 285 CP)”, en *La Ley Penal*, núm. 84, pp. 44-70, disponible en: www.laleydigital.es.
- VICENT CHULIÁ, F. (2010), *Introducción al Derecho Mercantil*, 22^a ed., Valencia, Tirant Lo Blanch
- VIJAYENDRAN, G. (2001), “The Present Regime of Securities Regulation And a Glimpse at Future Legislative Innovations”, en *The Law Gazette*, octubre, disponible en: <http://www.lawgazette.com.sg/2001-10/Oct01-feature.htm>
- VILLARROYA LEQUERICAONANDIA, M^a B. / RODRÍGUEZ ACEBES, M^a C. (2003), “La manipulación contable: El perfil de las empresas manipuladoras”, en *Partida Doble*, núm. 143, pp. 54-63
- VIRGINIA LAW JOURNAL (1881), “Wagering Contracts. Sale of Stock on a Margin. Pennsylvania Supreme Court, March 7, 1881. Smith v. Thomas”, en *Virginia Law Journal*, vol. 5, pp. 617-620, disponible en: http://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/vlawj5&div=134&g_sent=1&collection=journals.
- VIVES, X. (2010), “La crisis financiera y la regulación”, en *Occasional Paper, OP-179, IESE Business School*, Universidad de Navarra, disponible en: <http://blog.iese.edu/xvives/files/2011/09/La-crisis-financiera-y-la-regulacion.pdf>
- VON BAR, C. (1998-2000), *The Common European Law of Torts*, Oxford, Clarendon Press, vols. 1-2.
- VON HEIN, J. (2009), “Of Older Siblings and Distant Cousins: The Contribution of the Rome II Regulation to the Communitarisation of Private International Law”, en *Rebels Zeitschrift fuer auslaendisches und internationales Privatrecht*, vol. 73, núm. 3, pp. 461-508.
- WAGNER, G. (2006), “Comparative Tort Law”, en REIMANN, M. / ZIMMERMANN, R. (Coords.), *The Oxford handbook of comparative law*, Oxford University Press, pp. 1003-1042.
- WAHLGREN, P. (2001), *Tort liability and insurance*, Stockholm, Stockholm University Law Faculty.
- WALKER, C.E. (1931), “The History of the Joint Stock Company”, en *The Accounting Review*, vol. 6, núm. 2, pp. 97-105.
- WALKER, R. / LEVINE, D. (2001), “You've got jail: current trends in civil and criminal enforcement of internet”, en *American Criminal Law Review*, núm. 38, pp. 405-430

- WARR, A. (2012), "Congressional insider trading: is misappropriation appropriate?", en *The Crit - A Critical Legal Studies Journal, University of Idaho College of Law*, vol. 5, pp. 1-20, disponible en: <http://thecritui.com/wp-content/uploads/2012/spring/Warr.pdf>
- WARREN, L. B. (1974), "The Regulation of Trading by Insiders in the United States, England, France and West Germany", en *International Business Law*, vol. 2, pp. 80-102.
- WARREN, M. G. (1991), "The regulation of insider trading in the European Community", en *Washington and Lee Law Review*, vol. 48, pp. 1037-1077.
- WATSON, B. J. (1995), "Prohibiting Insider Trading: Is It All Worth It?", en *European Journal of Crime, Criminal Law and Criminal Justice*, vol. 3, pp. 122-149.
- WEINER, R. J. (2005), "Speculation in International Crises: Report from the Gulf", en *Journal of International Business Studies*, vol. 36, núm. 5, pp. 576-587
- WEINTRAUB, R. J. (1992), "The Extraterritorial Application of Antitrust and Securities Laws: An Inquiry into the Utility of a 'Choice-of-Law' Approach", en *Texas Law Review*, vol. 70, pp. 1799-1831
- WELCH, J. / PANNIER, M. / BARRACHINO, E. / BERND, J. / LEDEBOER, P. (2005), "Comparative implementation of EU directives (I) – insider dealing and market abuse", en *City Research Series, The British Institute of International and Comparative Law*, núm. 8, pp. 1-88.
- WELLS, J. / WILLS D. (2000), "Revolution, Restoration, and Debt Repudiation: The Jacobite Threat to England's Institutions and Economic Growth", en *The Journal of Economic History*, vol. 60, núm. 2, pp. 418-441
- WERHANE, P. H. (1989), "The ethics of insider trading", en *Journal of Business Ethics*, vol. 8, núm. 11, pp. 841-845
- _____. (1991), "The indefensibility of insider trading", en *Journal of Business Ethics*, vol. 10, núm. 9, pp. 729-731
- WILBURG, W. (2000), *The Development of a Flexible System in the Area of Private Law*, Wien / Manz.
- WINFIELD, P. H. (1935), "The Law of Tort", en *The Law Quarterly Review*, vol. 51, núm. 249, pp. 249-262
- WINNER, Z. J. (1990), "A Comparative Analysis of the European Community Insider Trading Directive", en *The Transnational Lawyer*, vol. 3, pp. 231-266
- WITHEY, C. (2006), "Comment - The Fraud Act 2006 - Some Early Observations and Comparisons with the Former Law", en *The Journal of Criminal Law*, vol. 71, pp. 220-237.
- WITTMAN, D. (1984), "Liability for Harm or Restitution for Benefit?", en *The Journal of Legal Studies*, vol. 13, núm. 1, pp. 57-80
- WOLFF, E. (1969-1970), "Comparative Federal Regulation of the Commodities Exchanges and the National Securities Exchanges" en *38 George Washington Law Review*, núm. 223, pp. 223-264
- WRIGHT, G. (1937), "Control of Speculation Under the Securities Exchange Act", en *The American Economic Review*, vol. 27, núm. 1, pp. 274-283
- WYMEERSCH, E. (2006), "The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors", disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=946695
- WYSOCKI, P. (1998), "Cheap talk on the Web: the determinants of postings on stock message boards", en *University of Michigan Business School, Working Paper*, núm. 98025, pp. 1-34.
- YADAV, Y. (2012-2013), "The Problematic Case of Clearinghouses in Complex Markets", en *The Georgetown Law Journal*, vol. 101, pp. 387-444.
- YBÁÑEZ, J. / GARCÍA-FUERTE, G. (2009), "La nueva regulación de las agencias de rating", en *RDMV*, núm. 5, pp. 419-436.
- YERMACK, D. (1997), "Good timing: CEO stock option awards and company news announcements", en *The Journal of Finance*, vol. 52, núm. 2, pp. 449-476
- YOSIFON, D. G. (2010-2011), "The public choice problem in corporate law: Corporate social responsibility after Citizens United", en *North Carolina Law Review*, vol. 89, pp. 1197-1247

- YOUNG, C. A. (2007), "Looking Back on WorldCom: Addressing Underwriters' Due Diligence in Shelf Registration Offerings and the Need for Reform", en *Suffolk University Law Review*, vol. 40, pp. 521-548
- YUBERO HERMOSA, P. / MARTÍNEZ LAGUNA, L. (2010), "La comunicación de información relevante en las sociedades cotizadas", en *Partida Doble*, núm. 220, pp. 38-45, disponible en: www.laleydigital.es.
- YZQUIERDO TOLSADA, M. (2001), *Sistema de responsabilidad civil, contractual y extracontractual*, Madrid, Dykinson.
- ZABALA LÓPEZ-GÓMEZ, C. (2008), "La responsabilidad penal de las sociedades cotizadas en los Estados Unidos de América en la época post-Enron: Los pactos de «no acusar» y de «retraso de la acusación»", en *DLL*, núm. 7065, disponible en: www.laleydigital.es.
- ZANNONI, E. A. (1984), "Responsabilidad por productos elaborados", en *Seguros y responsabilidad civil*, Buenos Aires, Astrea, pp. 239-358.
- ZHOU, Q. (2007), "A Deterrence Perspective on Damages for Fraudulent Misrepresentation", en *The Journal of Interdisciplinary Economics*, vol. 19, pp. 83-96
- ZINGALES, L. (2004), "The costs and benefits of financial market regulation", en *ECGI Law Working Paper*, núm. 21, pp. 1-57.
- ZLOTNIKOVA, E. (2010), "The global dilemma in short selling regulation: IOSCO'S information disclosure proposals and the potential for regulatory arbitrage", en *Brooklyn Law Review*, vol. 35, pp. 965-996
- ZOELLER, C. M. (2009-2010), "Corporate scandals: Global recognition of securities regulation-how is China faring?", en *University of Toledo Law Review*, vol. 41, pp. 213-254
- ZOIDO MARTÍNEZ, A. J. (2002), "El papel del mercado bursátil en la expansión internacional de las empresas españolas", en *ICE*, núm. 799, pp. 31-40.
- ZORRILLA SALGADOR, J. P. (2004), "Gestión del riesgo de cambio (segunda parte)", en *Intangible Capital*, núm. 6, pp. 289-295
- ZUNZUNEGUI, F. (2005), *Derecho del mercado financiero*, 3ª ed., Madrid, Marcial Pons
- _____. (2008), "Bolsa y mercados financieros. Sobre la regulación internacional del mercado financiero tras la crisis subprime", en *RCE*, núm. 93, pp. 83-105.
- _____. (2008), *Ley del mercado de valores: concordancias, jurisprudencia y comentarios*, 3ª ed., Madrid, Colex.

LEGISLACIÓN:

España:

- CNMV (2007), "Iniciativa contra el abuso de mercado. Primer borrador", pp. 1-30, disponible en: <http://www.cnmv.es/cnmvdia/debetes/AbusoMdo.pdf>
- CNMV (2009), *Perspectivas de los mercados de valores: supervisión y regulación*, Madrid, CNMV
- CNMV, Circular 1/2013, de 30 de enero, sobre comunicación de informaciones relativas a empresas de servicios de inversión y sus sociedades dominantes y a sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, disponible en: http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2013-1785
- CNMV, Circular 3/2007, de 19 de diciembre, sobre los Contratos de Liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado, disponible en: <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2008-521>
- CNMV, Circular 4/2009, de 4 de noviembre, sobre comunicación de información relevante, disponible en: <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2009-18005> (Derogada).
- CNMV, Criterios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre operaciones de colocación o compra de grandes paquetes accionariales, de 19 de diciembre de 2007, disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={9f9c94ab-62be-41cc-999c-1e06af8eb0ff}>
- CNMV, Criterios que la Comisión Nacional del Mercado de Valores recomienda sean observados por los emisores de valores y los intermediarios financieros que actúen por cuenta de los emisores de valores en su operativa discrecional de autocartera, de 18 de

- julio de 2013, disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/criteriosautocarera130718esp.pdf
- CNMV, Guía de actuación para la transmisión de información privilegiada a terceros, de 9 de marzo de 2009, disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={19d03546-7b54-47cf-8218-2c900045d84d}>
 - CNMV, Guía de criterios para la gestión de noticias y rumores difundidos sobre valores cotizados, de 23 de febrero de 2009, disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={22c86039-af04-46b7-b744-3db879e20c69}>
 - CNMV, Guía sobre la catalogación de instrumentos financieros como complejos o no complejos, de 15 de octubre de 2010, disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={85177436-5dfa-415a-8390-c860f30a68c5}>
 - CNMV, Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión, de 23 de diciembre de 2010, disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={37b59b8a-0e9c-45a8-9928-d7e1737bd747}>
 - CNMV, Recomendaciones sobre reuniones informativas con analistas, inversores institucionales y otros profesionales del mercado de valores, de 22 de diciembre de 2005, disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={0ad9252e-5b90-4eb8-853f-454e5cca92b6}>
 - Código Penal de España de 1848, disponible en: <http://bvrajyl.insde.es/i18n/consulta/registro.cmd?id=2541>
 - Código Penal de España de 1870, disponible en: http://sirio.ua.es/libros/BDerecho/codigo_penal/ima0132.htm
 - Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio, disponible en: http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-1967-11492
 - Decreto 3096/1973, de 14 de septiembre, por el que se publica el Código Penal, texto refundido conforme a la Ley 44/1971, de 15 de noviembre, disponible en: <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1973-1715>
 - Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio, disponible en: <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1964-7560>
 - FGE, Circular 1/2011, relativa a la responsabilidad penal de las personas jurídicas conforme a la reforma del código penal efectuada por ley orgánica número 5/2010, disponible en: http://www.fiscal.es/cs/Satellite?c=FG_Multimedia_FA&cid=1247140262302&pagename=PFiscal%2FFG_Multimedia_FA%2FFGE_fckDescarga
 - La Novísima Recopilación, disponible en: <http://bvpb.mcu.es/es/consulta/registro.cmd?id=403945> y <http://fama2.us.es/fde//ocr/2006/novisimaRecopilacionT4.pdf>
 - Las Siete Partidas de Alfonso X, disponibles en: http://bvpb.mcu.es/es/consulta/resultados_busqueda.cmd?posicion=10&forma=ficha&id=111 y <http://fama2.us.es/fde/lasSietePartidasEd1807T3.pdf>
 - Ley 12/2006, de 16 de mayo, disponible en: http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2006-8637
 - Ley 2/2011, de 4 de marzo, disponible en: http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2011-4117
 - Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, disponible en: <http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1988-18764>. La versión original se encuentra en: <http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1988-18764&b=152&tn=1&p=19880729#a80>
 - Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, disponible en: <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2011-13240>
 - Ley 26/2003, de 17 de julio, por la 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, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, disponible en: <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2003-14405>

- Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal, disponible en: <http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1991-628>
- Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, disponible en: <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1992-26318>
- Ley 37/1998, de 16 de noviembre, disponible en: http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-1998-26345
- Ley 44/2002, de 22 de noviembre, disponible en: http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2002-22807
- Ley 47/2007, de 19 de diciembre, disponible en: http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2007-21913
- Ley 6/2007, de 12 de abril, disponible en: http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2007-7787
- Ley 9/1991, de 22 de marzo, disponible en: http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-1991-7736
- Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1995-25444>
- Ley Orgánica 15/2003, de 25 de noviembre, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, disponible en: <http://www.boe.es/boe/dias/2003/11/26/pdfs/A41842-41875.pdf>
- Ley Orgánica 5/2010, de 22 de junio, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, disponible en: https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2010-9953
- Ley Orgánica 9/1991, de 22 de marzo, por la que se modifican los artículos 367, 368 y 390 del Código Penal y se introduce en él un nuevo capítulo acerca del tráfico de influencias (derogada), disponible en: <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1991-7735>
- Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, disponible en: <http://www.boe.es/boe/dias/2013/03/23/pdfs/BOE-A-2013-3212.pdf>
- Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio, por la que se desarrolla el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de información relevante, disponible en: <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2009-9109>.
- Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, disponible en: https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2005-18771.
- Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado, disponible en: <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2005-19251>
- Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea, disponible en: <http://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-18305>
- Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios (derogado), disponible en: <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1980-20198>
- Real Decreto 364/2007, de 16 de marzo, disponible en: <http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2007-5679>
- Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, (derogado) disponible en: http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-1993-13176. Establece en su anexo un Código general de conducta de los mercados de valores.

- Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil, disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1889-4763>
- Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-20555>
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, disponible en: <http://www.boe.es/buscar/pdf/2010/BOE-A-2010-10544-consolidado.pdf>

Estados Unidos y Reino Unido:

- Act to restrain the Number and ill Practice of Brokers and Stock-Jobbers, disponible en: <http://www.british-history.ac.uk/report.aspx?compid=46880>
- Act to restraine the Number and ill Practice of Brokers and Stock-Jobbers. [Chapter XXXII. Rot. Parl. 8 & 9 Gul. III. p.11.nu.1.], disponible en: <http://www.british-history.ac.uk/report.aspx?compid=46880>.
- City Code on Takeovers and Mergers, disponible en: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>
- Code of Business Sourcebook (COBS), disponible en: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/COBS>
- Code on takeovers and mergers, disponible en: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>
- Companies Act de 2006, disponible en: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf
- Company Securities (Insider Dealing) Act de 1985, disponible en: <http://www.legislation.gov.uk/>
- Conduct of Business, disponible en: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/hb-releases/rel70/rel70cob.pdf>
- Credit Rating Agency Reform Act de 2006, disponible en: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-109s3850enr/pdf/BILLS-109s3850enr.pdf>
- Criminal Justice Act de 1993, disponible en: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1993/36/enacted/data.pdf>
- Disclosure Rules and Transparency Rules (DTR), disponible en: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DTR/2>
- Dispute Resolution Complaints, disponible en: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DISP>
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010, disponible en <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>.
- Final Rule: Amendments to Regulation SHO, Securities and Exchange Commission, 26 de febrero de 2010, disponible en: <http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-61595.pdf>
- Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading, Securities and Exchange Commission, 15 de agosto de 2000, disponible en: <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>
- Financial Services Act 2012, disponible en: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/21>
- Financial Services and Markets Act de 2000 (Market Abuse) Regulations 2005, disponible en: <http://www.legislation.gov.uk/uksi/2005/381/contents/made>
- Financial Services and Markets Act de 2000, disponible en: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>
- Financial Services and Markets Bill, disponible en: <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm199900/cmbills/001/2000001.htm#aofs>
- Fraud Investment Act de 1958, disponible en: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1958/45/pdfs/ukpga_19580045_en.pdf
- FSA's Handbook, disponible en: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook>
- Larceny Act de 1861, disponible en: <http://books.google.es/books?id=HMw0AAAAIAAJ&pg=PA116&dq=&hl=es#v=onepage&q&f=false>

- Misrepresentation Act 1967, disponible en: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1967/7/data.pdf>
- Rule 10b-21, Naked short selling anti-fraud rule, Securities and Exchange Commission, 14 de octubre de 2008, disponible en: <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58774.pdf> y <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58774.pdf>
- Rule 14e-3 - Transactions in securities on the basis of material, nonpublic information in the context of tender offers, disponible en: <http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr&rgn=div5&view=text&node=17:3.0.1.1.1&idno=17#17:3.0.1.1.1.2.83.243>
- Rule 203 - Locate and Delivery Requirements for Short Sales, Securities and Exchange Commission, 28 de Julio de 2004, disponible en: <http://www.sec.gov/rules/final/34-50103.htm>
- Securities Act de 1933
- Securities and Exchange Act de 1934
- The Companies Act de 1989, disponible en: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1989/40/contents/enacted>
- The Electronic Code of Federal Regulations (e-CFR), disponible en: <http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr&tpl=%2Findex.tpl>
- The Financial Services Act de 1986, disponible en: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/60/contents/enacted>
- The Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001, disponible en: <http://www.legislation.gov.uk/uksi/2001/1335/contents/made>
- The Financial Services and Markets Act 2000 (Liability of Issuers) Regulations 2010, disponible en: http://www.legislation.gov.uk/uksi/2010/1192/pdfs/uksi_20101192_en.pdf
- The Financial Services and Markets Act 2000 (Rights of Action) Regulations 2001, disponible en : http://www.legislation.gov.uk/uksi/2001/2256/pdfs/uksi_20012256_en.pdf
- The Insider Trading Proscriptions Act of 1987: hearing before the Subcommittee on Securities of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundredth Congress, first session, on S. 1380, December 15 of 1987, disponible en: <https://archive.org/stream/insidertradingp00secugooq#page/n10/mode/2up>
- The Stock Act (Stop Trading on Congressional Knowledge Act) of 2012, disponible en: <https://www.govtrack.us/congress/bills/112/s2038/text>
- The Uniform Securities Act de 2002, disponible en: <http://www.law.upenn.edu/bll/ulc/securities/2002final.htm>
- UKLA's Listing Rules, disponibles en: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR> y http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/listing_rules.pdf

Nivel comunitario y otros:

- Acuerdo Institucional del Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión "Legislar mejor" (2003/C 321/01) DOUE C321, de 31 de diciembre de 2003, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2003:321:0001:0001:ES:PDF>
- CESR's Report to the European Commission on the compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code, de diciembre de 2006, CESR/06-545, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/report_en.pdf
- CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and The role of credit rating agencies in structured finance, de mayo de 2008, CESR/08-277, disponible en: http://www.esma.europa.eu/system/files/CESR_08_277.pdf
- Convention on Insider Trading and Protocol to the Convention on Insider Trading, signed on April 20 of 1989, disponible en: <http://conventions.coe.int/Treaty/EN/Reports/Html/130.htm>
- Council Decision (1999/468/EC) laying down the procedures for the exercise of implementing powers conferred on the Commission, 28 de junio de 1999, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:1999:184:0023:0023:EN:PDF>
- Decisión 2001/527/CE de la Comisión, de 6 de junio de 2001, por la que se crea el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores (Texto pertinente a efectos del EEE) [notificada con el número C(2001) 1501], disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32001D0527:ES:HTML>

- Decisión 2001/528/CE de la Comisión, de 6 de junio de 2001, por la que se establece el Comité europeo de valores (Texto pertinente a efectos del EEE) [notificada con el número C(2001) 1493], disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32001D0528:ES:HTML>
- Decisión 2004/8/CE de la Comisión, de 5 de noviembre de 2003, por la que se modifica la Decisión 2001/528/CE por la que se establece el Comité europeo de valores (Texto pertinente a efectos del EEE), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004D0008:ES:HTML>
- Decisión 2009/77/CE de la Comisión, de 23 de enero de 2009, por la que se crea el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores, disponible en: <http://www.normativafinanciera.com/normafin/normafin.nsf/2e1295f28ac80012c125659100342786/0a3cfc8c3eb7abb3c125754d00280f4c?OpenDocument>
- Decisión de la Comisión, de 22 de diciembre de 2008, sobre la petición del Reino Unido de aceptar el Reglamento (CE) n.º. 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I) [notificada con el número C(2008) 8554], disponible en: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2009.010.01.0022.01.SPA
- Directiva 1999/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de mayo, por la que se modifica la Directiva 85/374/CEE del Consejo relativa a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros en materia de responsabilidad por los daños causados por productos defectuosos, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31999L0034:ES:HTML>
- Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, disponible en: <http://www.boe.es/doue/2000/126/L00001-00059.pdf>
- Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX:02001L0034-20070120&qid=1400439483326>
- Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003L0124:ES:HTML>
- Directiva 2003/125/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003L0125:ES:HTML>
- Directiva 2003/6/CE del Parlamento europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003L0006:ES:NOT>. La versión consolidada puede consultarse en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?qid=1400452622933&uri=CELEX:02003L0006-20110104>
- 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 mobiliarios y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:02003L0071-20131126>
- Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:02004L0025-20090420>
- 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 modifica la Directiva 2001/34/CE, disponible en: http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_s

ervices_transactions_in_securities/l22022_es.htm. La versión consolidada está en: [http://eur-](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2004L0109:20110104:ES:PDF)

- lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2004L0109:20110104:ES:PDF
- Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0039:ES:NOT> y http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm.
- Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004, a efectos de aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas [...], disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0072:ES:HTML>
- Directiva 2005/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo, relativa a las prácticas comerciales desleales de las empresas en sus relaciones con los consumidores en el mercado interior, que modifica la Directiva 84/450/CEE del Consejo, las Directivas 97/7/CE, 98/27/CE y 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y el Reglamento (CE) n° 2006/2004 del Parlamento Europeo y del Consejo («Directiva sobre las prácticas comerciales desleales») (Texto pertinente a efectos del EEE), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32005L0029:ES:HTML>
- Directiva 2007/14/CE de la Comisión, de 8 de marzo de 2007, por la que se establecen disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109/CE 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, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32007L0014:ES:HTML>.
- Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, disponible en: http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_transactions_in_securities/l33285_es.htm
- Directiva 2008/22/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2008, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE 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, por lo que se refiere a las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex:32008L0022>
- Directiva 2008/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2008, por la que se modifica la Directiva 2003/6/CE, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), en lo que respecta a las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32008L0026:es:NOT>
- Directiva 2010/73/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y la Directiva 2004/109/CE 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, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:327:0001:01:ES:HTML>
- Directiva 2010/78/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las Directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) y la Autoridad Europea de

- Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32010L0078:ES:NOT>
- Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º. 1060/2009 y (UE) n.º. 1095/2010, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:174:0001:0073:ES:PDF>
 - Directiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013, por la que se modifican la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo 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, la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, y la Directiva 2007/14/CE de la Comisión por la que se establecen disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109/CE Texto pertinente a efectos del EEE, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex:32013L0050>
 - Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (directiva sobre abuso de mercado), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0057&from=ES>
 - Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (refundición), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=ES>
 - Directiva 85/374/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de julio, relativa a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros en materia de responsabilidad por los daños causados por productos defectuosos, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1985L0374:19990604:ES:PDF>
 - Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), disponible en: http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=es&type_doc=Directive&an_doc=1985&nu_doc=611
 - Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0592:ES:HTML>
 - Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0022:ES:HTML>
 - Directiva 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0006:EN:HTML> (derogada)
 - Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 3 de marzo de 1997 relativa a los sistemas de indemnización de los inversores, disponible en: http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_transactions_in_securities/l24038a_es.htm y <http://eur-lex.europa.eu/Notice.do?val=218499:cs&lang=es&list=218502:cs,218495:cs,218506:cs,218505:cs,218499:cs,218501:cs,218500:cs,218498:cs,218494:cs,218492:cs,&pos=5&page=12&nbl=127&pgs=10&hwords=&checktexte=checkbox&visu=#texte>
 - Directiva 98/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de junio de 1998, por la que se modifica la Directiva 93/6/CEE del Consejo sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:1998:204:0013:0025:EN:PDF>
 - ESME's report to the European Commission on Role of Credit Rating Agencies, de junio de 2008, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/report_040608_en.pdf

- IIROC (2013), “Guidance on Certain Manipulative and Deceptive Trading Practices”, *Rules Notice. Guidance Note*, publicado el 14 de febrero de 2013, pp. 1-9, disponible en: http://www.iiroc.ca/Documents/2013/02a24cf0-770e-4d23-8d32-e46c4cda32c1_en.pdf
- IOSCO (2003), Statement of principles regarding the activities of credit rating agencies. A statement of the technical committee of the international organization of securities commissions, disponible en: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>
- IOSCO (2004), Code of conduct fundamentals for credit rating agencies, disponible en: <http://www.eesc.europa.eu/self-and-coregulation/documents/codes/private/065-private-act.pdf>
- IOSCO (2009), Final report on regulation of short selling, disponible en: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf>
- IOSCO (2010), Objectives and principles of securities regulation, disponible en: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>
- IWG, Generally Accepted Principles and Practices for Sovereign Wealth Funds (GAPP), de octubre de 2008, disponible en: <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>
- Ley del Mercado de Valores de México, disponible en: <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf>
- Loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970 portant modification de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales et de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 instituant l'Autorité des marchés financiers et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse, disponible en: http://www.legifrance.gouv.fr/jopdf/common/jo_pdf.jsp?numJO=0&dateJO=19701224&pageDebut=11891&pageFin=&pageCourante=11891
- Modificación de la propuesta de Directiva del Consejo sobre coordinación de las regulaciones relativas a las operaciones de iniciados, COM(88) 549 final - SYN 85, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:1988:277:0013:0017:ES:PDF>
- Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), COM(1999)232, del 11 de mayo de 1999, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_es.pdf y http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/l24210_es.htm
- Plan de acción sobre el capital riesgo (PACR), Comunicación de la Comisión, de 31 de marzo de 1998, disponible en: http://europa.eu/legislation_summaries/employment_and_social_policy/job_creation_measures/l24195_es.htm
- Posición común (CE) n° 50/2002, de 19 de julio de 2002, aprobada por el Consejo de conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 251 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, con vistas a la adopción de una Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52002AG0050:ES:HTML>
- Principles of European Law on Non-Contractual Liability Arising out of Damage Caused to another (PEL Liab.Dam.), disponible en: http://www.sgecc.net/pages/en/texts/index.draft_articles.htm
- Principles of European Tort Law (PETL), disponible en: <http://civil.udg.edu/php//index.php?id=129>
- Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council, on the fight against fraud to the Union's financial interests by means of criminal law, COM(2012) 363 final, 2012/0193 (COD), {SWD(2012) 195 final}, {SWD(2012) 196 final}, del 11 de julio de 2012, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0363:FIN:EN:PDF>
- Propuesta de Directiva del Consejo sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones de iniciados, COM(87) 111 final, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:1987:153:0008:0010:ES:PDF> y <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:1987:153:0008:0010:EN:PDF>. Todo el

proceso de adopción de esta Directiva puede consultarse en: http://ec.europa.eu/prelex/detail_dossier_real.cfm?CL=en&DosId=113831

- Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado, del 20 de octubre de 2011, COM(2011) 654 final, 2011/0297 (COD), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0654:FIN:es:PDF>. El trámite legislativo de esta propuesta puede consultarse en: http://ec.europa.eu/prelex/detail_dossier_real.cfm?CL=es&DosId=200939
- Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), COM(2001) 281 final, 2001/0118 (COD), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2001:0281:FIN:ES:PDF>
- Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, del 25 de octubre de 2011, por la que se modifican la Directiva 2004/109/CE, 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 la Directiva 2007/14/CE de la Comisión, {SEC(2011) 1279 final}, {SEC(2011) 1280 final}, COM(2011) 683 final, 2011/0307 (COD), disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_es.pdf
- Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, del 20 de octubre de 2011, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (Refundición), COM(2011) 656 final, 2011/0298 (COD), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0656:FIN:es:PDF> y http://ec.europa.eu/prelex/detail_dossier_real.cfm?CL=es&DosId=200940.
- Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado), del 20 de octubre de 2011, COM(2011) 651 final, 2011/0295 (COD), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0651:FIN:ES:PDF>. El trámite legislativo de esta propuesta puede consultarse en: http://ec.europa.eu/prelex/detail_dossier_real.cfm?CL=es&DosId=200937.
- Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y los contratos financieros, COM/2013/0641 final, 2013/0314 (COD), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2013:0641:FIN:ES:HTML>
- Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo, del 20 de octubre de 2011, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento [EMIR] relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, COM(2011) 652 final, 2011/0296 (COD), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0652:FIN:ES:PDF>
- Propuesta modificada de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada (presentada de conformidad con el artículo 293, apartado 2, del TFUE) , COM(2012) 420 final, 2011/0297 (COD), del 25 de julio de 2012, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0420:FIN:ES:PDF>
- Propuesta modificada de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado), del 25 de julio de 2012, COM(2012) 421 final, 2011/0295 (COD), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0421:FIN:ES:PDF>
- Recomendación para la segunda lectura respecto de la Posición común del Consejo con vistas a la adopción de la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (9359/6/2002 - C5-0384/2002 - 2001/0118(COD)), disponible en: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A5-2002-0343+0+DOC+PDF+V0//ES>

- Recommendation AMF n° 2010-07. Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotées, disponible en : http://www.amf-france.org/documents/general/9673_1.pdf
- Reglamento (CE) n° 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/Notice.do?val=287285:cs&lang=es&list=287285:cs,&pos=1&page=1&nbl=1&pgs=10&hwords=2273%202003~>
- Reglamento (CE) n° 44/2001 del Consejo, de 22 de diciembre de 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX:32001R0044&qid=1401515023469>. Este Reglamento fue derogado por el Reglamento (UE) n° 1215/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2012, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?qid=1401515411579&uri=CELEX:32012R1215>
- Reglamento (CE) n° 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre, sobre las agencias de calificación crediticia, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2009R1060:20110721:ES:PDF>
- Reglamento (CE) n° 593/2008, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de junio de 2008, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX:32008R0593&qid=1401390002835>
- Reglamento (CE) n° 864/2007, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, relativo a la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX:32007R0864&qid=1401390256861>
- Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596&from=ES>.
- Reglamento (UE) n° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) no 648/2012, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0600&from=ES>
- Reglamento (UE) n° 1031/2010 de la Comisión, de 12 de noviembre de 2010, sobre el calendario, la gestión y otros aspectos de las subastas de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero con arreglo a la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad, la versión consolidada se encuentra disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2010R1031:20121110:ES:PDF>
- Reglamento (UE) n° 236/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:086:0001:0024:es:PDF>
- Reglamento (UE) n° 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:145:0030:0056:ES:PDF>
- Reglamento (UE) n° 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:201:0001:0059:ES:PDF>

- Reglamento (UE) No. 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:0084:0119:EN:PDF>
- Reglamento de Ejecución (UE) n° 447/2013 de la Comisión, de 15 de mayo, por el que se establece el procedimiento aplicable a los GFIA que opten por acogerse a la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:132:0001:01:ES:HTML>
- Reglamento de Ejecución (UE) n° 448/2013 de la Comisión, de 15 de mayo, por el que se establece el procedimiento para determinar el Estado miembro de referencia de un GFIA de fuera de la UE conforme a la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:132:0003:01:ES:HTML>
- Reglamento Delegado (UE) n° 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:083:0001:0095:ES:PDF>
- Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, Livre VI - Abus de marché: opérations d'initiés et manipulations de marché, disponible en: http://www.amf-france.org/documents/general/7758_1.pdf
- Regulation (EU) of the European Parliament and of the Council, on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, disponible en: <http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&t=PDF&gc=true&sc=false&f=ST%206406%202014%20ADD%201> (El texto definitivo fue aprobado el 17 de febrero de 2014, está pendiente de publicación).
- Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 10 de septiembre de 2013, sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado) (COM(2011)0651 – C7-0360/2011 – 2011/0295(COD)), disponible en: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2013-0342+0+DOC+XML+V0//ES#BKMD-13>
- Resolution of the European Council on more effective securities market regulation, 23 de marzo de 2001, disponible en: <http://www.esma.europa.eu/system/files/ResolutionStockholm.pdf>
- Single European Act / Acta Única Europea de 1986, disponible en: http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documents/treaties/singleeuropeanact.pdf

DECISIONES JUDICIALES Y ADMINISTRATIVAS:

España:

- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 1ª, del 7 de marzo de 1994, Recurso núm.: 131/93, Ponente: Juan Antonio Rossignoli, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-administrativo, Sección 2ª, del 19 de julio de 2007, Recurso núm.: 589/2004, Ponente: Jesús M. Calderón González, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 1 de abril de 1998, Recurso núm.: 605/1994, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 10 de junio de 2009, Recurso núm.: 323/2008, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 11 de junio de 2012, Recurso núm.: 408/2011, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: www.cnmv.es

- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 12 de noviembre de 1997, Recurso núm.: 580/1994, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 12 de noviembre de 1997, Recurso núm.: 582/1994, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 12 de marzo de 1998, Recurso núm.: 914/1994, Ponente: José Guerrero Zaplana, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 12 de abril de 2002, Recurso núm.: 43/1999, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 13 de abril de 2011, Recurso núm.: 1/2010, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 14 de abril de 1997, Recurso núm.: 1807/1993, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 14 de marzo de 2005, Recurso núm.: 379/2002, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 16 de abril de 1997, Recurso núm.: 1788/1993, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 16 de diciembre de 1996, Recurso núm.: 1790/1993, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 17 de octubre de 2002, Recurso núm.: 543/1999, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-administrativo, Sección 6ª, del 17 de marzo de 2006, Recurso núm.: 599/2004, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- SAN, Sala de lo Contencioso-administrativo, Sección 6ª, del 17 de marzo de 2006, Recurso núm.: 601/2004, Ponente: María A. Salvo Tambo, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- SAN, Sala de lo Contencioso-administrativo, Sección 6ª, del 17 de julio de 2008, Recurso núm.: 176/2005, Ponente: Lucía Acín Aguado, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 17 de junio de 2008, Recurso núm.: 346/2005, Ponente: Lucía Acín Aguado, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 2 de octubre de 2002, Recurso núm.: 302/1999, Ponente: José María del Riego Valledor, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 2 de diciembre de 1997, Recurso núm.: 687/1994, Ponente: Fernando Delgado Rodríguez, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 20 de noviembre de 2006, Recurso núm.: 217/2006, Ponente: María Asunción Salvo Tambo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 21 de octubre de 1997, Recurso núm.: 1592/1993, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 21 de junio de 2011, Recurso núm.: 548/2010, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 24 de febrero de 1997, Recurso núm.: 1586/1993, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-administrativo, Sección 6ª, del 24 de enero de 2006, Recurso núm.: 447/2004, Ponente: María A. Salvo Tambo, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>

- SAN, Sala de lo Contencioso-administrativo, Sección 6ª, del 25 de mayo de 2010, Recurso núm.: 398/2009, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 25 de noviembre de 1996, Recurso núm.: 346/1994, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 25 de noviembre de 2002, Recurso núm.: 623/1999, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 27 de enero de 2014, Recurso núm.: 266/2012, Ponente: Lucía Acín Aguado, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 29 de septiembre de 1997, Recurso núm.: 1785/1993, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 29 de septiembre de 1997, Recurso núm.: 1853/1993, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 29 de septiembre de 1997, Recurso núm.: 1780/1993, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 29 de junio de 2001, Recurso núm.: 37/1999, Ponente: Fernando Delgado Rodríguez, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 3 de febrero de 2014, Recurso núm.: 103/2013, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 4 de diciembre de 2012, Recurso núm.: 56/2012, Ponente: D.ª Lucía Acín Aguado, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 4 de junio de 1997, Recurso núm.: 2124/1992, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 4 de julio de 2001, Recurso núm.: 39/1999, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 5 de julio de 2002, Recurso núm.: 125/1999, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 5 de abril de 2006, Recurso núm.: 567/2004, Ponente: María Asunción Salvo Tambo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 5 de marzo de 2009, Recurso núm.: 238/2008, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 6 de abril de 2006, Recurso núm.: 44/2004, Ponente: José María del Riego Valledor, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 7 de mayo de 1997, Recurso núm.: 868/1993, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 7 de mayo de 1997, Recurso núm.: 1598/1993, Ponente: Mercedes Pedraz Calvo, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 7 de octubre de 2002, Recurso núm.: 493/1999, Ponente: Concepción Mónica Montero Elena, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª, del 8 de octubre de 2003, Recurso núm.: 377/2002, Ponente: Margarita Robles Fernández, disponible en: www.cnmv.es
- SAN, Sala de lo Penal, Sección 1ª, del 23 de junio de 2006, Recurso núm.: 11/2004, Ponente: Manuela F. Fernández Prado, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- SAN, Sala de lo Penal, Sección 1ª, del 31 de marzo de 2000, Recurso núm.: 8/1997, Ponente: José A. Choclán Montalvo, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- SAN, Sala de lo Penal, Sección 4ª, del 25 de marzo de 2008, Proc. 12/2006, Ponente: Juan F. Martel Rivero, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>

- SAN, Sala lo Penal, Sección 1ª, de 16 de marzo de 2004, Proc. 5/2002, Recurso núm.: 5/2002, Ponente: Manuela F. Fernández Prado, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- SAP de Girona, Sección 1ª, del 27 de julio de 2011, Recurso núm.: 210/2011, Ponente: María I. Soler Navarro, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- SAP de Madrid, Sección 17ª, del 17 de julio de 2009, Proc. núm.: 25/2008, Ponente: José L. Sánchez Trujillano, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- STC, Sala Primera, Sentencia 15/1993, de 18 de enero de 1993, Recurso de amparo núm.: 1.681/89, disponible en: <http://hj.tribunalconstitucional.es/HJ/ca-ES/Resolucion/Show/SENTENCIA/1993/15#ficha-tecnica>
- STS, Sala de lo Contencioso-Administrativo, del 28 de enero de 2013, Recurso de casación núm.: 2513/2009, Ponente: Manuel Campos Sánchez-Bordona, disponible en: http://www.iustel.com/diario_del_derecho/noticia.asp?ref_iustel=1113060
- STS, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª, del 10 de marzo de 2003, Recurso núm.: 10427/1997, Ponente: Fernando Ledesma Bartret, disponible en: www.cnmv.es
- STS, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª, del 11 de abril de 2003, Recurso núm.: 1861/1998, Ponente: Oscar González González, disponible en: www.cnmv.es
- STS, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª, del 27 de septiembre de 2011, Recurso núm.: 418/2009, Ponente: José Manuel Bandrés Sánchez-Cruzat, disponible en: www.cnmv.es
- STS, Sala de lo Contencioso-administrativo, Sección 3ª, del 29 de mayo de 2003, Recurso núm.: 6376/1998, Ponente: Manuel Campos Sánchez-Bordona, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- STS, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª, del 31 de marzo de 2003, Recurso núm.: 104267/1997, Ponente: Francisco Trujillo Mamely, disponible en: www.cnmv.es
- STS, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª, del 31 de marzo de 2004, Recurso núm.: número 118/1997, disponible en: <http://vlex.com/vid/16778317>
- STS, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 9ª, del 22 de septiembre de 1998, Recurso núm.: 2055/1993, Ponente: Fernando Ortiz Montoya, disponible en: www.cnmv.es
- STS, Sala Segunda de lo Penal, del 13 de octubre de 2009, Recurso núm.: 10773/2008, Ponente: Perfecto A. Andrés Ibáñez, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- STS, Sala Segunda, de lo Penal, del 30 de abril de 2003, Recurso núm.: 4145/2000, Ponente: Carlos Granados Pérez, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- STS, Sala Tercera de lo Contencioso-administrativo, Sección 3ª, del 31 de diciembre de 2002, Recurso núm.: 2848/1997, Ponente: Manuel Campos Sánchez-Bordona, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- STS, Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sección 3ª, del 11 de octubre de 2006, Recurso núm.: 10103/2003, Ponente: José M. Bandrés Sánchez-Cruzat, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- STS, Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sección 3ª, del 3 de marzo de 2003, Recurso de casación núm.: 6481/1997, Ponente: Segundo Menéndez Pérez, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- STS, Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sección 3ª, del 10 de marzo de 2003, Recurso núm.: 9711/1997, Ponente: Manuel Campos Sánchez-Bordona, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>
- STS, Sala Tercera, de lo Contencioso-administrativo, Sección 4ª, del 19 de abril de 2011, Recurso de casación núm.: 5756/2006, Ponente: Segundo Menéndez Pérez, disponible en: <http://www.bosch-online.net/content/Inicio.aspx>

Tribunal de Justicia de la Unión Europea (<http://curia.europa.eu/>) y Tribunal Europeo de Derechos humanos:

- Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala), de 15 de marzo de 2011, asunto C-29/10. Y, conclusiones de la Abogada General Trstenjak, del 16 de diciembre de 2010.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala), de 19 de julio de 2012, asunto C-154/11. Y, conclusiones del Abogado General Mengozzi, del 24 de mayo de 2012
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala), de 22 de noviembre de 2005, asunto C-384/02. Y, conclusiones del Abogado General Poiares Maduro, del 25 de mayo de 2004.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala), de 25 de octubre de 2011, asuntos C-509/09 y C-161/10. Y, conclusiones del Abogado General Cruz Villalón, del 29 de marzo de 2011.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala), de 6 de octubre de 2009, asunto C-133/08. Y, conclusiones del Abogado General Bot, del 19 de mayo de 2009.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala), de 7 de diciembre de 2010, asuntos C-585/08 y C-144/09. Y, conclusiones de la Abogada General Trstenjak, del 18 de mayo de 2010.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Cuarta), de 15 de diciembre de 2011, asunto C-384/10. Y, conclusiones del Abogado General Trstenjak, del 8 de septiembre de 2011.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Cuarta), de 16 de enero de 2014, asunto C-45/13.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Cuarta), de 17 de noviembre de 2011, asunto C-412/10. Y, conclusiones del Abogado General Mengozzi, del 6 de septiembre de 2011.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Cuarta), de 23 de abril de 2009, asunto C-533/07. Y, conclusiones del Abogado General Trstenjak, del 27 de enero de 2009.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Cuarta), de 3 de octubre de 2013, asunto C-170/12. Y, conclusiones del Abogado General Jääskinen, del 13 de junio de 2013.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Cuarta), de 6 de septiembre de 2012, asunto C-190/11. Y, conclusiones del Abogado General Cruz Villalón, del 24 de mayo de 2012.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Primera), de 14 de mayo de 2009, asunto C-180/06. Y, conclusiones del Abogado General Trstenjak, del 11 de septiembre de 2008.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Primera), de 16 de mayo de 2013, asunto C-228/11. Y, conclusiones del Abogado General Jääskinen, del 29 de noviembre de 2012.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Primera), de 19 de abril de 2012, asunto C-523/10. Y, conclusiones del Abogado General Cruz Villalón, del 16 de febrero de 2012.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Primera), de 19 de diciembre de 2013, asunto C-9/12. Y, conclusiones del Abogado General Jääskinen, del 25 de abril de 2013.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Primera), de 25 de octubre de 2012, asunto C-133/11. Y, conclusiones del Abogado General Jääskinen, del 19 de abril de 2012.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Primera), de 7 de febrero de 2013, asunto C-543/10. Y, conclusiones del Abogado General Jääskinen, del 18 de octubre de 2012.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Quinta), de 18 de julio de 2013, asunto C-147/12.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Segunda), de 22 de marzo de 2012, asunto C-248/11.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Segunda), de 24 de octubre de 2013, asunto C-22/12. Y, conclusiones del Abogado General Jääskinen, del 11 de julio de 2013, asuntos C-22/12 y C-277/12.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Segunda), de 24 de octubre de 2013 asunto C-277/12.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Segunda), de 28 de junio de 2012, asunto C-19/11. Y, conclusiones del Abogado General Mengozzi, del 21 de marzo de 2012.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Segunda), de 7 de julio de 2011, asunto C-445/09.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Séptima), de 13 de marzo de 2014, asunto C-548/12.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Sexta), de 3 de mayo de 2001, asunto C-28/99. Y, conclusiones del Abogado General Léger, del 12 de octubre de 2000.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Sexta), de 8 de octubre de 1987, asunto 80/86. Y, conclusiones del Abogado General Jean Mischo, del 17 de marzo de 1987.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera), de 10 de mayo de 2007, asunto C-391/04. Y, conclusiones del Abogado General Mengozzi, del 26 de octubre de 2006.

- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera), de 12 de septiembre de 2013, asunto C-64/12. Y, conclusiones del Abogado General Wahl, del 16 de abril de 2013.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera), de 13 de febrero de 2014, asunto C-479/12. Y, conclusiones del Abogado General Wathelet, del 5 de septiembre de 2013.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera), de 17 de octubre de 2013, asunto C-184/12. Y, conclusiones del Abogado General Wahl, del 15 de mayo de 2013.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera), de 17 de octubre de 2013, asunto C-218/12. Y, conclusiones del Abogado General Cruz Villalón, del 18 de julio de 2013.
- Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera), de 23 de diciembre de 2009, asunto C-45/08. Y, conclusiones del Abogado General Kokott, del 10 de septiembre de 2009.
- Sentencia del Tribunal Europeo de Derechos Humanos, del 17 de diciembre de 1996, asunto Saunders v. United Kingdom, núm. 19187/91, disponible en: [http://hudoc.echr.coe.int/sites/eng/pages/search.aspx?i=001-58009#{"itemid":\["001-58009"\]}](http://hudoc.echr.coe.int/sites/eng/pages/search.aspx?i=001-58009#{)

Estados Unidos y Reino Unido:

- *Affiliated Ute Citizens v. United States* (406 U.S. 128, 1972), disponible en: <http://caselaw.lp.findlaw.com/cgi-bin/getcase.pl?court=us&vol=406&invol=128>
- *Andre Jean Scerri v. FSA* (FIN/2009/0016, 2010), disponible en: http://www.tribunals.gov.uk/financeandtax/documents/decisions/andrewscerrioliver_v_fsa_0016.pdf
- *Anns v. Merton London Borough Council* (UKHL, AC 728, 1978), disponible en: <http://www.bailii.org/uk/cases/UKHL/1977/4.html>
- *Basic, et ál., v. Levinson, et ál.* (485 U.S. 224, 1988), disponible en: http://www.leagle.com/decision/1988709485US224_1696.xml/BASIC%20INC.%20v.%20LEVINSON
- *Blackie, et ál., v. Barrack, et ál.* (524 F.2d 891, 1975), disponible en: http://www.leagle.com/decision/19751415524F2d891_11270.xml/BLACKIE%20v.%20BARRACK
- *Bryan v. Brock & Blevins Co.* (343 F.Supp. 1062, 1972), disponible en: http://www.leagle.com/xmlResult.aspx?xmlDoc=19721405343FSupp1062_11219.xml&docbase=CSLWAR1-1950-1985
- *Buffalo Forge Co., et ál., v. Orden Corp., et ál.* (717 F.2d 757, 1983), disponible en: <http://openjurist.org/717/f2d/757/buffalo-forge-company-ii-v-ogden-corporation-r-j-w-w-r-s>
- *Cammer, et ál., v. Bloom, et ál.* (711 F.Supp. 1264, 1989), disponible en: http://www.leagle.com/decision/19891975711FSupp1264_11775.xml/CAMMER%20v.%20BLOOM
- *Caparo Industries plc v. Dickman, et ál.* (UKHL, 2 AC 605, 1990), disponible en: <http://www.bailii.org/uk/cases/UKHL/1990/2.html>
- *Calspers (California Public Employees' Retirement System) v. Nyse Inc. et ál.* (1:03-cv-09968, 2008).
- *CFTC v. Eagle Market Makers Inc.* (CFTC Docket No. 13-05, 2012), disponible en: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6416-12> y <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Irenforcementactions/documents/legalpleading/enfeaglemarketsorder112012.pdf>. La investigación de la CFTC sobre la manipulación de la plata puede consultarse en: http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@swaps/documents/dfsubmission/dfsubmission26_051811-449.pdf. Puede consultarse también los siguientes vínculos: http://www.youtube.com/watch?v=7hnlqE1_ZGU&feature=related y <http://etfdailynews.com/2012/08/07/u-s-intelligence-suspected-of-killing-cftc-silver-manipulation-case-against-jp-morgan-slv-agq-gld-jpm/>
- *Chris-Craft Industries Inc. (CCI) v. Piper Aircraft Corporation et ál.* (480 F.2d 341, 1973), disponible en: <http://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/480/341/32194/>
- *Cochran v. Channing Corporation* (211 F.Supp. 239, 1962), disponible en: http://www.leagle.com/xmlResult.aspx?xmlDoc=1962450211FSupp239_1412.xml&docbase=CSLWAR1-1950-1985

- Data Probe Acquisition Corp. y Data Probe, Inc., v. Datatab, inc. (568 F.Supp. 1538, 1983), et ál., disponible en: http://leagle.com/decision/19832106568FSupp1538_11867.xml/DATA%20PROBE%20ACQUISITION%20CORP.%20v.%20DATATAB,%20INC.
- DeMarco, et ál., v. Lehman Brothers, Inc., et ál. (309 F. Supp. 2d 631, 2004), disponible en: <https://www.courtlistener.com/nysd/cQTM/demarco-v-lehman-brothers-inc/>
- Derry v. Peek (LR 14 App Cas 337, 1889), disponible en : <http://faculty.law.ubc.ca/biukovic/supplements/Derry.htm>
- Dirks v. SEC (463 U.S. 646, 1983), disponible en: http://www.leagle.com/decision/19831109463US646_11090.xml/DIRKS%20v.%20SEC
- Doyle v. Olby (EWCA Civ 2, 1969), disponible en: <http://www.bailii.org/ew/cases/EWCA/Civ/1969/2.html>
- Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo (544 U.S. 336, 2005)
- Ernst & Ernst v. Hochfelder (425 U.S. 185, 1976), disponible en : <http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=us&vol=425&invol=185>
- FSA v. Einhorn (Decision Notice del 12 de enero de 2012), disponible en: <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/final/david-einhorn.pdf>
- FSA v. Harrison (Final Notice del 8 de septiembre de 2008), disponible en: http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/steven_harrison.pdf
- FSA v. McKegg y Taylor (Final Notice del 16 de octubre de 2008), disponibles en: http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/stewart_mckegg.pdf y http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/brian_taylor.pdf
- FSA v. Ralph y Boyen (Final Notice del 12 de noviembre de 2008), disponibles en: http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/richard_ralph.pdf y http://www.fsa.gov.uk/pubs/final/Filip_Boyen.pdf
- Hedley Byrne & Co Ltd v. Heller & Partners Ltd. (AC 465, 1964), disponible en: <http://www.bailii.org/uk/cases/UKHL/1963/4.html>
- Herpich v. Wallace (430 F.2d 792, 1970), disponible en: http://www.leagle.com/xmlResult.aspx?xmlDoc=19701222430F2d792_11077.xml&docbase=CSLWAR1-1950-1985
- Jabre v FSA (FIN 2006/0006), disponible en: http://www.tribunals.gov.uk/financeandtax/Documents/decisions/FSMTribunal/035_Philippe_Jabre_Oliver.pdf
- Kamen v. Lindly (94 Cal. App. 4th 197 [114 Cal. Rptr. 2d 127], 2001), disponible en: <http://law.justia.com/cases/california/caapp4th/94/197.html> y <http://caselaw.findlaw.com/ca-court-of-appeal/1072273.html>
- Kardon, et ál., v. National Gypsum Co., et ál. (73 F.Supp. 798, 1947), disponible en: http://www.leagle.com/decision/194787173FSupp798_1686.xml/KARDON%20v.%20NATIONAL%20GYPSUM%20CO.
- Lapin v. Goldman Sachs Group, Inc. (506 F. Supp. 2d 221, 2006), disponible en: <https://www.courtlistener.com/nysd/9tFv/lapin-v-goldman-sachs-group-inc/?>
- Lucia v. Prospect Street High Income Portfolio (769 F.Supp. 410, 1991), disponible en: http://www.leagle.com/xmlResult.aspx?xmlDoc=19911179769FSupp410_11080.xml&docbase=CSLWAR2-1986-2006
- Millowitz, et ál., v. Citigroup Global Markets, Inc., et ál. (Docket No. 06-3225-cv, 2008), disponible en: http://www.lawupdates.com/pdf/postings/securities/ln_re_Salomon_Analyst_Metromedia_Litigation.pdf
- Mobil Corp. v. Marathon Oil Co., et ál. (669 F.2d 366, 1981), disponible en: http://www.leagle.com/decision/19811035669F2d366_1974.xml/MOBIL%20CORP.%20v.%20MARATHON%20OIL%20CO
- Murphy v. Brentwood DC. (1 AC 398, 1991), disponible en: <http://www.bailii.org/uk/cases/UKHL/1991/2.html>
- Newby, et ál., v. Enron Corp., et al. (Case 4:01-cv-03624, 2008), disponible en : <http://www.law.du.edu/images/uploads/corporate-governance/sec-governance-newby-v-enron.pdf>

- Oscar Private Equity Investments, et ál., v. Allegiance Telecom, Inc., et ál. (487 F.3d 261, 2007), disponible en: http://www.leagle.com/decision/2007748487F3d261_1742.xml/OSCAR%20PRIVATE%20EQUITY%20INVESTMENTS%20v.%20ALLEGIANCE%20TELECOM
- Peil, et ál., v. Speiser, et ál. (806 F.2d 1154, 1986), disponible en: <http://openjurist.org/806/f2d/1154/peil-v-m-speiser-c-s-f>
- R. v Rigby, Bailey and Rowley (FSA/PN/091/2005), disponible en: <http://www.fsa.gov.uk/pages/library/communication/pr/2005/091.shtml>
- R. v. Clowes (2 All ER 316 1994), disponible en : <http://uniset.ca/microstates/clowes.html>
- R. v. Ghosh (EWCA Crim 2, 1982), disponible en : <http://www.bailii.org/ew/cases/EWCA/Crim/1982/2.html>
- Santa Fe Industries, Inc. v. Green (430 U.S. 462, 1977), disponible en: <http://caselaw.lp.findlaw.com/cgi-bin/getcase.pl?court=us&vol=430&invol=462>
- SEC v. Jon-Paul Rorech y Renato Negrin (Case 1:09-cv-04329-JGK-FM, 2010), disponible en: http://jenner.com/system/assets/assets/2503/original/SEC_v_Rorech.pdf?1319115911
- SEC v. Adelphia, et ál. (327 B.R. 143, 2005), disponible en: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17627.htm> y <http://www.sec.gov/litigation/complaints/complr17627.htm>.
- SEC v. Cady Roberts Co. (40 S.E.C. 907, 1961), disponible en : http://c0403731.cdn.cloudfiles.rackspacecloud.com/collection/papers/1960/1961_1108_CadyRoberts.pdf
- SEC v. Capital Gains Research Bureau Inc. et ál (375 U.S. 180, 1963), disponible en: <http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=US&vol=375&invol=180>
- SEC v. Cuban (Civil Action No. 3-08-CV-2050, 2013), disponible en: <http://www.sec.gov/litigation/briefs/2010/cubanbrief0410.pdf>.
- SEC v. Dorozhko (Case 1:07-cv-09606-NRB, 2010), disponible en : <http://www.law.du.edu/documents/corporate-governance/sec-and-governance/dorozhko/SEC-v-Dorozhko.pdf>
- SEC v. First Resource Group LLC y David H. Stern (Case 0:12-cv-60137, 2012), disponible en: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2012/comp22240.pdf>
- SEC v. Global Crossing, et ál. (File No. 3-11891, 2005), puede consultarse en: <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-51517.pdf>; <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr19179.htm> y <http://www.sec.gov/litigation/complaints/comp19179.pdf>.
- SEC v. Lund (570 F.Supp. 1397, 1983), disponible en: http://www.leagle.com/xmlResult.aspx?xmlDoc=19831967570FSupp1397_11777.xml&docbase=CSLWAR1-1950-1985
- SEC v. Moises Saba MASRI y Albert Meyer Sutton (523 F.Supp.2d 361, 2007), disponible en: http://www.leagle.com/xmlResult.aspx?page=1&xmlDoc=2007884523FSupp2d361_1862.xml&docbase=CSLWAR3-2007-CURR&SizeDisp=7
- SEC v. Raj Rajaratnam (Case 1:09-cv-08811-JSR, 2011), disponible en: <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-233.htm> y <http://es.scribd.com/doc/72097007/Judge-Rakoff-s-ruling-in-S-E-C-v-Raj-Rajaratnam> (decisión judicial). Puede consultarse también: <http://lawprofessors.typepad.com/files/2012.04.25-usao-merits-brief.pdf> y <http://www.law.du.edu/documents/corporate-governance/criminal/rajaratnam/Memorandum-and-Order-US-v-Rajaratnam-S1-09-CR-1184-SD-NY-August-16-2011.pdf> y <http://www.nylj.com/nylawyer/adgifs/decisions/120111raj2.pdf>
- SEC v. Rajat K. Gupta y Raj Rajaratnam (SEC No. 2013-128, Civil Action No. 11-CV-7566, 2013), disponible en: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2011/comp22140.pdf> (complaint)
- SEC v. SPECTRUM, LTD., et ál. (489 F.2d 535, 1973), disponible en: <http://openjurist.org/489/f2d/535/securities-and-exchange-commission-v-spectrum-ltd>

- SEC v. Switzer (590 F.Supp. 756, 1984), disponible en: http://www.leagle.com/xmlResult.aspx?xmlDoc=19841346590FSupp756_11244.xml&docbase=CSLWAR1-1950-1985
- SEC v. Thom Calandra (C :05 :00135 :JCS, 2005), disponible en : <http://www.sec.gov/litigation/complaints/comp19028.pdf>
- SEC v. Tyco (06 CV 2942, 2006), disponible en: <http://www.sec.gov/news/press/2006/2006-58.htm>, <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2006/comp19657.pdf> y <http://www.tycosecsettlement.com/notice.php>. En la investigación de este caso se inició a su vez una averiguación sobre la actuación de la SEC: <http://www.sec-oig.gov/Reports/OOI/2011/OIG-531%20%28redacted%29.pdf>
- SEC v. Worldcom (02 Civ. 4963, JSR, 2003), disponible en: <http://www.sec.gov/spotlight/worldcom.htm>
- Shapiro, et ál., v. Merrill Lynch, et ál. (353 F.Supp. 264, 1972), disponible en: http://leagle.com/decision/1972617353FSupp264_1577.xml/SHAPIRO%20v.%20MERRILL%20LYNCH,%20PIERCE,%20FENNER%20&%20SMITH%20INC.
- Smith New Court Securities v. Scrimgeour Vickers (AC 254, 1997), disponible en: <http://www.publications.parliament.uk/pa/ld199697/ldjudgmt/jd961121/smith01.htm>
- Speed v. Transamerica Corp. (99 F.Supp. 808, 1951), disponible en: http://www.leagle.com/xmlResult.aspx?page=3&xmlDoc=195190799FSupp808_1732.xml&docbase=CSLWAR1-1950-1985&SizeDisp=7
- Stormedia Incorporated et ál. v. Superior Court of Santa Clara County, Respondent: Sara Werczberger et ál. (84 Cal.Rptr.2d 843, 1999), disponible en: http://www.leagle.com/decision/199992784CalRptr2d843_1826
- Strong v. Repide (213 U.S. 419, 1909), disponible en: <http://caselaw.lp.findlaw.com/cgi-bin/getcase.pl?court=us&vol=213&invol=419>
- United States v. Chestman (947 F.2d 551, 1991), disponible en: <http://openjurist.org/947/f2d/551/united-states-v-chestman>
- United States v. Chiarella (445 U.S. 222, 1980), disponible en: <http://caselaw.lp.findlaw.com/cgi-bin/getcase.pl?court=us&vol=445&invol=222>
- United States v. Dixon (536 F.2d 1388, 1976), disponible en: <http://openjurist.org/536/f2d/1388/united-states-v-dixon>
- United States v. Libera (989 F.2d 596, 1993), disponible en: <http://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/989/596/461159/>
- United States v. O'Hagan (92 F.3d 612, 1996), disponible en: http://www.leagle.com/decision/199670492F3d612_1620.xml/U.S.%20v.%20O'HAGAN
- United States v. Peltz (433 F.2d 48, 1970), disponible en: <http://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/433/48/340265/>
- United States v. Tarallo (380 F.3d 1174, 2004), disponible en: <http://caselaw.findlaw.com/us-9th-circuit/1104836.html> y <http://openjurist.org/380/f3d/1174/united-states-v-tarallo>
- United States v. Whitman (NO. 12 CR. 125, JSR, 2012), disponible en: <http://www.leagle.com/decision/In%20FDCO%2020121114E69>
- US CFTC v. Barclays Bank PLC (CFTC Docket No. 12 – 25, 2012), disponible en : <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6289-12>
- US CFTC v. BP Products North America Inc. (Civil action No. 06-C-3503, 2007), disponible en: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr5193-06> y <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr5405-07>
- US CFTC v. Kevin McLaren y otro (CFTC Docket No. 13-22, 2007), disponible en: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfmclarenorder04292013.pdf>
- US CFTC v. Optiver Holding BV, et ál. (CFTC Docket No. 13-22, 2012), disponible en: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6239-12> y <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfoptiverorder041912.pdf>
- US CFTC v. Parnon Energy Inc., et ál. (11 Civ. 3543 WHP, 2012), disponible en: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6041-11> y

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Irenforcementactions/documents/legalpleading/enfpannoncomplaint052411.pdf>

- US CFTC v. UBS AG y otro (CFTC Docket No. 13-09, 2012), disponible en: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Irenforcementactions/documents/legalpleading/enfubsorder121912.pdf>
- US v. Rajat K. Gupta (11 Cr. 907, JSR, 2012), disponible en: <http://www.ft.com/cms/ad86526e-1e1d-11e2-8e1d-00144feabdc0.pdf>. El escrito de acusación puede ser consultado en: <http://www.ft.com/cms/4ba585be-ffe3-11e0-8441-00144feabdc0.pdf>
- Winterflood Securities Ltd et ál. v. FSA (EWCA Civ 423, 2010), disponible en: <http://www.bailii.org/ew/cases/EWCA/Civ/2010/423.html>. El estudio de este asunto puede complementarse también con las alegaciones de FSA, disponibles en: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/press/winterflood.pdf>.

DOCUMENTOS DE TRABAJO, INFORMES, DICTÁMENES, COMUNICACIONES Y RECOMENDACIONES A NIVEL COMUNITARIO E INTERNACIONAL:

- AA. VV. (2009), *Final Report of the Expert Panel on Securities Regulation, Creating an Advantage in Global Capital Market*, disponible en: http://www.expertpanel.ca/eng/documents/Expert_Panel_Final_Report_And_Recommendations.pdf
- CESR, A follow-up paper to CESR's first paper on market abuse. Measures to promote market integrity, (Ref: FESCO/00-96I), Ref. CESR/01-052h, febrero de 2002, disponible en: <http://www.esma.europa.eu/page/Market-abuse>
- CESR, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, Ref: CESR/02-089d, diciembre de 2002, disponible en: <http://www.esma.europa.eu/page/Market-abuse>
- CESR, CESR's Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive, Ref: CESR/03-212c, agosto de 2003, disponible en: <http://www.esma.europa.eu/page/Market-abuse>
- CESR, CESR's response to the Commission call for evidence on the review of the Market Abuse Directive, Ref.: CESR/09-635, 9 de julio de 2009, disponible en: <http://www.esma.europa.eu/page/Market-abuse>
- CESR, Consultation paper. CESR's Advice on possible Level 2 Implementing Measures, Ref: CESR/02.089b, julio de 2002, disponible en: <http://www.esma.europa.eu/page/Market-abuse>
- CESR, Executive summary to the report on administrative measures and sanctions as well as the criminal sanctions available in member states under the market abuse directive, Ref: CESR/08-099, (REF. CESR/07-693), febrero de 2008, disponible en: <http://www.esma.europa.eu/page/Market-abuse>
- CESR, Market Abuse Consultation. Feedback statement, Ref.: CESR/02-287b, diciembre de 2002, disponible en: <http://www.esma.europa.eu/page/Market-abuse>
- CESR, Market Abuse Directive. Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Ref: CESR/04-505b, disponible en: <http://www.esma.europa.eu/page/Market-abuse>
- CESR, Market Abuse Directive. Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Ref: CESR/06-562b, julio de 2007, disponible en: <http://www.esma.europa.eu/page/Market-abuse>
- CESR, Market Abuse Directive. Level 3 – third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Ref: CESR/09-219, 15 de mayo de 2009, disponible en: <http://www.esma.europa.eu/page/Market-abuse>
- CESR, Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD), Ref.: CESR/07-693, 17 de octubre de 2007, disponible en: <http://www.esma.europa.eu/page/Market-abuse>
- Commission Recommendation 77/534/EEC, concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities, del 25 de Julio de 1977, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31977H0534:EN:HTML>

- Commission Staff Working Document, The application of the Lamfalussy process to EU securities markets legislation, a preliminary assessment by the commission services, SEC(2004) 1459, 15 de noviembre de 2004, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/sec-2004-1459_en.pdf
- Commission Staff Working Paper, Impact assessment - Accompanying the document to the communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - Reinforcing sanctioning regimes in the financial services sector, COM(2010) 716 final, {SEC(2010) 1497 final}, del 8 de diciembre de 2010, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/sanctions/impact_assesment_en.pdf
- Commission Staff Working Paper, Impact assessment - Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing market manipulation (market abuse) and the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation, {COM(2011) 651 final}, SEC(2011) 1217 final, {SEC(2011) 1218 final}, del 10 de octubre de 2011, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/SEC_2011_1217_en.pdf
- Commission Staff Working Paper, Impact assessment - Accompanying document to the communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - Reinforcing sanctioning regimes in the financial services sector, COM(2010) 716 final, SEC(2010) 1497 final, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/sanctions/impact_assesment_en.pdf
- Communication from the Commission of the European Communities. The application of conduct of business rules under article 11 of the Investment Services Directive (93/22/EEC), del 16 de noviembre de 2000, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/2000/com-art11_en.pdf y <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/00/1314&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>
- Communication from the Commission on Credit Rating Agencies, del 11 de marzo de 2006, (2006/C 59/02), disponible en: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2006/c_059/c_05920060311en00020006.pdf
- Communication from the Commission to the European Parliament and the Council upgrading the Investment Services Directive (93/22/EEC), versión provisional, del 16 de noviembre de 2000, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/2000/com-provision_en.pdf
- Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, de 28 de abril de 2004, «Compensación y liquidación en la Unión Europea - El camino a seguir» [COM (2004) 312 final - no publicada en el Diario Oficial], disponible en: http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_transactions_in_securities/l32002_es.htm
- Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, de 21 de diciembre de 2007, Eliminación de obstáculos para las inversiones transfronterizas mediante fondos de capital riesgo, {SEC(2007)1719}, COM(2007) 853 final, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2007:0853:FIN:es:PDF>
- Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo con arreglo al párrafo segundo del apartado 2 del artículo 251 del Tratado CE acerca de la posición común del Consejo adoptada por el Consejo con vistas a la adopción de una Directiva del Parlamento Europeo y el Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado), SEC/2002/0889 final - COD 2001/0118, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52002SC0889:ES:HTML>
- Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, «Hacia una política de Derecho penal de la

UE: garantizar la aplicación efectiva de las políticas de la UE mediante el Derecho penal», COM/2011/0573 final, disponible: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0573:FIN:ES:HTML>

- Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al comité de las Regiones. Regímenes sancionadores más rigurosos en el sector de servicios financieros, COM(2010) 716 final, del 8 de diciembre de 2010, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/sanctions/COM_2010_0716_es.pdf
- Comunicación de la Comisión sobre el recurso al principio de precaución, del 2 de febrero, COM(2000) 1 final, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2000:0001:FIN:ES:PDF>
- Conclusiones del Consejo extraordinario de Lisboa, 23 y 24 de marzo de 2000, disponible en: http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_en.htm?textMode=on y http://europa.eu/legislation_summaries/education_training_youth/general_framework/c10241_es.htm
- Dictamen del Banco Central Europeo, de 22 de marzo de 2012, sobre i) la propuesta de directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo; ii) la propuesta de reglamento relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (EMIR) relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones; iii) la propuesta de directiva sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado, y iv) la propuesta de reglamento sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado), (CON/2012/21), (2012/C 161/03), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2012:161:0003:0022:ES:PDF>
- Dictamen del Banco Central Europeo, de 22 de noviembre de 2001, solicitado por el Consejo de la Unión Europea, acerca de una propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (CON/2001/38), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52001AB0038:ES:HTML>
- Dictamen del Banco Central Europeo, de 7 de enero de 2014, acerca de una propuesta de reglamento sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y los contratos financieros, (CON/2014/2), (2014/C 113/01), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014AB0002&rid=1>
- Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre el tema «Tendencias, estructuras y mecanismos institucionales de los mercados internacionales de capitales», (2003/C 61/18), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2003:061:0105:0113:ES:PDF>.
- Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la «Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo» (refundición), [COM(2011) 656 final — 2011/0298 (COD)] (2012/C 191/15), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2012:191:0080:0083:ES:PDF>
- Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la «Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado)» COM(2011) 651 final – 2011/0295 (COD) y la «Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las sanciones penales aplicables a las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado» COM(2011) 654 final – 2011/0297 (COD), del 28 de marzo de 2012, disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2012:181:0064:0067:ES:PDF>
- Dictamen del Comité Económico y Social sobre el tema "Tendencias, estructuras y mecanismos institucionales de los mercados internacionales de capitales" (2003/C 61/18), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2003:061:0105:0113:ES:PDF>

- Dictamen del Comité Económico y Social sobre la "Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)", (COM(2001) 281 final - 2001/0118 (COD)), disponible en: <http://eescopinions.eesc.europa.eu/eescopiniondocument.aspx?language=es&docnr=35&year=2002>
- Dictamen del Supervisor Europeo de Protección de Datos sobre las propuestas de la Comisión de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, (2012/C 147/01), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2012:147:0001:0014:ES:PDF>
- Dictamen sobre la propuesta de Directiva del Consejo sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones de iniciados, (88/C 35/10), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:1988:035:0022:0025:ES:PDF>
- ESMA, Final report Draft technical standards on the Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps, ESMA/2012/228, del 28 de marzo de 2012, disponible en: http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-228_0.pdf
- Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan, Final Report, prepared For the European Commission (Internal Market and Services DG), marzo de 2009, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/090707_economic_impact_en.pdf
- FESCO's consultative paper. Standards and rules for harmonizing core conduct of business rules for investor protection, disponible en: <http://www.esma.europa.eu/page/Market-abuse>
- FESCO's response to the call for views from the Securities Regulators under the EU's Action Plan for Financial Services, COM(1999)232, Ref.: Fesco/00-096I, disponible en: <http://www.esma.europa.eu/page/Market-abuse>
- Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets, del 15 de febrero de 2001, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf
- Final report of the Study on the quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets by London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting to the European Commission, noviembre de 2002, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/studies_en.htm
- Financial Services Action Plan, Forum Group on market manipulation, issues paper for the first meeting of the group, octubre de 1999, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm#forum
- Informe del 27 de febrero de 2002 sobre la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (Procedimiento Hughes) - Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (2001/0118(COD)), Final A5-0069/2002, disponible en: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A5-2002-0069+0+DOC+PDF+V0//ES>
- Informe del Grupo de Alto Nivel sobre la Supervisión Financiera en la UE, del 25 de febrero de 2009, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_es.pdf
- Informe relativo al Convenio sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales, elaborado por Mano Giuliano y Paul Lagarde (92/C327/01), disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:1992:327:FULL:ES:PDF>

- Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets, del 9 de noviembre de 2000, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/initial-report-wise-men_en.pdf
- Inter-Institutional Monitoring Group, First Interim Report Monitoring the New Process for Regulating Securities Markets in Europe (The Lamfalussy Process), mayo de 2003, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/monitoring/first-report/2003-05-monitoring_en.pdf
- La aplicación del Corpus Juris en los Estados miembros. Disposiciones penales para la protección de los intereses financieros de la Unión Europea, disponible en: http://ec.europa.eu/anti_fraud/documents/fwk-green-paper-corpus/corpus_juris_es.pdf
- Office of Inspector General. Evaluation of the SEC's Whistleblower Program, Report. No. 511, del 28 de enero de 2013, disponible en: <http://www.sec-ig.gov/Reports/AuditsInspections/2013/511.pdf>
- Principios de Derecho Europeo de los Contratos: http://frontpage.cbs.dk/law/commission_on_european_contract_law/PECL%20engelsk/engelsk_part1_og_II.htm
- Principios Unidroit de 2010 (Contratos comerciales internacionales), disponibles en: <http://www.unidroit.org/english/principles/contracts/principles2010/integralversionprinciples2010-e.pdf>
- Recomendaciones técnicas del CERV a la Comisión Europea en el contexto de la revisión de la Directiva MiFID — Intermediarios y protección de inversores, de 29 de julio de 2010, CESR/10-417, disponible en: http://www.esma.europa.eu/system/files/10_417.pdf
- Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, chaired by Jacques Larosière, 25 de febrero de 2009, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_es.pdf
- Research Paper 99/68 on Financial Services and Markets Bill - Bill 121 of 1998-99, disponible en: <http://www.parliament.uk/documents/commons/lib/research/rp99/rp99-068.pdf>
- Resolución del Parlamento Europeo, de 10 de mayo de 2012, con recomendaciones destinadas a la Comisión sobre la modificación del Reglamento (CE) nº 864/2007 relativo a la ley aplicable a las obligaciones extracontractuales (Roma II) (2009/2170(INI)), disponible en: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2012-0200&language=ES&ring=A7-2012-0152>
- Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 10 de septiembre de 2013, sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado) (COM(2011)0651 – C7-0360/2011 – 2011/0295(COD)), disponible en: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2013-0342+0+DOC+XML+V0//ES>
- Retail financial services: overcoming remaining barriers. A legal analysis, MARKT/C/PT, de 20 de marzo de 2000, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/forumgroups/obstacles1_en.pdf
- The Giovannini Group, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, noviembre de 2001, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf
- The Giovannini Group, Second Report on EU Clearing and Settlement, abril de 2003, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf

SITIOS WEB:

- AFME: <http://www.afme.eu/>
- AIAF: <http://www.aiaf.es/esp.aspx/Portadas/Home.aspx>
- AMF: <http://www.amf-france.org/>

- Asociación Española de Abogados Especializados en Responsabilidad Civil y Seguro: <http://www.asociacionabogadosrcs.org/>
- Biblioteca Digital de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación: <http://bvrajyl.insde.es/i18n/estaticos/contenido.cmd?pagina=estaticos/presentacion>
- BOE: http://www.boe.es/diario_boe/
- CCI / ICC: <http://www.iccwbo.org/>
- CE / EC: http://ec.europa.eu/index_en.htm (en particular: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm)
- CESE / EESC: <http://www.eesc.europa.eu/>
- CFA: <http://www.cfapubs.org/loi/ccb>
- Cinco Días: www.cincodias.com
- CNMV: <http://www.cnmv.es/index.htm>. En especial: <http://www.cnmv.es/portal/legislacion/LibroJurisprudencia/ArbolSentencias.aspx?id=2> y <http://www.cnmv.es/portalinversor/section.aspx?hid=186>
- CFTC: <http://www.cftc.gov/LawRegulation/index.htm> (en particular: <http://www.cftc.gov/LawRegulation/Enforcement/EnforcementArchive/index.htm>)
- CURIA: <http://curia.europa.eu/>
- ECGI: <http://www.ecgi.org/wp/index.php>
- ECTL: <http://www.egt1.org/>
- El País: www.elpais.com
- ESMA / AEVM: <http://www.esma.europa.eu/>
- EUR-LEX: http://eur-lex.europa.eu/RECH_menu.do
- FCA: <http://www.fca.org.uk/>
- FIMBRA: http://www.fimbra.org/#!/page_main
- Fondazione Giovanni Valcavi : <http://www.fondazionegiovannivalcavi.it/espanol/derecho-civil/textos-juridicos-de-derecho-civil.htm>
- FSA: <http://www.fsa.gov.uk/> (La FSA fue reemplazada por dos organismos : el FCA y el PRA)
- FSF: <http://www.financialstabilityboard.org/>
- Hedge fund fundamentals: <http://www.hedgefundfundamentals.com/>
- ICMA : <http://www.icmagroup.org/>
- IOSCO / OICV: <http://www.iosco.org/>
- ISDA: <http://www2.isda.org/>
- Leagle (jurisprudencia estadounidense): <http://www.leagle.com>
- Legislación del Reino Unido: <http://www.legislation.gov.uk/>
- Legislative Observatory of the European Parliament: <http://www.europarl.europa.eu/oeil/search/search.do?searchTab=y>
- MARKIT: <http://www.markit.com/en/>
- OECD: http://www.oecd.org/home/0,3675,en_2649_201185_1_1_1_1_1,00.html
- PE / EP: <http://www.europarl.europa.eu/>
- PRA : www.bankofengland.co.uk
- PROCON.ORG: <http://insidertrading.procon.org/>
- RAE: <http://www.rae.es/rae.html>
- SEC: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>
- Securities Law Home Page: <http://www.seclaw.com/Welcome.shtml>
- SIFMA: <http://www.sifma.org/>
- Study Group on a European Civil Code: <http://www.sgecc.net/>
- TEDH/ ECHR: http://www.echr.coe.int/ECHR/Homepage_EN
- The Internet and Online Trading: <http://www.sec.gov/investor/online.shtml>
- The Takeover Panel: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>
- UE: http://europa.eu/index_es.htm
- UKLA : <http://www.fsa.gov.uk/ukla/>
- UNIDROIT: <http://www.unidroit.org/>
- Uniform Laws : <http://www.uniformlaws.org/>

Noticias de prensa:

- (2003), “La CNMV ha impuesto sólo 14 sanciones por información privilegiada en nueve años”, en *Cinco Días*, publicado el 5 de febrero, disponible en: http://www.cincodias.com/articulo/gestion/cnmv-ha-impuesto-solo-sanciones-informacion-privilegiada-anos/20030205cdscdiges_1/
- AGENCIAS ROMA (2007), “La Bolsa de Milán aprueba su fusión con la de Londres”, en *El País*, publicado el 23 de junio, disponible en: http://elpais.com/diario/2007/06/23/economia/1182549604_850215.html
- BLACKHURST, C. (1995), “Public interest gag denied fair Guinness trial”, en *The Independent*, publicado el 28 de junio, disponible en: <http://www.independent.co.uk/news/uk/public-interest-gag-denied-fair-guinness-trial-1588651.html>
- DE BARRÓN, I. (2013), “La CNMV envía el caso Pescanova a la Fiscalía por información privilegiada”, en *El País*, publicado el 22 de abril, disponible en: http://economia.elpais.com/economia/2013/04/22/actualidad/1366635888_959716.html
- DE MIGUEL, B. (2006), “Los reguladores de la UE piden armonizar las penas por manipulación bursátil”, en *Cinco Días*, publicado el 25 de julio de 2006, disponible en: http://cincodias.com/cincodias/2006/07/25/mercados/1153921634_850215.html
- Declaración de Joaquín Almunia sobre la investigación de los CDS, publicada el 1º de julio de 2013, SPEECH/13/593, disponible en: http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-13-593_en.htm
- EUROPA PRESS (2011), “La CNMV analiza posible uso de información privilegiada en la fusión Popular-Pastor”, en *20minutos.es*, publicado el 18 de octubre, disponible en: <http://www.20minutos.es/noticia/1191861/0/>
- FERNÁNDEZ, D. (2012), “La CNMV critica la propuesta de Bruselas sobre la normativa de abuso de mercado”, en *El País*, publicado el 16 de marzo de 2012, disponible en: http://economia.elpais.com/economia/2012/03/16/actualidad/1331914187_256265.html
- FROST, G. (1992), “Blue Arrow trial labelled pounds 40m disaster”, en *The Independent*, publicado el 29 de julio, disponible en: <http://www.independent.co.uk/news/business/blue-arrow-trial-labelled-pounds-40m-disaster-1536262.html>
- LLORENTE, C. (2007), “La información privilegiada campa por la bolsa española”, en *El Mundo*, publicado el 28 de enero, disponible en: <http://www.elmundo.es/suplementos/nuevaeconomia/2007/357/1169938807.html>
- NIETO, A. B. (2005), “Los periodistas entran en el punto de mira de la SEC. Thom Calandra, multado por manipulación de valores”, en *Cinco Días*, publicado el 14 de enero de 2005, disponible en: http://cincodias.com/cincodias/2005/01/14/mercados/1105800433_850215.html
- RODRIGO PALACIOS, N. (2005), “La CNMV impone tres sanciones por manipular valores con autocartera”, en *Cinco Días*, publicado el 20 de julio, disponible en: http://cincodias.com/cincodias/2005/07/20/mercados/1121953633_850215.html
- ROSIQUE, C. (2009), “La CNMV pide ayuda. Los brókers incumplen la regla contra el abuso de mercado”, en *Expansión*, publicado el 30 de junio de 2009, disponible en: <http://www.expansion.com/2009/06/29/inversion/1246309731.html>
- SIMÓN, P. M. (2012), “La CNMV multa a un exconsejero de Zeltia por usar información privilegiada”, en *Cinco Días*, publicado el 9 de agosto de 2012, disponible en: http://www.cincodias.com/articulo/mercados/cnmv-multaxconsejero-zeltia-usar-informacion-privilegiada/20120809cdscdsmer_3/