

**LA REGULACIÓN DEL
ABUSO DE MERCADO
EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS**

Nuria Baena Tovar

Diciembre 2002

Dirección de Estudios
Comisión Nacional del Mercado de Valores
Monografías nº 1. 2002

Nuria Baena Tovar es Técnico de la Dirección de Estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y de su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección www.cnmv.es.

ISBN: 84-87870-32-5

Depósito legal: M-53.148-2002

Imprime: Sociedad Anónima de Fotocomposición
Talisio, 9. 28027 Madrid

RESUMEN

El funcionamiento eficiente de los mercados y la protección de los inversores requieren una regulación clara de las prácticas de mercado que supongan un abuso o fraude, de forma que esté garantizado un tratamiento justo e igualitario a todos los inversores. La regulación sobre uso de información privilegiada y manipulación de mercado (abuso de mercado) es reciente en los países de la Unión Europea. La Directiva sobre abuso de mercado constituye un intento de proporcionar un marco normativo común y completo a nivel europeo sobre esta materia, que permitirá reforzar la confianza de los inversores en los mercados de valores. La nueva regulación española recoge ya las líneas básicas establecidas por la Directiva, refuerza, clarifica y desarrolla aspectos importantes como el régimen de difusión de información relevante por parte de los emisores y la manipulación de cotizaciones. La dificultad de investigación y sanción del abuso de mercado aumenta la importancia de establecer unas medidas efectivas de prevención de estas prácticas.

ÍNDICE

- 1. Introducción**
- 2. Teoría económica y regulación del abuso de mercado**
- 3. La regulación del abuso de mercado (información privilegiada y manipulación de cotizaciones) en España**
- 4. Análisis comparativo de la regulación sobre abuso de mercado: situación en la Unión Europea, en algunos de sus principales países y en Estados Unidos**
 - 4.1. Regulación del abuso de mercado en la Unión Europea
 - 4.2. Regulación del abuso de mercado en España vs. la Unión Europea
 - 4.3. Análisis comparativo de la regulación internacional del abuso de mercado
- 5. Investigación y sanción**
- 6. Conclusiones**
- 7. Anexos**
- 8. Bibliografía**

1. Introducción

La regulación de valores tiene entre sus principales objetivos la protección del inversor y el mantenimiento de la integridad de los mercados de valores. La eficiencia y competitividad de los mercados afecta a la posición de un país como centro financiero a nivel internacional pero también resulta determinante la reputación de transparencia y claridad de funcionamiento que perciban los inversores.

Las prácticas de abuso de mercado se producen cuando un inversor o participante en el mercado se ve desfavorecido directa o indirectamente por otros participantes que, o han usado en su favor información que no está disponible públicamente (información privilegiada), o han creado una impresión falsa y engañosa o bien han llevado a cabo actividades que distorsionan la libre formación de precios en el mercado (manipulación de mercado). Estas prácticas deterioran la confianza de los participantes sobre la integridad del mercado y tienen un coste económico, dado que la pérdida de confianza de los inversores se traduce en un incremento del coste de financiación de las empresas a través de los mercados.

Garantizar un trato justo e igualitario a los inversores y evitar una reducción de la eficiencia de los mercados son elementos con la importancia suficiente como para que los reguladores dirijan sus actuaciones a la prevención, investigación y sanción del uso indebido de información privilegiada y de las operaciones que supongan una manipulación de mercado. En la mayor parte de los países de la Unión Europea la regulación de esta materia es reciente y más aún su aplicación efectiva, pues las normas de prohibición y castigo de estas prácticas comenzaron a elaborarse a finales de los años ochenta. En Estados Unidos la regulación de las prácticas de mercado abusivas data de 1934, con la aprobación de las primeras leyes del mercado de valores (“Securities Exchange Act”).

La prevención del abuso de mercado se concreta en diversas obligaciones de actuación por parte de los emisores de valores y otros participantes en el mercado. La transparencia de los mercados resulta fundamental para que las decisiones de inversión y desinversión puedan ser tomadas de forma adecuada en base a toda la información relevante para la formación de precios de las acciones; así la normativa establece un conjunto de obligaciones relacionadas con la difusión pública de información al mercado. Otro de los aspectos que recoge la normativa es el establecimiento de requisitos de organización y estructura de emisores, empresas de servicios de inversión y otros asesores, de cara a evitar el flujo indebido de información privilegiada como la existencia de “murallas chinas” entre departamentos o el registro de personas con acceso a información privilegiada. La labor preventiva de las prácticas de abuso de mercado se extiende también al ámbito de las normas de conducta de las empresas que prestan servicios relacionados con los mercados de valores, que deben basarse en principios como la prioridad del interés del cliente, la diligencia, la transparencia y la seguridad.

Asimismo los organismos supervisores de los mercados de valores, conscientes de la importancia de mantener la confianza de los inversores, consideran que en una etapa de generalización de la base de pequeños inversores es importante establecer reglas de actuación estrictas y claras que doten de seguridad a los mercados financieros y los mantengan libres de todo tipo de abuso o fraude.

Con este objetivo se ha modernizado, cambiado, actualizado la regulación sobre abuso de mercado. En la Unión Europea se acaba de aprobar la Directiva sobre operaciones con

información privilegiada y manipulación de mercado¹, que dotará de un marco normativo básico común único y completo sobre estas materia a los países de la UE. En España, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (Ley Financiera) concreta y amplía el tratamiento de la información privilegiada y la manipulación de mercado tomando como referencia básica la Directiva. En Alemania, se acaban de concentrar las competencias sobre manipulación de mercado en el organismo supervisor de los mercados de valores. Y en Estados Unidos, en octubre de 2000, se introdujeron tres nuevas regulaciones destinadas a clarificar y desarrollar la transparencia informativa de las empresas y las prohibiciones existentes sobre información privilegiada.

En las páginas siguientes se exponen, en primer lugar, argumentos teóricos sobre la conveniencia o no de establecer regulaciones contra el uso de información privilegiada y la manipulación de mercado. Posteriormente, se analiza en detalle la nueva normativa española de abuso de mercado, tras las modificaciones recogidas en la Ley Financiera. Su comparación con las líneas básicas recogidas por la Directiva sobre abuso de mercado se comenta en un tercer apartado, en el que también se analizan las diferencias con las legislaciones actuales de los principales países de la UE y de Estados Unidos. Por último, se ofrece una visión de las actuaciones realizadas por los organismos supervisores a raíz de la aplicación de dicha legislación.

2. Teoría económica y regulación del abuso de mercado

Los mercados de valores, como cualquier otro mercado real, no funcionan exactamente de acuerdo al modelo de competencia perfecta, por lo que sus resultados no son siempre eficientes en el sentido económico o justos desde el punto de vista social. Las imperfecciones que, generalmente, tienen una mayor trascendencia son la existencia de poder de mercado y la distribución asimétrica de la información. La combinación de ambos supuestos crea un marco potencial para que determinados participantes adopten estrategias de comportamiento que tengan como objetivo sacar provecho de la ventaja informativa, influir de forma ventajosa sobre el precio de mercado o desorientar al resto de participantes.

La teoría económica proporciona un marco analítico para discutir qué prácticas de mercado deberían estar prohibidas en aras de una asignación “justa” y una correcta formación de precios. La regulación tendría entre sus objetivos corregir situaciones de este tipo, en concreto, prevenir distorsiones en el funcionamiento del mercado y evitar resultados injustos. Si bien la teoría económica ha sido muy activa en cuanto a prescripciones de regulación en el ámbito industrial, inspirando numerosas medidas, en el ámbito financiero los trabajos teóricos son recientes, empiezan a desarrollarse en los años ochenta, y su influencia sobre la regulación es también incipiente. Las regulaciones actuales de la mayoría de los países concretan dos tipos de prácticas de mercado abusivas al distinguir entre la manipulación de mercados y el uso de información privilegiada.

2.1. Manipulación de mercados

En los mercados de valores se engloban bajo esta denominación aquellos comportamientos de los agentes en los que utilizan su poder de mercado para engañar a alguien, en sentido amplio. Si el resto de los participantes considera que aquellos tienen buena información, o suelen acertar en sus decisiones su comportamiento, será tenido muy cuenta e imitado, y por tanto los agentes “informados” podrán engañar tomando posiciones contrarias al sentido de la información que poseen. Estas posiciones producirán una modificación del precio en la dirección que les convenga, situación de la que podrán beneficiarse realizando la operación inversa o bien indirectamente a través de la liquidación de contratos de derivados.

¹ Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado).

Como se ha comentado la manipulación de mercado se basa en el poder de mercado del agente. De forma general, la literatura económica establece una relación directa entre la capacidad para influir en el mercado con el tamaño y número de los participantes en el mismo. Aunque de forma intuitiva es razonable considerar que cuanto mayor tamaño mayor poder de mercado, hay que considerar también otros factores. La teoría de la competencia imperfecta pone de manifiesto que se puede obtener un cierto poder de mercado a través de las marcas con las que se logra fidelizar una parte de la demanda. En los mercados financieros el equivalente sería la reputación de determinados inversores, si bien éste suele ir asociado a un tamaño superior a la media de los inversores. Así, si se considera que un agente suele estar bien informado sus operaciones en los mercados serán observados atentamente y en la medida que sean imitadas tendrán capacidad para marcar la dirección de los precios en el mercado.

La manipulación de mercado abarca un amplio abanico de situaciones: en las estructuras de monopolio u oligopolio de la actividad de intermediación, en la colocación de emisiones y ofertas públicas de venta, en la provisión de servicios de corretaje.... Algunas operaciones específicas especialmente sensibles son:

- las salidas iniciales a bolsa, en relación al valor real de la compañía
- los procesos de ajuste en la preapertura y cierre de los mercados electrónicos, pues es posible introducir órdenes con intención de manipular y retirarlas antes de que se ejecuten, si éstas no han tenido el efecto esperado
- la determinación de precios de un activo de forma simultánea en varios mercados (mercados organizados y OTC) o en mercados vinculados o estrechamente relacionados con otros (mercado de contado y derivados)

Allen y Gale² establecieron una clasificación de las manipulaciones típicas en función del elemento en el que éstas se originen: acción, información o negociación. En la primera categoría se engloban aquellas acciones tomadas fuera del mercado dirigidas a alterar el precio de los valores; entre éstas se encuentran algunas como:

- comprar acciones de una compañía y seguidamente lanzar una OPA. El manipulador trata de beneficiarse con la venta de las acciones después de la elevación del precio originado por el anuncio de la OPA, oferta que posteriormente retirará el manipulador
- vender en corto acciones por parte de los administradores que, seguidamente, adoptan decisiones que reducen el valor real de la compañía, y una vez que las ventas se han cubierto con beneficio rectifican la decisión

Un segundo tipo de manipulaciones son aquéllas que se basan en la información, en el sentido de que el manipulador posee información privilegiada y difunde información falsa de forma interesada. Ejemplos de estas conductas serían la difusión por parte de los directivos o administradores de los estados financieros de la firma falseados o bien que se difundan rumores falsos por parte de creadores de opinión que están en conexión con los iniciados o personas que poseen información privilegiada. El tercer tipo de manipulación se basa en comportamientos estratégicos engañosos realizados en el ámbito estricto de la negociación; para que el manipulador pueda beneficiarse de la adopción de posiciones engañosas deberá tener una cierta capacidad para influir en el mercado.

2.2. Información privilegiada

A diferencia de la manipulación de mercado, la prescripción de regulación de la información privilegiada ha sido un aspecto muy debatido a nivel teórico, legal y económico. Esta literatura se encuentra dividida en dos grupos. De forma resumida, podemos decir que los defensores de

² Allen, F. y Gale, D. (1992). "Stock price manipulation". Review of Financial Studies 5, nº 3, pag 503-29.

la regulación utilizan argumentos de “justicia social” y eficiencia de los mercados para justificarla, mientras que la principal consideración de los críticos es que la misma aumenta la eficiencia de la gestión empresarial.

La idoneidad de regular el uso de la información privilegiada es analizada desde dos consideraciones teóricas: la teoría de la agencia y la del mercado. Las teorías de agencia sobre información privilegiada analizan los efectos del uso de información privilegiada sobre la eficiencia empresarial, considerando su efecto sobre los conflictos de interés entre gestores y accionistas. Los críticos³ a la regulación consideran que permitir la utilización de información privilegiada por parte de los gestores resulta económicamente eficiente, pues constituye una forma de compensación a los gestores que reduce los conflictos de interés de éstos con los accionistas.

La separación entre propiedad y gestión en las empresas genera unos costes de agencia. La actividad de los gestores es seguida y controlada de forma imperfecta por los accionistas. Una forma de tratar este problema es la firma de contratos con los gestores que les incentiven a un comportamiento eficiente. Ello requiere renegociaciones periódicas, basadas en la valoración del esfuerzo y resultados por ellos alcanzados. Los críticos de la regulación ven en la utilización de información privilegiada por los gestores un mecanismo que les permite incrementar su retribución en base a la información nueva generada y que evita los costes de renegociación de sus contratos. Además, consideran que este tipo de mecanismos de retribución en los que se recompensa la creación de información, es una forma de atraer a gestores capaces, muy trabajadores y no excesivamente aversos al riesgo.

Estos argumentos son cuestionados por los defensores de la regulación del uso de información privilegiada. Consideran que no es fácil que gestores y accionistas lleguen a un acuerdo sobre el nivel óptimo de información privilegiada, y que permitiendo su uso se está capacitando a los gestores a utilizarla en su provecho a expensas de los accionistas. Además, apuntan a que en la selección de proyectos se primaría a aquellos de mayor riesgo, sin tener en cuenta que éstos generen rendimientos netos positivos. Desde este punto de vista no regular el uso de información privilegiada supone aumentar la divergencia de intereses entre accionistas y gestores.

Las teorías sobre el mercado analizan el uso de la información privilegiada en base a sus efectos sobre su funcionamiento. Los defensores de su prohibición argumentan que el uso de información privilegiada disminuye la eficiencia de los mercados de capitales. En primer lugar, se produce una reducción del nivel de participación total en los mercados de valores al reducir la confianza de los inversores. Ausubel⁴ modeliza la confianza del inversor, que define como la creencia racional de los inversores no iniciados de que el rendimiento de sus inversiones no está siendo diluido por la negociación de los inversores iniciados. Estas situaciones tienen importantes repercusiones desde el punto de vista de una asignación eficiente de recursos de la economía. Las empresas verán incrementado su coste de financiación como consecuencia de que los inversores no iniciados exigirán una prima sobre el rendimiento de sus inversiones. El modelo de Ausubel muestra que la existencia de reglas de difusión de información y de abstención de uso de información privilegiada incrementan la confianza del inversor en el mercado y generan un mayor nivel de inversión por parte de los inversores no iniciados.

Un número creciente de estudios sobre microestructura de los mercados, apuntan a que el uso de información privilegiada reduce la liquidez del mercado. Esta literatura ha aplicado la idea de Akerlof⁵, que muestra que los mercados tienen un mal funcionamiento cuando existe

³ Algunos de los autores que han publicado trabajos académicos con argumentos no favorables a la regulación de la información privilegiada son: Henry Manne, Meulbroek, Gilson y Kraakman, Carlton y Fischel, Haddock y Macey, Javier Estrada, Beny, Goshen y Parchomovsky, Morck, Yeung and Yu.

⁴ Lawrence M. Ausubel, “Insider trading in a rational expectation economy”, 80 American Economic Review (1990).

⁵ George A. Akerlof, “The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism”, 84 Quaterly Journal of Economy 488 (1970).

información asimétrica, a los mercados de valores, mostrando que la información asimétrica produce un aumento del coste de negociación. La idea que subyace en estos modelos es que los mediadores, en media, pierden en su contratación frente a los inversores iniciados. Estas pérdidas se subsidian cargando una cuota a los inversores no iniciados en la forma de una mayor horquilla de precios de compra-venta (“bid-ask spread”). De esta forma cuanto mayor es el grado de información asimétrica mayor es la horquilla de precios, mayor es el coste de negociación para los inversores no iniciados, y menor es la liquidez del mercado.

Por último, un tercer argumento en relación a la pérdida de eficiencia del mercado de valores como consecuencia del uso de información privilegiada se refiere a la distorsión de los incentivos de los gestores en la difusión adecuada de información, que puede llevar a un retraso en la publicación de la información en la medida que la obtención de beneficios por parte de los iniciados dependerá del control de la información.

Estos planteamientos son rebatidos por los críticos a la regulación, con el principal argumento de que los inversores en mercados organizados toman sus decisiones de inversión independientemente de que esté o no permitido negociar en base a información privilegiada.

Este debate sobre las ventajas e inconvenientes de la regulación del uso de información privilegiada se circunscribe al ámbito académico, pues si consideramos las preferencias reveladas de los gobiernos a nivel mundial, se puede afirmar con rotundidad que existe un consenso sobre la necesidad de legislar en esta materia. Un estudio⁶ reciente sobre el efecto de la prohibición de uso de información privilegiada sobre el coste de negociación en los mercados de valores muestra que de los 103 países en los que existen mercados de valores, tienen legislación sobre información privilegiada 87 de ellos. La regulación se ha ido estableciendo en la mayor parte de los mercados en los últimos 10-20 años. Así, con anterioridad a 1990 sólo había regulación sobre información privilegiada en 34 mercados. Estados Unidos fue el primer país que estableció una regulación sobre información privilegiada en 1934; entre los países desarrollados Canadá y Francia fueron los siguientes en establecer legislación sobre esta materia, en 1966 y 1967 respectivamente. En los países de la Unión Europea la regulación data de los primeros años de la década de los noventa (véase anexo 1).

3. La regulación del abuso de mercado (información privilegiada y manipulación de cotizaciones) en España

La regulación de las prácticas de abuso de mercado recogida en la Ley del Mercado de Valores (LMV)⁷ acaba de ser modificada por un nuevo paquete normativo, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (Ley Financiera). Con estas reformas, la regulación de la información privilegiada y la manipulación de cotizaciones en España se ha actualizado, completado y desarrollado tomando como referencia las líneas básicas de la normativa comunitaria en esta materia (véase sección cuatro).

Los principales cambios que ha introducido la Ley Financiera⁸ han supuesto la extensión del ámbito de aplicación de la información privilegiada tanto en lo referente a valores como a mercados, el desarrollo detallado de la información que ha de ser comunicada obligatoriamente al mercado de forma inmediata (información relevante), la especificación de medidas preventivas del uso de información privilegiada relativas a la organización de las entidades que prestan servicios en los mercados (“murallas chinas”, lista de iniciados, etc) y recoger de forma explícita y más pormenorizada la infracción de manipulación de cotizaciones en la legislación

⁶ Utpal Bhattacharya y Hazem Daouk, “The world price of insider trading”, Kelley School of Business, Indiana University, próxima publicación en Journal of Finance.

⁷ Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, modificada por las Leyes 37/1998 de 16 de noviembre y 14/2000 de 29 de diciembre.

⁸ Puede consultarse el anexo 2, donde se recogen los principales cambios introducidos por la Ley Financiera en la LMV.

española. Además, para la aplicación efectiva de estas medidas se han reforzado las competencias de la CNMV. A continuación se expone cómo ha quedado establecida la normativa española sobre abuso de mercado.

3.1. Información privilegiada

Un primer aspecto a comentar es cómo define la LMV el concepto de información privilegiada. El artículo 81 dice que debe ser concreta, referirse directa o indirectamente, a valores negociables o instrumentos financieros o a emisores de los anteriores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir, o hubiera influido de forma apreciable, sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación. Se trata, por tanto, de una definición amplia, en el sentido de que abarca todo tipo de instrumentos financieros (incluidos aquéllos que hayan solicitado su admisión a negociación) y considera su influencia, no sólo sobre los mercados, sino en otros sistemas organizados de contratación. Los otros elementos esenciales de su definición son la precisión o concreción de la información, que ésta no se haya hecho pública y que su influencia potencial sobre la cotización de los valores o instrumentos a los que se refiere sea apreciable.

Para el caso particular de los instrumentos financieros derivados sobre materias primas⁹ se establece que la información privilegiada es aquélla, concreta y no pública, que los usuarios de los mercados esperarían recibir según las prácticas de mercado generalmente aceptadas.

La LMV establece la abstención del uso de información privilegiada. En concreto, está prohibida la realización, por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, de las siguientes conductas:

- preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre los valores negociables o instrumentos financieros¹⁰ a los que se refiere la información
- comunicar la información a terceros
- recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros, o que induzca a otro a realizarlo en base a dicha información

Estas prohibiciones de actuación se aplican a cualquier persona que posea información privilegiada, independientemente de que fuera consciente o no de que se trataba de esta clase de información.

No obstante, se recogen también situaciones que se exceptúan del cumplimiento de esta prohibición de uso de información privilegiada. En relación a la preparación y realización de operaciones se excluyen aquéllas que constituyen en sí mismas la información privilegiada, y las que se realicen en virtud de una obligación contraída con anterioridad a que la persona estuviese en posesión de información privilegiada. Tampoco se aplicará la prohibición de comunicación de información privilegiada, según la LMV, en el caso de que ésta se realice en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.

Además de estas excepciones, se establece un conjunto de situaciones a las que no serán de aplicación las prohibiciones anteriores. Un primer grupo de operaciones exentas se refiere a las operaciones efectuadas para ejecutar la política monetaria, de tipo de cambio o de gestión de la deuda pública por parte de un Estado miembro de la Unión Europea (UE), del Sistema Europeo de Bancos Centrales, de un banco central nacional o de otro organismo oficial designado para ello. También se encuentran exentas las operaciones de autocarartera realizadas en el marco de programas de recompra de los emisores, y de estabilización de un valor negociable o

⁹ Los instrumentos derivados sobre materias primas serían en España los futuros sobre cítricos del mercado FC&M. No obstante, existe un proyecto en marcha para la introducción de productos derivados sobre el aceite de oliva.

¹⁰ Se incluyen los contratos de productos derivados que tengan como subyacente valores negociables o instrumentos financieros a los que se refiere la información.

instrumento financiero, si éstas se realizan de acuerdo a lo que se establezca reglamentariamente.

La prohibición de uso de información privilegiada se complementa con el establecimiento de medidas de prevención de diversa índole. De forma general, el artículo 81 de la LMV establece la obligación de que cualquier persona que posea información de esta clase debe salvaguardarla adoptando las medidas adecuadas para evitar su utilización abusiva o desleal. Estas medidas son desarrolladas y especificadas en el artículo 83, que obliga a todas las entidades que presten servicios de inversión o asesoramiento en los mercados de valores a establecer las medidas necesarias para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad. El objetivo de esta medida es garantizar que cada área de actividad toma sus decisiones en relación al mercado de valores de forma autónoma y que no se producen conflictos de interés.

La LMV establece que las entidades deben:

- establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad o grupo; en particular, deberán ser áreas separadas, al menos, los departamentos de gestión de cartera propia, gestión de cartera ajena y análisis
- establecer adecuadas barreras de información entre cada área
- definir un sistema de decisión sobre inversiones que garantice que las decisiones se adoptan autónomamente
- elaborar y mantener actualizada una lista de valores e instrumentos financieros sobre los que se dispone información privilegiada y una relación de personas que hayan tenido acceso a la información y de las fechas en que éste se haya producido

La obligación de difusión pública de información constituye otro pilar fundamental en la prevención del uso abusivo de información privilegiada. La Ley Financiera ha introducido en la LMV un régimen completo de comunicación de información por parte de los emisores de valores. La obligación de difusión pública de información se liga al concepto de “información relevante”, entendida como aquella que puede afectar razonablemente sobre las decisiones de compra y venta de valores e instrumentos financieros e influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario.

Los principales aspectos de este régimen de comunicación de la información relevante son:

- difusión inmediata
- comunicación previa a la CNMV
- contenido de la comunicación veraz, claro, completo, y en su caso, cuantificado
- los emisores de valores deberán difundir también la información en sus páginas de Internet
- posibilidad de exención por parte de la CNMV en caso de afectar a los intereses legítimos del emisor

Para los emisores, se establecen unas obligaciones adicionales para las siguientes circunstancias:

1. En las fases de estudio o negociación de cualquier tipo de operación jurídica o financiera, la información deberá ser conocida estrictamente por aquellas personas que sea imprescindible. El nombre de estas personas deberá quedar registrada documentalmente junto con la fecha en que hayan conocido la información; a todas estas personas se les deberá advertir expresamente del carácter reservado de la información, su deber de mantener la confidencialidad y abstenerse de su uso.

En cualquier caso, deberán adoptarse medidas de seguridad en la custodia de la información y vigilar la evolución del valor en el mercado, así como las noticias difundidas sobre ellos. Si se detectase una evolución anormal de precios o volúmenes contratados que apunten

probablemente a una difusión de la operación deberá remitirse de inmediato un hecho relevante aclarando el estado de la operación.

2. La realización de operaciones de autocartera deberá estar sometida a medidas que eviten que las decisiones de inversión o desinversión puedan verse afectadas por conocer información privilegiada.
3. Las operaciones de los miembros de los órganos de administración, directivos y personal de las áreas relacionadas con el mercado de valores sobre valores e instrumentos financieros emitidos por la propia entidad u otras del grupo, deberán someterse a medidas que eviten el uso de información privilegiada.

También la normativa española hace referencia a las obligaciones de difusión de información por parte de organismos públicos que publican estadísticas que tienen repercusiones significativas sobre los mercados financieros; a estos organismos se les exige un comportamiento correcto y transparente.

Por último, comentar que la CNMV está facultada para ordenar la información inmediata de hechos e informaciones relevantes a los emisores de valores o a cualquier entidad relacionada con los mercados, pudiendo, en su defecto, hacerlo el propio organismo supervisor.

3.2. Manipulación de cotizaciones

La LMV, en su artículo 83 ter, prohíbe la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de precios. Establece, asimismo, cuáles son en particular estas prácticas:

- operaciones u órdenes que proporcionen, o puedan proporcionar, indicios falsos o engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros
- operaciones u órdenes que aseguren el precio en un nivel anormal o artificial
- operaciones u órdenes que utilicen dispositivos ficticios o cualquier tipo de engaño
- difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido Internet, que proporcione o pueda proporcionar, indicios falsos o engañosos. Así, se considera manipulación de cotizaciones la propagación de rumores o noticias falsas cuando la persona que las divulgó sabía o debería haber sabido que la información era falsa o engañosa

No se considerará manipulación de precios aquellas operaciones u órdenes que aseguren el precio en un nivel anormal o artificial, si se demuestra la legitimidad de las acciones realizadas y si éstas se ajustan a las prácticas de mercado generalmente aceptadas en el mercado en cuestión.

Las medidas de prevención en este tipo de prácticas abusivas se basan en el establecimiento de normas de conducta de los agentes participantes. El artículo 79 de la LMV recoge cómo deben comportarse todas las entidades que ejerzan su actividad en los mercados de valores o tengan relación con éstos. Su actuación debe ser diligente, transparente, en interés de sus clientes y defensa de la integridad del mercado. Se les exige, además, tener una organización que reduzca al mínimo el riesgo de conflictos de interés, con prioridad a los intereses de los clientes, y que la gestión la lleven a cabo de forma ordenada y prudente.

El artículo 80 completa las normas de conducta, estableciendo prohibiciones de actuación. En este sentido se prohíben aquellas prácticas que tengan como objeto o produzcan una evolución artificial de las cotizaciones. De forma más general, se recogen otro conjunto de prohibiciones basadas en el principio de prioridad del interés del cliente: multiplicar las transacciones de forma innecesaria y sin beneficio para el cliente, y atribuirse valores o anteponer su venta cuando tengan clientes que los hayan solicitado en idénticas o mejores condiciones. El respeto a

las normas de conducta no se limita a estos aspectos, sino que el artículo 78 obliga a cumplir con aquellas otras pautas de actuación recogidas en el Código General de Conducta de los Mercados de Valores¹¹ y las contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta¹².

La normativa española da un tratamiento específico al comportamiento de analistas y periodistas. En el primer caso, en el que se engloban todas aquellas entidades que publican o difunden informes o recomendaciones sobre valores o instrumentos financieros, se les obliga a que su comportamiento sea leal, imparcial y transparente. Ello se concreta en que sus informes deben recoger en lugar destacado las vinculaciones relevantes y participación estable que la entidad tenga o vaya a tener con la empresa objeto del análisis. En relación a los periodistas, se establece que la difusión de información por su parte se evaluará en función de las normas que rigen su profesión, excepto que con ello los periodistas obtengan una ventaja o beneficio de forma directa o indirecta.

3.3. Investigación y sanción

La CNMV realiza investigaciones en las que puede recabar de todas las personas y entidades sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción establecido en la LMV cuantas informaciones considere necesarias para detectar posibles infracciones de la normativa vigente. Para obtener o comprobar la veracidad de la información, puede realizar todas las inspecciones que considere oportunas. Además, las personas objeto de la investigación tienen la obligación de poner a disposición de la CNMV cualquier libro, registro o documento que se estime oportuno, independientemente de cuál sea su soporte.

La actividad investigadora puede dar lugar a la apertura de un expediente sancionador, y su conclusión resultar en infracciones caracterizadas como leves, graves o muy graves. Las prácticas abusivas de uso de información privilegiada y manipulación de cotizaciones se tipifican dentro de las infracciones graves y muy graves. En el primer caso, se calificará como infracción muy grave cuando el volumen de recursos o de valores utilizados en la comisión de la infracción sea relevante o el acceso a la información se haya producido por su condición de miembro de los órganos de administración, dirección o control del emisor, por el ejercicio de su profesión o función o por que el infractor figure en los registros obligatorios de personas con acceso a información privilegiada. En la manipulación de cotizaciones, la consideración de infracción muy grave se genera cuando dicha actuación haya producido una alteración significativa de la cotización.

El incumplimiento de las obligaciones de difusión inmediata de información relevante constituye una infracción muy grave cuando de ello se derive un perjuicio grave para el mercado.

La potestad sancionadora de la CNMV se circunscribe al ámbito administrativo. Si bien su ejercicio es independiente de la posible existencia de infracciones de naturaleza penal, cuando se produce su concurrencia el procedimiento sancionador de la CNMV debe quedar suspendido hasta que exista un pronunciamiento firme de la autoridad judicial. Hay que señalar que aunque la imposición de infracciones leves y graves corresponde al órgano supervisor, la imposición de infracciones muy graves corresponde al Ministro de Economía, a propuesta de la CNMV con un informe previo de su Comité Consultivo.

¹¹ El Código General de Conducta de los Mercados de Valores está recogido en el anexo del R.D. 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios. Su contenido, de obligado cumplimiento, recoge pautas de actuación basadas en la imparcialidad, buena fe, el cuidado y la diligencia. Además establece requisitos en los medios y capacidades de las entidades que participan en los mercados de valores en relación a sus medios y capacidades y a la información sobre la clientela y aquélla que ha de suministrar a sus clientes.

¹² Los reglamentos internos de conducta constituyen un requisito para que las empresas de servicios de inversión obtengan la autorización por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para ejercer su actividad. El reglamento interno de conducta ha de estar ajustado a las normas de conducta recogidas en la LMV y en el Código General de Conducta de los Mercados de Valores. En particular, deberá incluir un régimen de operaciones de consejeros, directivos, empleados y apoderados de la empresa que garantice el cumplimiento de las normas de conducta.

Las sanciones que se podrán imponer por la comisión de infracciones graves o muy graves, consisten en multas monetarias, suspensión temporal de actividad o cargo y publicación de la sanción en el Boletín Oficial del Estado (B.O.E.)¹³. Cada infracción podrá ser objeto de imposición de una o más de las sanciones que se recogen a continuación.

Cuadro 1. Sanciones recogidas por la LMV

Infracciones muy graves	Infracciones graves
<p>1. Multa monetaria: Mínimo: importe del beneficio bruto obtenido Máximo: 5 veces el beneficio bruto obtenido Si no aplicable: importe mayor entre: - 5% recursos propios entidad - 5% fondos totales utilizados en infracción - 300,5 miles de euros</p> <p>Casos de información privilegiada: ≥ 30,05 miles de euros + sanción 2.,3. ó 4.</p>	<p>1. Multa monetaria: Máximo: importe del beneficio bruto obtenido Si no aplicable: importe mayor entre: - 2% recursos propios entidad - 2% fondos totales utilizados en infracción - 150,3 miles de euros</p> <p>Casos de información privilegiada: ≥ 12,02 miles de euros + sanción 2.,3. ó 4.</p>
2. Suspensión o limitación de la actividad en el mercado de valores hasta 5 años	2. Suspensión o limitación de la actividad en el mercado de valores hasta 1 año
3. Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario hasta 5 años	3. Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario hasta 1 año
4. Revocación autorización entidades registradas	
5. Amonestación pública, publicación en B.O.E.	4. Amonestación pública, publicación en B.O.E.
6. Separación del cargo de administración o dirección, con inhabilitación hasta 5-10 años en misma u otra entidad financiera	5. Suspensión cargo directivo en misma entidad hasta 1 año.

En el ámbito penal, el Código Penal¹⁴ sanciona a toda persona que directa o indirectamente utilice o suministre alguna información relevante para la cotización de valores o instrumentos financieros negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que haya tenido acceso por el desempeño de su actividad profesional o empresarial, cuando el beneficio obtenido o el perjuicio causado supere los 450,8 miles de euros. Las penas pueden ser de prisión de uno a cuatro años y las multas de hasta el triple del beneficio obtenido o favorecido. Estas penas se aumentan si se produce alguna de las siguientes circunstancias: la conducta es reiterada, el beneficio obtenido es importante o se causa un grave daño a los intereses generales.

De forma particular, se castiga también a los funcionarios públicos y autoridades que utilicen información privilegiada, a la que hayan tenido acceso por razón de su oficio o cargo, para la obtención de un beneficio económico para sí o para un tercero. En estos casos, las penas son de prisión de hasta seis años, multas de hasta el triple del beneficio obtenido o facilitado, o inhabilitación para empleo o cargo público de dos a cuatro años.

¹³ Arts. 102 y 103 de la LMV.

¹⁴ Arts. 285 y 286 del Código Penal de 1995.

4. Análisis comparativo de la regulación sobre abuso de mercado: situación en la Unión Europea, en algunos de sus principales países y en Estados Unidos

4.1. Regulación del abuso de mercado en la Unión Europea

Como se ha comentado anteriormente, la regulación española sobre abuso de mercado tiene como referencia básica la normativa europea recogida en la Directiva sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. Antes de proceder a su comparación con la normativa española procedemos a exponer su motivación, contextualización y enfoque básico.

a) Motivación

A nivel europeo no existía un marco jurídico homogéneo del abuso de mercado. La Directiva sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada data del año 1989¹⁵ y no existía una legislación común sobre la manipulación de mercado. En los Estados miembros de la Unión Europea (UE) existe una gran variedad de normas en relación con el abuso de mercado con diferentes requisitos legales en sus jurisdicciones. Aunque en todos los Estados se ha aplicado la Directiva sobre información privilegiada, en algunos no se contempla la manipulación del mercado.

Esta situación genera incertidumbre entre las empresas de servicios de inversión y los participantes en los mercados sobre los conceptos, definiciones y requisitos de aplicación en los distintos Estados miembros de la UE. Además, el fuerte desarrollo de los mercados de valores en los últimos años –introducción de nuevos productos y tecnologías, aumento de la operativa transfronteriza y del número de participantes en los mercados- proporciona mayores oportunidades para la manipulación de mercado¹⁶.

La integración de los mercados financieros europeos constituye una de las prioridades de la Unión Europea, como elemento fundamental para promover la competitividad de la economía europea. El Plan de Acción de los Servicios Financieros¹⁷ establece como uno de sus principales objetivos “aumentar la integridad del mercado reduciendo la posibilidad de que los inversores y los intermediarios institucionales acaparen los mercados, y establecer normas comunes....con el fin de aumentar la confianza de los inversores”.

En esta situación se enmarca la necesidad de actualización y desarrollo de un marco jurídico europeo para la prevención, detección, investigación y castigo del abuso de mercado. La nueva legislación europea está dirigida a garantizar, por un lado la certeza de los participantes en los mercados sobre conceptos y ejecución en relación con las prácticas de mercado abusivas y, por otro, el principio de igualdad para todos los agentes económicos de cualquiera de los Estados miembros. Este nuevo marco jurídico no supone la sustitución de las disposiciones nacionales por otras comunitarias de aplicación directa, sino que se trata de alcanzar una cierta convergencia entre los distintos regímenes nacionales.

¹⁵ Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.

¹⁶ Con ello no se quiere decir que en la actualidad los mercados de valores estén más manipulados.

¹⁷ El Plan de Acción de los Servicios Financieros es una iniciativa del Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea (ECOFIN) para acelerar la creación de un mercado único de servicios financieros en el ámbito europeo. El Plan recoge un programa de trabajo concreto diseñado para definir los objetivos y las prioridades de actuación, fijar un calendario e identificar las acciones necesarias para crear un mercado financiero óptimo. Concebido en junio de 1998, entró en vigor en mayo de 1999 y sus objetivos deberán haberse alcanzado en 2005.

b) Antecedentes

Este nuevo marco normativo a nivel europeo se concreta en la Directiva del Parlamento Europeo y el Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (Directiva de abuso de mercado). Esta Directiva ha sido la primera, junto con la Directiva de Folletos, que se ha sometido al nuevo enfoque del proceso legislativo europeo de cuatro niveles recomendado en el Informe Lamfalussy¹⁸. Así, tras el establecimiento de los principios generales que guiarán el tratamiento del abuso de mercado (nivel 1), la Comisión solicitó el 27 de marzo de 2002 al Comité de Reguladores de Valores Europeos (CESR) su asesoramiento técnico en el desarrollo de las medidas de ejecución de los principios recogidos en la inicialmente propuesta de Directiva de abuso de mercado (nivel 2)¹⁹.

Según las recomendaciones del Informe Lamfalussy, el asesoramiento técnico del CESR sobre las medidas de ejecución debe estar caracterizado por la transparencia y el establecimiento de un sistema de consulta amplio, abierto y sistemático con las instituciones y todas las partes interesadas en el área de valores, fortaleciendo especialmente el diálogo con los consumidores y los participantes en el mercado. Para la aplicación de estas disposiciones, el CESR estableció un grupo de expertos y un grupo de trabajo con funciones de asesoramiento. En julio de 2002 se publicó la propuesta provisional de medidas de ejecución de la Directiva que incorpora las respuestas recibidas al primer documento de consulta remitido.

c) Contenido básico

1. Definición de abuso de mercado: flexibilidad y claridad

La definición de abuso de mercado debe ser amplia para garantizar que las posibles nuevas prácticas abusivas puedan estar cubiertas por la normativa europea. Al mismo tiempo, debe ser lo suficientemente clara para proporcionar una orientación adecuada sobre el comportamiento de los participantes en el mercado.

2. Ámbito: amplitud

La Directiva de abuso de mercado es de aplicación a cualquier instrumento financiero admitido a negociación al menos en un mercado regulado de un Estado miembro de la UE o para el que se haya solicitado su admisión a negociación, independientemente de si la operación tiene lugar en ese mercado o no. Por tanto, se aplica a mercados regulados y no regulados, plataformas electrónicas y dispositivos para la difusión continua de información de precios y operaciones “fuera de mercado”. Tampoco se limita a los mercados secundarios, sino que incluye también el mercado primario y el mercado gris²⁰.

Los instrumentos financieros a los que se refiere la Directiva son:

- los valores negociables, según lo definido por la Directiva de Servicios de Inversión (DSI)²¹
- participaciones en organismos de inversión colectiva

¹⁸ El Comité de Sabios presidido por Alexander Lamfalussy presentó, en febrero de 2001, una propuesta de reforma del sistema de regulación de los mercados de valores en la Unión Europea (“Informe Final del Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados de valores europeos”), que fue ratificado en el Consejo Europeo de Estocolmo de marzo de ese mismo año. Su objetivo es paliar las deficiencias constatadas en el actual sistema legislativo que consideran limitado e insuficiente. Este procedimiento legislativo distingue cuatro niveles: principios generales, medidas de ejecución, transposición al derecho interno y control del respeto al derecho.

¹⁹ CESR deberá ofrecer resultados antes del 31 de diciembre de 2002.

²⁰ Mercado en el que se reflejan los precios a los que los inversores institucionales se intercambian peticiones de valores antes de que comiencen a cotizar.

²¹ Directiva 22/93/CEE del Consejo, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables. Esta Directiva define como valores negociables los siguientes: acciones y otros valores asimilables a acciones, obligaciones y otros títulos de crédito negociados en el mercado de capitales y cualquier otro valor negociado habitualmente que se pueda adquirir mediante suscripción o canje, o dé lugar a un pago en metálico.

- instrumentos del mercado monetario
- contratos de futuros financieros, incluidos los instrumentos que se liquidan en efectivo
- contratos de futuros sobre tipos de interés
- permutas financieras (“swaps”) de tipo de interés, divisa y valores
- opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos contemplados, incluidos los que se liquidan 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 que se haya solicitado su admisión a cotización

3. Territorialidad

La aplicación de las prohibiciones y obligaciones de la Directiva por parte de los Estados miembros abarca no sólo las actuaciones realizadas en su territorio que se refieran a instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado situado en su territorio, sino también a las actuaciones realizadas fuera de su territorio referidas a instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado de otro Estado miembro y a las actuaciones fuera de su territorio con instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado situado en su territorio.

4. Reconocimiento de exenciones: puertos francos (“safe harbours”)

En situaciones específicas, y por razones económicas claras, se permitirán exenciones, no aplicándose determinadas prohibiciones.

5. Autoridad supervisora y reguladora: único organismo por país con competencias, cooperación

La convergencia en los métodos de aplicación y ejecución de los Estados miembros resulta necesaria para desarrollar unos mercados financieros integrados. La diversidad de responsabilidades y competencias de las respectivas autoridades administrativas nacionales incrementa la confusión en el mercado. Por ello, la Directiva propone la designación de una única autoridad reguladora y supervisora por país con un conjunto mínimo común de responsabilidades y de herramientas, y poderes potentes para prevenir, detectar, investigar y procesar los abusos de mercado.

El creciente número de operaciones transfronterizas hace necesario garantizar la eficacia del trabajo conjunto entre organismos supervisores. Aumenta así la importancia de la cooperación con otras autoridades de forma que se pueda recibir información pertinente de cada una en un tiempo adecuado.

6. Sanciones: disuasión

El Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea (CE) no prevé la armonización plena de las sanciones administrativas y penales. No obstante, la Directiva establece que las sanciones deben ser suficientemente disuasorias y deben guardar relación con la gravedad de la infracción y con los beneficios obtenidos.

4.2. Regulación del abuso de mercado en España vs. la Unión Europea

La similitud del tratamiento legislativo del abuso de mercado en la LMV y la Directiva de abuso de mercado es clara y manifiesta. No obstante, ciertos elementos de la legislación española tienen un mayor grado de desarrollo y concreción, como las medidas de prevención del uso de

información privilegiada y las obligaciones de difusión pública de información, que los principios básicos recogidos en la Directiva, cuyas medidas de ejecución serán propuestas por CESR.

a) Información privilegiada

El tratamiento de la información privilegiada en la LMV y en la Directiva es muy similar. En ambos casos, la información privilegiada se caracteriza por ser concreta, no pública, y por que de haberse hecho pública hubiera tenido un impacto apreciable sobre la cotización de los instrumentos financieros a los que se refiere la información. Existe igualmente coincidencia en el tipo de prohibiciones de utilización de información privilegiada: la adquisición o venta de instrumentos financieros, la comunicación de la información a terceros y la recomendación a otra persona que adquiera o ceda instrumentos financieros en base a dicha información. En esta materia, únicamente convendría señalar una diferencia, no sustancial, en la prohibición de adquisición o venta de instrumentos financieros, pues en la Directiva ésta se extiende también al mero intento de adquisición o venta de los mismos.

También las dos regulaciones resultan idénticas en lo referente al ámbito de aplicación personal, es decir, cualquier persona que posea información privilegiada que sepa o, debiera haber sabido, que la información era de esta clase, así como en las exenciones y excepciones consideradas.

Las obligaciones de difusión de información han sido más desarrolladas por la LMV, en el sentido de que recoge un régimen bastante completo de comunicación de información relevante, ya comentado en el punto anterior. Éste está basado en el principio general de la Directiva de abuso de mercado que obliga en su artículo 6 a que los emisores de instrumentos financieros hagan pública cuanto antes la información privilegiada que afecta directamente a dichos emisores. En este aspecto, la normativa española es más exigente, en la medida que obliga a una difusión inmediata de toda información relevante.

Sin embargo, la Directiva recoge de forma explícita unas obligaciones de información específicas para los emisores que revelen información privilegiada en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o función. A éstos se les obliga a que hagan pública dicha información en su totalidad, excepto que la persona que recibe la información tenga un deber de confidencialidad. La publicación de la información deberá realizarse de forma simultánea en el caso de que la revelación haya sido intencional, o rápidamente en el caso de revelación no intencional.

En ambas regulaciones, se considera la posibilidad de eximir del cumplimiento de las obligaciones de difusión de información de los emisores. Esta exención se contempla en aquellos casos en que la publicación de la información pueda afectar a los intereses legítimos del emisor, si bien, tanto en la LMV como en la Directiva, esta decisión se condiciona a que la omisión de la información no sea susceptible de confundir al público.

También el grado de desarrollo de las medidas de prevención del uso de información privilegiada es superior en la LMV. Como veíamos anteriormente, la normativa española al respecto es bastante explícita y detalla un conjunto de medidas a adoptar para evitar el flujo de información privilegiada entre distintas áreas de actividad de las entidades que prestan servicios en los mercados financieros, así como un conjunto de obligaciones para los emisores en diferentes circunstancias. La Directiva contempla dos únicos aspectos también recogidos por la normativa española:

- la obligación de elaborar una lista de personas que trabajan para el emisor con acceso a información privilegiada; esta lista deberá ser actualizada periódicamente y remitida a la autoridad competente cuando así lo solicite
- las obligaciones de transparencia, en cuanto a la comunicación a la autoridad competente de las operaciones realizadas por personas con responsabilidades directivas y, si procede,

próximas a ellas, por cuenta propia sobre valores o instrumentos financieros del propio emisor. Esta información deberá hacerse pública, bien de forma individual o agregada, lo antes posible.

b) Manipulación de cotizaciones

La definición de manipulación de cotizaciones, o del mercado, de la LMV coincide plenamente con la de la Directiva (véase apartado 3.2.). En relación a las medidas de prevención la Directiva se limita a establecer como principio general que los “Estados miembros velarán por que los operadores del mercado adopten medidas estructurales encaminadas a prevenir y detectar las prácticas de manipulación del mercado”. La legislación española está más desarrollada en este aspecto pues concreta un conjunto de principios y normas de actuación de cumplimiento obligatorio por todas aquellas personas o entidades cuya actividad está relacionada con el mercado de valores.

El tratamiento específico de periodistas y analistas es otro elemento de plena coincidencia entre la LMV y la Directiva. Como se ha señalado anteriormente la divulgación de información por parte de los periodistas se deberá evaluar según las normas de su profesión, a menos que con ello estas personas obtengan directa o indirectamente ventajas o beneficios. En el caso de los analistas, las normas de conducta exigidas por ambas normativas recogen la obligación de revelar los intereses o conflictos de intereses de los analistas y los emisores de los instrumentos financieros sobre los que se realice el análisis.

4.3. Análisis comparativo de la regulación internacional del abuso de mercado

El objetivo de este apartado es dar una visión comparada de las principales características de la regulación actual del abuso de mercado en los principales países de la Unión Europea (Alemania, Francia, Reino Unido, Italia y España), y en Estados Unidos, así como de su grado de concordancia con la Directiva de la UE. Los principales elementos de la regulación de cada país se han recogido en el cuadro 2, si bien para una visión más pormenorizada de las mismas puede consultarse el anexo 3.

De forma general hay que señalar la afinidad existente en el planteamiento básico de esta materia en los países de la UE, en la Directiva y en Estados Unidos. No obstante, se constatan diferencias en aspectos concretos y en el desarrollo que cada país ha dado a su legislación. En este sentido, Reino Unido presenta las características más diferenciadas respecto al resto de países europeos considerados, destacando además por el enfoque de clarificar la normativa a los participantes en los mercados a través de una elaboración interactiva y la difusión de guías explicativas.

a) Ámbito

Ya se ha comentado que la Directiva sobre abuso de mercado establece un ámbito de aplicación amplio: las operaciones con valores admitidos a negociación en algún mercado regulado de la UE, con independencia de en qué mercado se haya realizado la transacción en concreto. Esta consideración no coincide con la situación legislativa en Francia o Italia, donde los mercados de aplicación de la normativa sobre abuso de mercado se circunscribe a que la actividad infractora se haya realizado en un mercado regulado. En Reino Unido el ámbito se liga a aquellos valores que se negocien en unos mercados concretos, los que tengan la consideración de “Recognised Investment Exchange” (RIE) y el mercado OFEX²². En España, como ya se comentó en el apartado 3, la Ley Financiera amplió y adaptó el ámbito de aplicación de la legislación sobre información privilegiada y manipulación de cotizaciones al planteamiento amplio de la

²² En la actualidad son “Recognised Investment Exchange” (RIE) en Reino Unido: London Stock Exchange (LSE), virt-x, Jiway, COREDEAL, LIFFE, London Metal Exchange, International Petroleum Exchange y OM London Exchange. OFEX es una plataforma de contratación electrónica para acciones no listadas y cotizadas (off-exchange).

Directiva. La situación en Estados Unidos es más abierta, pues únicamente se refiere a valores, con independencia de que estén registrados o no en un mercado nacional, y respecto a los mercados no hay una mención explícita.

b) Información privilegiada

La regulación de los países de la Unión Europea vincula el concepto de información privilegiada, además de a que la información sea precisa y no pública, a que tenga efectos significativos sobre los precios de los valores a los que se refiere o, en el caso de Reino Unido, que influya sobre las decisiones de inversión de un “usuario regular”²³. Esta concepción resulta diferente de la establecida en Estados Unidos. En este país información privilegiada es toda información concreta no pública, con independencia de que tenga un impacto adicional sobre precios o decisiones de inversión.

La prohibición al uso de información privilegiada que recoge la Directiva de abuso de mercado está recogida de forma similar en la regulación de los países de la UE considerados, excepto en Francia²⁴ y en Reino Unido, que presenta un planteamiento específico. Recordemos que las actuaciones prohibidas en esta materia son tres:

- la adquisición o venta de valores
- la comunicación de información privilegiada, con la excepción recogida en algunos países de que ésta responda al normal desempeño del trabajo, profesión o función
- la recomendación de adquisición o venta de valores

En Reino Unido se considera infracción el uso de información privilegiada, entendida según lo comentado anteriormente. Además, de forma general para las prácticas de abuso de mercado, la infracción también recae sobre aquellas actuaciones consistentes en inducir o requerir la adopción de comportamientos considerados abuso de mercado. Estas prescripciones se completan con ejemplos concretos de situaciones de abuso de mercado.

En Estados Unidos se considera ilegal cualquier operación que se realice en base a información concreta no pública, que infrinja una obligación de confidencialidad con el emisor, los accionistas o cualquier persona que sea la fuente de la información.

Las obligaciones de difusión pública de información relevante, en el sentido de que puedan tener una influencia significativa sobre el precio de los valores, por parte de los emisores, constituyen el eje central de las medidas de prevención del uso de información privilegiada en el seno de la UE. Las principales diferencias entre países se producen en:

- La competencia y participación de los propios mercados para desarrollar el régimen de difusión de información al mercado: en Reino Unido las competencias en esta materia recaen sobre los propios mercados, y en Alemania, Deutsche Börse colaboró con el organismo supervisor (BAFin) en la elaboración de las dos ediciones de una guía explicativa²⁵ exhaustiva que clarifica y desarrolla el régimen de difusión de información ad hoc.
- El grado de exigencia en la rapidez de la difusión de la información: mientras la Directiva habla de publicación “cuanto antes”, en Francia y España se exige una publicación inmediata y en el resto de países no se especifica.
- El grado de concreción de las medidas a adoptar para prevenir y detectar el uso de información privilegiada: la propuesta de Directiva recoge la obligación de elaborar y

²³ La “Financial Services and Markets Act 2000” (FSMA) considera “usuario regular” una persona razonable que opera regularmente en el mercado y entiende su funcionamiento.

²⁴ La regulación francesa recoge como infracciones punibles realizar transacciones, directamente o a través de una tercera persona, basadas en información privilegiada, con anterioridad al conocimiento de la información por parte del público, y comunicar dicha información a una tercera persona.

²⁵ “Insider Trading Prohibitions and ad hoc Disclosure Pursuant to the German Securities Trading Act”.

mantener actualizada una lista de iniciados. Esta medida sólo está recogida en la actualidad por la regulación española que, además, obliga a adoptar un conjunto adicional medidas destinadas a impedir el flujo de información privilegiada entre las distintas áreas de actividad de la entidad.

También hay que comentar que en Alemania, Francia y España se contempla la posibilidad de no exigir la difusión de la información si con ello se daña los intereses legítimos del emisor. La Directiva exige dos condiciones para su aplicación, recogidas únicamente y de forma parcial por Francia: (i) que se garantice la confidencialidad de la información y (ii) que la omisión de la misma no sea susceptible de confundir al público.

En Estados Unidos, la preocupación por la revelación selectiva de información privilegiada llevó al organismo supervisor (“Securities Exchange Comisión”) a establecer en octubre de 2000 una nueva regulación que garantizase una completa y simultánea difusión de la información por parte de los emisores. En esta regulación FD (“Fair Disclosure”)²⁶ se establece la obligación general de que cuando un emisor, o cualquier persona que actúe por su cuenta, revele información concreta no pública referente al emisor o sus valores, a los profesionales del mercado o a los titulares de los valores a los que se refiere la información, la difusión de esta información deber hacerse pública, bien de forma simultánea si la revelación ha sido intencional, o bien cuanto antes, si la revelación no ha sido intencionada.

c) Manipulación de cotizaciones

En este tipo de prácticas se suelen englobar de forma general aquellos comportamientos que suponen, por un lado, una distorsión del normal funcionamiento del mercado y, en segundo lugar, la difusión de información falsa o engañosa. El grado de desarrollo del concepto de manipulación en las regulaciones es diverso. En los países europeos considerados y en Estados Unidos la definición actual es menos completa y exhaustiva que la recogida en la Directiva de abuso de mercado y en la regulación española (véase cuadro 2 o sección 3.2.). Estas últimas incorporan elementos adicionales como la realización de operaciones u órdenes destinadas a asegurar el precio del valor en un nivel artificial o anormal, o la consideración de Internet dentro de los medios de difusión de informaciones o rumores falsos o engañosos.

Conviene comentar el caso alemán, en donde hasta el 1 de julio de 2002 la manipulación de cotizaciones no ha estado recogida en la WpHG (“Wertpapierhandelsgesetz” ó “Securities Trading Act”), sino que ha sido la sociedad que gestiona el mercado de valores la que ha dado tratamiento a estas prácticas. En Italia, el tratamiento legislativo de esta materia se encuentra recogido en la actualidad en el Código Civil.

La exigencia de cumplimiento de un conjunto de normas de conducta aplicables a todas aquellas personas que tengan relación con los mercados de valores constituye un elemento fundamental, no sólo para la prevención, sino también para la detección de la manipulación de cotizaciones. Por una parte, se encuentran las normas de conducta de las ESI, que responden de forma común a los siguientes principios: transparencia, integridad del mercado, justicia y seguridad. Estas normas presentan un diferente grado de desarrollo y concreción en las regulaciones actuales.

En Reino Unido, la “Financial Services Authority” (FSA) elaboró un extenso Código de Conducta de Mercado, para el que se realizaron dos consultas públicas, en el que se fijan en detalle los estándares de conducta aplicables a los usuarios del mercado. En España, como se ha comentado en el apartado 3.2., todas las personas y entidades que realizan actividades relacionadas con el mercado de valores están obligadas al cumplimiento de un conjunto de normas de conducta recogidas en la LMV, en el Código General de Conducta de los Mercados de Valores y en los propios reglamentos internos de conducta. En Estados Unidos, la regulación

²⁶ Regulation FD, Rule 100: General Rule Regarding Selective Disclosure.

de los broker-dealer recoge de forma explícita la prohibición de realizar transacciones o inducir a la compra o venta de valores, utilizando instrumentos engañosos o fraudulentos, así como de realizar cotizaciones ficticias.

La Directiva contempla además de forma específica las normas de actuación de los analistas financieros, instando a una regulación nacional que asegure su actuación transparente e imparcial. La regulación española ya ha incorporado y desarrollado estas medidas, pues recordemos que recoge la obligación de que los analistas hagan público en sus informes, en un lugar destacado, las vinculaciones relevantes que la entidad o grupo tenga o vaya a tener con la empresa sobre la que realiza el análisis.

d) Investigación y sanción

En general, el sistema sancionador del abuso de mercado se establece en dos niveles, administrativo y penal, en función de la gravedad de la infracción. Las sanciones administrativas son impuestas por los propios organismos de supervisión de los mercados. La decisión final en la imposición de la sanción corresponde al Consejo de dichos organismos. Este enfoque es diferente en Reino Unido y en Estados Unidos, pues previamente a la adopción de una decisión final por parte del Consejo del organismo regulador, analiza el caso una tercera parte independiente de éste y del equipo de investigación, que debe tener en cuenta también las consideraciones y apelaciones de los posibles infractores.

Las sanciones administrativas suelen consistir en multas monetarias, cuya cuantía depende principalmente de la gravedad de la infracción. El importe máximo que puede llegar a imponerse alcanza 1.500.000 euros en Alemania, Francia y Estados Unidos, y en ocasiones este límite se vincula a un múltiplo del beneficio obtenido con la infracción cometida, o al mayor importe entre una cantidad monetaria y un múltiplo del beneficio obtenido. En Reino Unido, las multas por sanciones administrativas no están sujetas a un límite máximo y se contempla también la posibilidad de que la sanción consista en la censura pública de los infractores. También en España se contemplan otro tipo de sanciones al margen de las multas monetarias, como son la suspensión e inhabilitación temporal para el ejercicio de la actividad en el mercado de valores, la revocación de autorización a las entidades registradas o la amonestación pública. En el ámbito penal, las sanciones contempladas suelen ser penas de prisión hasta un período máximo de 5-6 años.

Cuadro 2. Comparación de la legislación internacional sobre abuso de mercado

	Alemania	Francia	Italia	Reino Unido	España	Directiva UE	EEUU	
Ámbito	<p><u>Mercados:</u> "On and Off exchanges"</p> <p><u>Valores:</u> - negociados en mercados organizados domésticos, de la UE o del EEE - negociados en mercados regulados no oficiales domésticos</p>	<p><u>Mercados:</u> Regulados</p> <p><u>Valores:</u> - acciones y bonos - contratos de futuros - resto de instrumentos financieros</p>	<p><u>Mercados:</u> Regulados</p> <p><u>Valores:</u> - negociados en mercados regulados en Italia u otro país de la UE</p>	<p><u>Mercados:</u> RIE y OFEX⁽¹⁾</p> <p><u>Valores:</u> negociados en los mercados RIE y OFEX⁽¹⁾</p>	<p><u>Mercados:</u> mercados y sistemas organizados de contratación</p> <p><u>Valores:</u> valores e instrumentos financieros</p>	<p><u>Mercados:</u> regulados y no regulados, y otros sistemas alternativos de contratación</p> <p><u>Valores:</u> negociados en mercado regulado de la UE</p>	<p><u>Mercados:</u> no mención</p> <p><u>Valores:</u> independiente de su registro en un mercado nacional</p>	
Información privilegiada								
1. Concepto	Efecto significativo s/ precios	Efecto s/ precios	Precisa, con efecto significativo s/precios	Efectos s/decisiones de inversión	Concreta, con efecto apreciable s/ cotización	Precisa, con efecto significativo s/precios	Precisa, no pública	
2. Prohibición	<p>Uso de información privilegiada:</p> <ul style="list-style-type: none"> - adquirir y disponer valores - recomendar y comunicar (insiders primarios) 	<p>Uso de información privilegiada:</p> <ul style="list-style-type: none"> - transacciones con valores - comunicar <p>Excepciones: comunicación, en el normal desempeño de su profesión o actividad</p>	<p>Uso de información privilegiada:</p> <ul style="list-style-type: none"> - compra, venta y otras transacciones - divulgación y recomendación 	<p>Uso de información privilegiada:</p> <ul style="list-style-type: none"> - cualquier tipo de operación - comunicar - recomendar <p>Excepciones: comunicación, en el normal desempeño de su profesión o actividad - operar, por obligación contraída antes de conocer la información</p>	<p>Uso de información privilegiada:</p> <ul style="list-style-type: none"> - adquirir o ceder valores - comunicar - recomendar <p>Excepciones: comunicación, en el ejercicio normal del trabajo o profesión</p>	<p>Operaciones sobre la base de información concreta no pública que infringen obligación de confidencialidad</p> <p>Excepciones: "affirmative defenses" o situaciones determinadas de actuación de buena fe</p>		
3. Exenciones	Operaciones de ejecución política monetaria, tipo de cambio o gestión deuda	Transacciones de política económica realizadas por el Estado, el Banco de Italia y el Mº Exterior	Puertos francos: "murallas chinas" efectivas	Operaciones de ejecución política monetaria, tipo de cambio o gestión deuda	Operaciones de ejecución política monetaria, tipo de cambio o gestión deuda	Operaciones de recompra de acciones propias	Operaciones de estabilización valores	

Cuadro 2. Comparación de la legislación internacional sobre abuso de mercado (cont.)

	Alemania	Francia	Italia	Reino Unido	España	Directiva UE	EEUU	
4. Prevención	<p>Obligaciones de difusión de información ad hoc y cambios en las participaciones significativas</p> <p>Excepciones: por daño a los intereses legítimos del emisor</p>	<p>Obligaciones de difusión inmediata de información relevante</p> <p>Excepciones: por comprometer los intereses legítimos del emisor si se garantiza la confidencialidad</p>	<p>Obligaciones de difusión de información relevante</p>	<p>Obligaciones de difusión de información según las normas de los mercados</p>	<p>Obligaciones de difusión inmediata de información relevante</p> <p>Medidas para impedir el flujo indebido de información privilegiada: murallas chinas, lista de iniciados</p> <p>Excepciones: por afectar a los intereses legítimos del emisor</p>	<p>Obligaciones de difusión de información privilegiada cuanto antes</p> <p>Elaboración y actualización lista de iniciados</p> <p>Excepciones: retraso, para no perjudicar intereses legítimos del emisor si se garantiza la confidencialidad</p>	<p>Obligaciones de difusión pública de información privilegiada si revelación a otras personas</p> <p>Actuaciones broker-dealer: adoptar medidas de prevención del uso de información privilegiada</p> <p>Excepciones: personas y entidades dentro del ejercicio normal de su actividad con las que se mantiene un deber de confidencialidad</p>	
Manipulación de cotizaciones								
1. Concepto	<p>- Indicios incorrectos sobre información relevante</p> <p>- Retener u ocultar información relevante</p> <p>- Difusión rumores o realizar operaciones para ejercer influencia ilegal s/ mercado o precio</p>	<p>- Difusión al público de información falsa o engañosa</p> <p>- Distorsión del normal funcionamiento del mercado por engaño</p>	<p>Código Civil⁽²⁾:</p> <p>- difusión de noticias falsas</p> <p>- operaciones simuladas o artificios para alterar precio o dañar confianza público</p>	<p>- Impresiones falsas o engañosas</p> <p>- Distorsión de mercado</p> <p>Reconocimiento de puertos francos</p>	<p>- Indicios falsos o engañosos s/ oferta, demanda o precio</p> <p>- Asegurar el precio en un nivel artificial</p> <p>- Difusión en los medios de información falsa</p> <p>- Dispositivos ficticios</p> <p>Excepciones a 1º y 2º punto: Ajuste a las prácticas de mercado generalmente aceptadas</p>	<p>- Indicios falsos o engañosos s/ oferta, demanda o precio</p> <p>- Asegurar el precio en un nivel artificial</p> <p>- Difusión en los medios de información falsa</p> <p>- Dispositivos ficticios</p> <p>Excepciones a 1º y 2º punto: Ajuste a las prácticas de mercado generalmente aceptadas</p>	<p>- Indicios falsos o engañosos s/ oferta, demanda o precio</p> <p>- Asegurar el precio en un nivel artificial</p> <p>- Difusión en los medios de información falsa</p> <p>- Dispositivos ficticios</p> <p>Excepciones a 1º y 2º punto: Ajuste a las prácticas de mercado generalmente aceptadas</p>	<p>Distorsión del proceso normal de creación de oferta y demanda</p>
2. Prevención	<p>Normas de conducta ESJ⁽³⁾:</p> <p>- prioridad interés cliente</p> <p>- diligencia</p> <p>- seguridad</p> <p>- justicia</p>	<p>Normas de conducta ESI:</p> <p>- transparencia</p> <p>- integridad mercado</p> <p>- seguridad</p> <p>- justicia</p>	<p>Normas de conducta ESI:</p> <p>- transparencia</p> <p>- integridad mercado</p> <p>- justicia</p> <p>- diligencia y eficiencia</p> <p>- seguridad</p>	<p>Usuarios del mercado: "Code of Market Conduct"</p>	<p>Prohibiciones agentes participantes:</p> <p>- provocar evolución artificial cotizaciones</p> <p>- multiplicar transacciones innecesariamente</p> <p>- atribuirse valores o anteponer su venta perjudicando clientes</p> <p>Normas conducta analistas: imparcialidad y transparencia</p>	<p>Operadores de mercado: medidas estructurales para prevenir y detectar</p> <p>Normas conducta analistas: imparcialidad y transparencia</p>	<p>Actuaciones broker-dealer: no realizar o inducir a transacciones con manipulación, engaño, fraude y cotización ficticia</p>	

Cuadro 2. Comparación de la legislación internacional sobre abuso de mercado (cont.)

	Alemania	Francia	Italia	Reino Unido	España	Directiva UE	EEUU
Régimen de supervisión, inspección y sanción							
Organismo supervisor	BAFin: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	COB: Commission des opérations de bourse CMF: Conseil des marchés financiers	CONSOB: Commissione Nazionale per le società e la borsa	FSA: Financial Services Authority	CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores		SEC: Securities and Exchange Commission
Poderes	Requerimientos de información a ESI y emisores	Acceso a todos los documentos y testimonios de personas con posible información Comisionado: informa y recomienda	Requerimientos de información y documentación y audiencia de personas relacionadas	- Requerimientos de información y documentos a cualquier persona - Comité de Decisiones Regulatorias: órgano independiente	Requerir y acceder a toda información necesaria en investigación	Centralizados en un único organismo supervisor y regulador por estado miembro. Cooperación entre ellos	- Requerimientos y acceso a documentación - Juez administrativo independiente del staff de investigación
Sanciones	Administrativas ⁽⁴⁾ : Multas desde 50 mil hasta 1.500 miles de euros	Administrativas: Multas desde 15.250 hasta máximo de 1.525.000 euros ó 10 veces beneficios	Administrativas: Multas desde 10.330 hasta 310.000 euros	Administrativas: Multas ilimitadas o censura pública	Administrativas: Multas monetarias y suspensión e inhabilitación temporal, revocación autorización, amonestación pública	Las sanciones que establezca cada país deben ser disuasorias y proporcionales a la gravedad de la infracción y de los beneficios obtenidos	Procesos administrativos y acciones civiles: Límites máximos entre 50 mil \$ y 1 millón de \$ y el beneficio obtenido (3 veces en información privilegiada)
	Penales: Desde multas monetarias hasta prisión de 5 años ⁽³⁾	Penales: Prisión desde 6 meses hasta 2 años	Penales: Prisión hasta 2 años Código Civil (manipulación): Prisión 1-5 años	Penales: "Criminal Justice Act 1993"	Penales: Prisión de 1-6 años Multas hasta 3 veces b ^o obtenido o favorecido		Penales

(1) RIE ("Recognised Investment Exchange"): LSE, virt-x, Jivay, COREDEAL, LIFFE, London Metal Exchange, International Petroleum Exchange, OM London Exchange, OFEX: plataforma de contratación electrónica para acciones no listadas y cotizadas (off-exchange).

(2) El tratamiento legal de las prácticas sobre abuso de mercado referidas a la manipulación de instrumentos financieros recogido en la "Law on Financial Intermediation" (Decreto Legislativo 58 de 24 de febrero de 1998) ha sido derogado por el art. 8 del Decreto Legislativo 61 de 11 de abril de 2002. Su tratamiento se encuentra recogido en el Código Civil, artículo 2637.

(3) ESI: Empresas de servicios de inversión.

(4) La "Securities Trading Act" considera infracciones administrativas las referidas al incumplimiento de las obligaciones de difusión de información al mercado y las infracciones menos graves por manipulación de mercado. Las infracciones por información privilegiada son castigadas penalmente.

5. Investigación y sanción

El número de expedientes concluidos referentes al uso de información privilegiada y a manipulación de mercado no puede considerarse elevado (véase anexo 4). En los principales países de la UE, el promedio anual de expedientes sancionadores abiertos, y los expedientes remitidos a la autoridad judicial, no superan la veintena de casos entre los años 1997 y 2001. En Estados Unidos, donde los mercados de valores son mucho mayores, los expedientes abiertos por la SEC por abuso de mercado se cifran en una media anual de 85 casos entre 1999 y 2001; éstos no llegan a representar el 20% del total de expedientes abiertos por la SEC.

Los casos que se resuelven con imposición de sanción, bien administrativa o penal, son aún menores. Así, por ejemplo, las sentencias condenatorias impuestas por información privilegiada por parte de la autoridad judicial son sólo dos en Alemania, y tres en Italia. En Francia y en España las sanciones administrativas impuestas por la COB y la CNMV por situaciones de abuso de mercado se elevan hasta 22 y 35 multas respectivamente.

A este respecto hay que tener en cuenta que, como ya se ha comentado, la regulación sobre información privilegiada es reciente en los países desarrollados a excepción de en Estados Unidos y en un grupo reducido de países como Canadá y Francia. Además desde su entrada en vigor transcurre una media de 5 años hasta su aplicación; y en algunos países todavía no ha sido aplicada. Estados Unidos, aunque fue el primer país en aplicarla en 1961, tenía regulación desde 1934 (véase anexo 1).

La dificultad de la prueba es uno de los principales escollos en la labor de investigación y que impide la imposición de sanciones. El infractor suele valerse de medios que dificultan su detección como son la utilización de testaferros o sociedades interpuestas, secreto bancario o productos financieros sofisticados. Su detección resulta, por tanto, costosa y compleja. Además, una vez detectado habrá que probar, en el caso de uso de información privilegiada, que conocía dicha información y que la utilizó con la intención de obtener un beneficio. Para facilitar esta labor, resultarán medidas útiles el establecimiento de murallas chinas efectivas, en la medida que acota el número de personas que pueden tener acceso a información relevante, o la llevanza de un registro de personas y fechas con acceso a información privilegiada.

6. Conclusiones

Las regulaciones sobre los mercados de valores prohíben actuaciones en las que un grupo determinado de personas se aprovecha de que tienen o acceden a información que no está disponible para el público en general, así como aquellas actuaciones que distorsionan el funcionamiento del mercado o suponen una difusión de rumores falsos o engañosos. Con ello se trata de dar cumplimiento a dos de los principales objetivos de los organismos supervisores de los mercados: proteger al inversor y velar por la integridad de los mercados. Desde el punto de vista de la teoría económica, existe unanimidad en regular contra la manipulación de mercado, en la medida que en estas actuaciones los agentes utilizan su poder de mercado para engañar al resto de participantes. Por el contrario, la prescripción de regulación del uso de información privilegiada ha sido un aspecto muy debatido.

La legislación en esta materia es reciente en la Unión Europea. La mayor parte de los países comenzaron a establecer las primeras disposiciones sobre abuso de mercado a finales de los años ochenta, en muchas ocasiones de forma incompleta al abarcar únicamente la información privilegiada. La Directiva sobre abuso de mercado, recientemente aprobada, supone un paso importante para el establecimiento de un marco normativo común, único y completo, sobre esta materia a nivel europeo. Las líneas básicas recogidas en la Directiva están sirviendo de base para la modificación y actualización de las legislaciones nacionales. Éste es el caso de la nueva normativa española que, tomando como base los principios básicos de la Directiva ha establecido un régimen completo de comunicación de información relevante, especificado medidas preventivas del uso de información privilegiada relativas a la organización de las

entidades que prestan servicios en los mercados (“murallas chinas”, lista de iniciados, etc), y recogido de forma explícita y más pormenorizada la manipulación de cotizaciones.

El tratamiento normativo de las prácticas de abuso de mercado presenta una afinidad considerable en el planteamiento básico de esta materia en los países de la UE, la Directiva de la UE, y en Estados Unidos. No obstante, se constatan diferencias en aspectos concretos y en el desarrollo que cada país ha dado a esta legislación. Reino Unido presenta las características más diferenciadas del resto de países europeos considerados.

Un primer aspecto a comentar se refiere al concepto de información privilegiada. La regulación de los países de la UE lo vincula, además de a que la información sea precisa y no pública, a que tenga efectos sobre los precios de los valores a los que se refiere o, en el caso de Reino Unido, a que influya sobre las decisiones de inversión de un usuario habitual; en Estados Unidos es información privilegiada toda información concreta no pública, por lo que es ilegal cualquier operación que se realice en base a una información concreta no pública, independientemente de que tenga impacto adicional sobre los precios o sobre las decisiones de inversión. Sobre el tema de manipulación de mercado, se constata la homogeneidad en su definición: difusión de información falsa y engañosa, distorsión del proceso de formación de precios.

La prevención del abuso de mercado se orienta de forma unánime hacia dos tipos de obligaciones: de difusión pública inmediata de información relevante por parte de los emisores, y de conducta por parte de las empresas que prestan servicios relacionados con los mercados de valores. La exigencia de que los emisores elaboren y actualicen una lista de personas con acceso a información privilegiada es una obligación recogida por la Directiva de la UE que, por el momento, sólo está recogida en la normativa española.

En general, la experiencia a nivel internacional en la aplicación de la legislación sobre abuso de mercado muestra una frecuencia de uso de la normativa relativamente reducida: un porcentaje reducido de casos con indicios de abuso de mercado desembocan en la apertura de investigaciones y son contados los casos que se cierran con la aplicación de sanción, bien de tipo administrativo o bien de tipo penal. Todo ello se deriva de la dificultad para detectar y sancionar estas prácticas, pues por un lado las investigaciones resultan costosas y complejas, y a ello se añade la dificultad para demostrar la relación entre las personas que ejecutan las operaciones y las que se encuentran en el origen de las mismas. Conscientes de esta situación las autoridades supervisoras vienen poniendo especial interés en que la regulación se oriente al establecimiento de medidas efectivas de prevención, para así poder seguir avanzando en la lucha contra el abuso o fraude en los mercados de valores.

7. Anexos

Anexo 1. Los mercados de valores y la regulación del uso de información privilegiada

País	Fecha establecimiento del ppal. mercado	Fecha existencia de 1ª Regulación inform. privilegiada	Fecha 1ª sanción por inform. privilegiada
Alemania	1585	1994	1995
Australia	1859	1991	1996
Austria	1771	1993	No
Bélgica	1801	1990	1994
Canadá	1878	1966	1976
Dinamarca	1919	1991	1996
España	1831	1988 ⁽¹⁾	1992
Estados Unidos	1792	1934	1961
Finlandia	1912	1989	1993
Francia	1826	1967	1975
Hong Kong	1891	1991	1994
Holanda	1600	1989	1994
Irlanda	1793	1990	No
Italia	1808	1991 ⁽²⁾	1996
Japón	1878	1988	1990
Luxemburgo	1929	1991	No
Noruega	1819	1985	1990
Reino Unido	1773	1980 ⁽³⁾	1981
Singapur	1930	1973	1978
Suecia	1863	1971	1990
Suiza	1938	1988	1995

(1) Esta regulación ha sido modificada y actualizada por la Ley Financiera aprobada a finales de 2002.

(2) El tratamiento legislativo actual del abuso de mercado está recogido en el Decreto Legislativo de 24 de febrero de 1998, nº 58. (3) Esta legislación ha sido modificada y actualizada por la “Financial Services and Markets Act 2000”.

Fuente: Bhattacharya y Daouk, “The World Price of Insider Trading”, Kelley School of Business, Indiana University, próxima publicación Journal of Finance, y elaboración propia.

Anexo 2. Regulación del abuso de mercado en España: cambios introducidos por la Ley Financiera

Materia	Referencia en LMV	Principales cambios introducidos por la Ley Financiera
Información privilegiada	Art. 81.1 (antes 81.2)	Definición: se extiende su ámbito de aplicación a <u>todos los instrumentos financieros</u> , no sólo los valores, y a los <u>sistemas organizados de contratación</u> , no sólo estrictamente mercados. Se introduce una definición explícita sobre información privilegiada en los derivados sobre materias primas.
	Art. 81.2 (nueva redacción)	Prohibición de uso: se extiende a los <u>productos derivados</u> que tengan como subyacente valores negociables o instrumentos financieros a los que se refiera la información. Se recogen dos <u>excepciones</u> a la prohibición general de uso de información privilegiada: - operaciones que constituyen en sí mismas la información privilegiada - operaciones que respondan a una obligación contraída con anterioridad a estar en posesión de la información privilegiada. Aplicación de la prohibición: también a las <u>personas que hubieran debido saber</u> que la información que poseían tenía carácter de privilegiada

	Art. 81.3 (nuevo)	Se especifican las <u>exenciones</u> a la prohibición de uso de información privilegiada (se incluyen las operaciones de autocartera en programas de recompra y de estabilización, si se realizan en las condiciones fijadas reglamentariamente)
	Art. 81.4 (antes 81.1)	Salvaguarda de la información privilegiada: redacción más simple y clarificadora (todas las personas y entidades que actúan en los mercados deben adoptar las <u>medidas</u> necesarias para evitar su utilización abusiva o desleal).
Medidas de salvaguarda de la información privilegiada	Art. 83 (nueva redacción)	Se <u>concretan las medidas</u> para evitar el flujo de información privilegiada entre las distintas áreas de actividad de las entidades que prestan servicios en los mercados de valores: áreas separadas, barreras de información, sistemas de decisión de inversiones autónomo, listas de valores sobre los que se tiene información privilegiada y de personas iniciadas. Se recogen unas obligaciones específicas para los <u>analistas</u> : transparencia sobre las relaciones entre la entidad y la empresa analizada.
	Art. 83 bis (nuevo)	Se recogen las medidas concretas de salvaguarda de información privilegiada para los <u>emisores</u> en las siguientes situaciones: fases de estudio y negociación de proyectos, operaciones de autocartera y operaciones de administradores, directivos y empleados.
Manipulación de cotizaciones	Art. 83 ter (nuevo)	Se da tratamiento específico a la manipulación de cotizaciones (anteriormente recogido en las prácticas prohibidas del art. 80).
		Prohibición general de prácticas manipuladoras: preparar o realizar operaciones que <u>falseen la libre formación de precios</u> .
		<u>Desarrollo y concreción</u> de prácticas manipuladoras: - indicios falsos o engañosos sobre oferta, demanda o precio - asegurar el precio en un nivel anormal o artificial - dispositivos ficticios, cualquier otra forma de engaño - difusión de información engañosa a través de medios de comunicación (incluido Internet)
Régimen de comunicación de información relevante	Art. 82 (nueva redacción)	Se introduce la definición de información relevante: posibilidad de <u>afectar las decisiones de inversión</u> de un inversor e influir de forma sensible sobre la cotización de un valor o instrumento financiero en un mercado secundario.
		Se ratifica la obligación de <u>difusión inmediata</u> al mercado, con comunicación previa a la CNMV.
		Se establecen los <u>requisitos del contenido</u> de la comunicación: veraz, claro, completo y, si es posible, cuantificado. Se obliga a los emisores a la difusión de la información a través de sus páginas de Internet.
Normas de conducta	Art. 78.1	Se incluye a los <u>analistas de inversiones</u> en la obligación de respeto a las normas de conducta recogidas en el Título VII de la LMV.
	Art. 80.a (nueva redacción)	La práctica prohibida se vincula a que tenga por objeto o produzca una evolución artificial de las cotizaciones, eliminando cualquier mención sobre la obtención de <u>beneficio</u> .
Régimen de supervisión, inspección y sanción	Art. 84.8 (nuevo)	Se amplía y concreta el ámbito de <u>competencias de la CNMV</u> : actos en territorio español con valores e instrumentos financieros negociados en un mercado regulado en España o en un mercado regulado de otro Estado miembro de la UE.

Anexo 3. Situación actual de la regulación sobre el abuso de mercado en algunos países de la Unión Europea

En las páginas siguientes se recoge de forma más pormenorizada la regulación concreta del abuso de mercado existente en algunos de los principales países de la Unión Europea y en Estados Unidos.

1. Alemania

Prevenir y combatir las operaciones basadas en información privilegiada se encuentra entre las principales tareas del organismo regulador y supervisor en materia de valores en Alemania (BAFin, sector valores y gestión de activos²⁷). El marco legal en esta materia es la “Securities Trading Act” (WpHG, “Wertpapierhandelsgesetz”) que data de julio de 1994. En ésta se implementó la Directiva sobre información privilegiada de 1989. La manipulación de precios no estaba recogida en la WpHG hasta la entrada en vigor de la “Fourth Financial Market Promotion Act” el 1 de julio de 2002. La adopción de esta nueva legislación dotó a BAFin de competencias para investigar y sancionar la manipulación de mercado y de cotizaciones. Hasta esta fecha fue la sociedad que gestiona el mercado de valores, como organización autorregulada, la que daba tratamiento a estas prácticas²⁸.

La “Securities Trading Act” considera fundamental luchar contra la información privilegiada para fortalecer la confianza en el funcionamiento de los mercados financieros alemanes y por tanto su elaboración como centro financiero. Para lograr este objetivo estableció las siguientes medidas: (i) la elaboración de operar con información privilegiada, punible penalmente y (ii) la elaboración de información ad hoc relevante en la elaboración de precios²⁹. Las elaboraciones recogidas en la WpHG³⁰ fueron desarrolladas por una guía práctica explicativa³¹, cuyas dos ediciones publicadas hasta la fecha –en 1994 y 1998- se realizaron en colaboración con la Deutsche Börse AG.

a) Información privilegiada

Concepto

Aquella información no pública referente a uno o más emisores de valores sometidos a este régimen o a los propios valores que, de haberse hecho pública, podría tener una influencia significativa sobre los precios de los valores.

Ámbito de aplicación

Aquellos valores que cotizan en mercados regulados, organizados o no oficiales, de alguno de los países miembros de la UE o del Espacio Económico Europeo³².

En particular, se explicita que serán valores sometidos al régimen de información privilegiada los siguientes:

- derechos de suscripción, compra y venta de valores
- derechos de pago al contado, en función de la evolución del precio de los valores
- contratos de futuros financieros (sobre acciones, bonos y tipos de interés a corto plazo), así como los derechos para su suscripción, adquisición o disposición
- otros contratos de futuros que supongan la adquisición o entrega de valores

Iniciados

La regulación alemana hace una distinción entre iniciados primarios y secundarios en función del tipo de acceso a la información privilegiada. Los iniciados primarios tienen acceso directo a la información por su pertenencia a los cuerpos de gestión o supervisión, por su participación en el capital del emisor o de una empresa relacionada con éste, o por el ejercicio de su profesión, actividades o tareas. Aquéllas personas que tienen conocimiento de la información privilegiada a través de terceros son considerados iniciados secundarios.

²⁷ BAFin (“Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht”) es el único organismo supervisor financiero en Alemania desde abril de 2002. Este nuevo organismo integra el anterior supervisor bancario (BAKred, “Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen), de seguros (BAV, “Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen) y de valores (BAWe, “Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel).

²⁸ La manipulación de mercado está recogida en la “German Exchange Act” (Börsengesetz), sección 88.

²⁹ Las sanciones criminales por situaciones de información privilegiada se vienen aplicando desde agosto de 1994, mientras que la difusión de información ad hoc entró en vigor en enero de 1995.

³⁰ Las disposiciones sobre información privilegiada se recogen en la parte 3 de la “Securities Trading Act” (WpHG, Wertpapierhandelsgesetz”).

³¹ “Insider Trading Prohibitions an ad hoc Disclosure Pursuant to the German Securities Trading Act”.

³² El Espacio Económico Europeo (EEE) está constituido en la actualidad por los 15 Estados miembros de la UE y tres de los restantes Estados miembros de la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC): Islandia, Liechtenstein y Noruega. Suiza es miembro de la AELC pero no forma parte del EEE.

Prohibiciones

Ningún iniciado, ni primario ni secundario, podrá, utilizando información privilegiada, adquirir o disponer de valores sometidos por cuenta propia o de terceros. En el caso de los iniciados primarios se establece adicionalmente las siguientes prohibiciones:

- comunicar o poner a disposición de otra persona información privilegiada sin autorización
- recomendar a terceros la adquisición o disposición de valores sometidos en base a su conocimiento de información privilegiada

Prevención

Entre las medidas más importantes para prevenir el uso indebido de información privilegiada se encuentran las obligaciones de difusión de información de las compañías cotizadas. La WpHG recoge como tales tanto la revelación de información ad hoc, como la obligación concreta de publicar los cambios en las participaciones mayoritarias de capital.

En relación con las obligaciones de difusión de información ad hoc se establece que un emisor de valores admitidos a cotización en un mercado regulado oficial doméstico debe publicar, sin dilación cualquier nueva información que surja en su área de actividad, que no se conozca por el público en general y que, de conocerse, tendría una influencia significativa en el precio de los valores por su efecto sobre los activos y pasivos, la posición financiera o el negocio en general del emisor; en el caso concreto de que los valores sean títulos de deuda su influencia sobre su precio se derivaría de su efecto sobre la capacidad de cumplimiento de las obligaciones de pago por parte del emisor.

La información deberá ser comunicada previamente al órgano de gestión de los mercados donde cotizan los valores y los productos derivados que toman como subyacente estos valores y al organismo federal supervisor. La publicación de la información debe realizarse en alemán, a través de los siguientes medios:

- al menos un periódico nacional entre los que hayan sido designados para difundir noticias de los mercados, o
- sistemas de difusión electrónica de información que sean ampliamente utilizados por las instituciones de crédito, las empresas recogidas en la “Banking Act”, otras compañías con oficinas registradas en Alemania admitidas a cotización en un mercado doméstico y las compañías de seguros.

A.3.1. Ejemplos de posible información relevante

Cambios en los activos y pasivos o en la posición financiera	Cambios en el negocio en general
Disponibilidad de partes centrales del negocio	Decisiones de entrar o no en nuevas áreas del negocio principal
Acuerdos de fusión	Finalización o revisión de relaciones contractuales particularmente significativas
Cambios estructurales sustanciales: integración, desintegración, conversión	Inventos significativos, que garantizan patentes o licencias importantes
Acuerdos de control y/o transferencia de beneficios	Responsabilidad seria en casos de daño medio ambiental
Adquisición o venta de participaciones significativas	Conflictos legales o procesos anticartel de especial relevancia
Ofertas de adquisición	Cambios en el personal clave de la compañía
Medidas que afectan al capital accionario	
Cambios en el ratio de dividendos	
Desviación sustancial de los resultados recogidos en los estados financieros previos o de las previsiones del mercado	
Suspensión inminente de pagos	
Gastos extraordinarios importantes	

Fuente: “Insider Trading Prohibitions and Ad hoc Disclosure Pursuant to the German Securities Trading Act”, BAWe and Deutsche Börse, abril 1998.

Como se ha comentado, las obligaciones de difusión de información no se limitan a la publicación de información ad hoc, sino que la normativa alemana también especifica unos requisitos para difundir los

casos de cambios en el porcentaje de derechos de voto en empresas cotizadas³³. Así establece que cualquier parte que, por adquisición, disposición o cualquier otra manera alcance, exceda o pierda un 5%, 10%, 25%, 50% o 75% de los derechos de voto de una compañía cotizada deberá sin dilación notificarlo a la compañía en cuestión y al organismo supervisor de valores en un plazo no superior a siete días naturales.

Exenciones y excepciones

A petición, BAFin podrá eximir de la obligación de difusión de información privilegiada al emisor si la publicación pudiera dañar sus intereses legítimos.

En los casos de emisores registrados fuera de Alemania, se permite que la difusión de la información se realice de forma simultánea a su publicación en los medios, pues se entiende que ello no afecta a la decisión del cuerpo de gestión de los mercados de suspender o interrumpir la cotización de los valores del emisor. Este tipo de emisores también se exceptúa la obligación de realizar la publicación de la información en lengua alemana, en la medida que no se incurre en un riesgo de que el público no esté lo suficientemente informado.

b) Manipulación de mercado

Concepto

La nueva regulación aprobada por la “Fourth Financial Market Act” prohíbe:

- realizar declaraciones incorrectas sobre elementos que son relevantes en la valoración de los valores, como las ganancias o ventas generadas por la compañía, así como retener u ocultar dicha información
- difundir rumores o realizar transacciones con el objetivo de influir ilegalmente sobre el mercado o el precio del valor.

Prevención

Las normas de conducta exigidas a las ESI actúan como elemento de prevención y detección de la manipulación de mercado pues entre las disposiciones en esta materia³⁴ se encuentra el principio general de prioridad de los intereses de los clientes, la exigencia de establecimiento de estructuras de organización interna que minimicen los conflictos de interés entre la ESI y el cliente, y las obligaciones de registro de la información relativa a las órdenes recibidas y ejecutadas por cuenta de los clientes.

c) Investigación y sanción

Con el objetivo de combatir las operaciones de abuso de mercado, BAFin puede requerir a las ESI, así como a los emisores de valores sometidos, el suministro de información relativa a las operaciones investigadas. Las ESI están obligadas a proporcionar la identidad del cliente en nombre del que operan, así como todas las operaciones con valores que éste haya realizado en los seis meses anteriores, con el objeto de descubrir su patrón de comportamiento habitual. Por su parte, el emisor de valores está obligado a suministrar todos los detalles de los acontecimientos base de la información privilegiada, incluidos los nombres de las personas que tienen conocimiento de dicha información.

Si de la investigación se desprenden indicios fundados de infracción de la normativa sobre información privilegiada y manipulación de mercado, BAFin traslada el caso al correspondiente órgano judicial que se encargará de continuar las investigaciones, si lo estima necesario, y será el responsable del proceso penal. Las penas oscilan entre la multa monetaria y el encarcelamiento hasta cinco años³⁵. Los casos menos graves de infracción de la normativa sobre manipulación de mercado y el caso concreto de infracción de la obligación de difusión de información son considerados faltas administrativas y se estipulan multas de 50 mil, 100 mil, 250 mil y 1.500 miles de euros en función de la gravedad de la infracción.

Ya se ha mencionado que hasta el 1 de julio de 2002, BAFin no estaba autorizada a investigar y perseguir los casos de manipulación de precios; por ello, hasta entonces, los indicios sobre estas posibles actuaciones eran remitidos a las autoridades de supervisión de los propios mercados o se informaba a los

³³ El régimen sobre notificación y requisitos de difusión de los cambios en el porcentaje de derechos de voto en compañías cotizadas se encuentra recogida en la parte 4 de la “Securities Trading Act”, secciones 21-30.

³⁴ Las normas de conducta para las ESI están recogidas en la parte 5 de la “Securities Trading Act”, secciones 31-37.

³⁵ Las sanciones se recogen en la parte 6 de la “Securities Trading Act”, sección 38.

organismos judiciales públicos. A partir de dicha fecha se centralizaron en BAFin las competencias en materia de manipulación de mercado.

2. Francia

La Ordenanza nº 67-833 de 1967 confiere a la “Commission des opérations de bourse” (COB) las tareas de proteger los ahorros invertidos en todos aquellos instrumentos ofrecidos al público y garantizar la difusión de información a los inversores y un adecuado funcionamiento de los mercados financieros. De cara al cumplimiento de estos objetivos, la legislación actual³⁶ prohíbe aquellas prácticas de mercado que tengan los siguientes efectos:

- distorsionar el funcionamiento del mercado
- provocar la obtención de ventajas injustificadas que no se habrían conseguido en un marco de funcionamiento normal del mercado
- socavar la difusión uniforme de información y el tratamiento igualitario de los inversores o sus intereses
- permitir que los emisores e inversores se beneficien de las transacciones de los intermediarios al violar sus obligaciones profesionales

Varias regulaciones desarrollan el marco general que establece la Ordenanza en materia de abuso de mercado.

a) Información privilegiada

Concepto

La Regulación nº 90-08, modificada por la Regulación 92-03 considera información privilegiada aquella información precisa, no pública, relativa a uno o más emisores, uno o más valores transferibles, contratos de futuros u otros productos financieros admitidos a cotización que, de hacerse pública, podrían afectar el precio de los productos financieros.

Ámbito de aplicación

Esta regulación será de aplicación a todas las transacciones realizadas con valores transferibles, contratos de futuros u otros productos financieros admitidos a negociación por el “Conseil des marchés financiers”³⁷ (CMF). Esta regulación será de aplicación a las operaciones “over the counter” (OTC).

Prohibiciones

La Ordenanza recoge como infracciones punibles el siguiente conjunto de actuaciones:

- la utilización por parte de los gestores de una compañía de información privilegiada, a la que tengan acceso en el ejercicio de su profesión o tareas, sobre las perspectivas o posición del emisor de instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado, por llevar a cabo, bien directamente o a través de una tercera persona, una o más transacciones con anterioridad a que el público tuviera conocimiento de dicha información
- la comunicación por parte de cualquier persona de información privilegiada, sobre instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado, a una tercera persona fuera del ámbito normal de ejercicio de su profesión o tarea

Prevención

La regulación de la COB establece de forma general que los emisores de instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado, están obligados a adoptar todas aquellas medidas

³⁶ La Ordenanza nº 67-833 ha sido modificada desde su adopción en 1967 por un conjunto de leyes y una ordenanza. La Ley nº 89-831 de 2 de agosto de 1989 y la Ley nº 96-597 de 2 de julio de 1996, de modernización de las actividades financieras, proporcionaron la organización y poderes actuales de la COB.

³⁷ El “Conseil des Marchés Financiers” (CMF) fue creado por la Ley 96-597 de 2 de julio de 1996 a través de la fusión del “Conseil des bourses de valeurs” y el “Conseil du marché à terme”. Sus principales competencias cubren las siguientes áreas: regulación y supervisión de los mercados regulados y los sistemas de compensación y liquidación, la autorización de los proveedores de servicios de inversión (excepto las que proporcionan servicios de gestión de activos que corresponden a la COB) junto con el “Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d’Investissement” (CECEI), la definición y supervisión del cumplimiento de las normas aplicables a los proveedores de servicios de inversión y la regulación y aprobación de las ofertas públicas de valores.

necesarias para prevenir el abuso y la circulación inadecuada de información privilegiada³⁸. Las obligaciones de difusión de información por parte del emisor se refieren a todas aquellas nuevas situaciones que puedan tener un impacto significativo sobre el precio de los instrumentos financieros o la situación y derechos de sus tenedores. La información en cuestión ha de ser difundida al público de forma inmediata y deberá ser apropiada (no engañosa), precisa y presentada adecuadamente³⁹.

Exenciones y excepciones

La normativa en materia de información privilegiada establece implícitamente un conjunto de actuaciones que no se considerarán infracciones punibles. Éstas se refieren básicamente a la utilización y revelación de información privilegiada que respondan al desempeño normal de las actividades propias de los miembros del equipo de gestión o del consejo directivo de un emisor, así como de las personas que planifican y ejecutan una operación financiera. De forma general se establece que la información privilegiada obtenida durante el ejercicio de su actividad profesional o funciones sólo podrá ser difundida a otras personas si se enmarca dentro del propósito o actividad por la que fue revelada.

En base a estas consideraciones se establece asimismo, como excepción a las obligaciones de difusión inmediata de información por parte del emisor, las situaciones en las que su revelación pueda comprometer sus legítimos intereses, siempre y cuando se garantice su confidencialidad.

b) Manipulación de mercado

Concepto

La Ordenanza completa el conjunto de infracciones punibles recogidas en el apartado de información privilegiada con las siguientes actuaciones:

- la distribución al público de información falsa o engañosa, a través de cualquier canal o medio, sobre las perspectivas o posición de un emisor de instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado, que pueda tener influencia sobre los precios
- la manipulación, o el intento de manipulación, por parte de cualquier persona, directamente o a través de una tercera persona, del normal funcionamiento de un mercado de instrumentos financieros, por engañar a otras personas

Prevención

En relación a los intermediarios financieros, el CMF establece como reglas de buena conducta un conjunto de obligaciones que, basadas en los principios de transparencia, seguridad, justicia e integridad, están dirigidas a garantizar la protección de los inversores y la normalidad de las operaciones⁴⁰.

c) Investigación y sanción

La modificación de la normativa en materia de procedimiento en las investigaciones y sanciones, en agosto de 2000⁴¹, ha dotado a la COB de una reglamentación no ambigua sobre los poderes de los inspectores en los posibles casos de infracción de la legalidad vigente. Éstos tienen el derecho a acceder a todos los documentos, independientemente del medio en que hayan sido registrados, incluidos los datos de los operadores de telecomunicaciones, y escuchar los testimonios de cualquier persona que estimen conveniente para llevar a cabo las investigaciones.

El nuevo procedimiento de investigación y sanción busca fortalecer el cumplimiento de los principios de imparcialidad y el derecho de audiencia justa. Las responsabilidades están divididas en tres partes:

- la apertura de las investigaciones y del procedimiento de sanción: recae sobre el Director general
- la formulación oficial de las reclamaciones: corresponde a un comisionado nombrado por el Presidente. Éste actúa como informador y presentará una recomendación al consejo de la COB, que no tiene por qué estar en la misma línea o recomendación del Director General

³⁸ Regulación nº 90-08 relativa al uso de información privilegiada, corregida por la Regulación nº 92-03, artículo 6.

³⁹ Regulación nº 98-07 relativa a los requisitos de difusión pública de información, artículos 2 y 3.

⁴⁰ Ley nº 96-597 de 2 de julio de 1996, de modernización de las actividades financieras, artículo 58.

⁴¹ Decreto 2000-720 de 1 de agosto de 2000 que modifica el Decreto 68-23 de 3 de enero de 1968 sobre la organización financiera y administrativa de la COB, y Decreto 2000-721 de 1 de agosto de 2000 que modifica el Decreto 90-263 de 23 de marzo de 1990 sobre el procedimiento para los requerimientos judiciales y las sanciones administrativas de la COB.

- la imposición de sanciones: es competencia de los restantes miembros del consejo de la COB, que deliberarán y tomarán la decisión en base a la recomendación que presente el informador pero sin su presencia, después de oír a la persona encargada del caso

En los casos en los que el informe sobre la investigación no se considere susceptible de aplicación de sanciones administrativas, el informe es presentado al consejo de la COB que puede decidir, bien no continuar con otras acciones o bien transmitirlo a otras autoridades administrativas⁴² o judiciales.

Las prácticas que la regulación francesa establece como abuso de mercado pueden ser consideradas como delito por las autoridades judiciales, con penas de prisión. La COB puede imponer también sanciones administrativas con multas monetarias, cuya cuantía varía en función de la gravedad de la infracción y de los beneficios generados por ésta. Las multas consisten en multas monetarias y penas de prisión según lo recogido en el cuadro adjunto. Como puede comprobarse las infracciones más graves se sancionan con multas de importe máximo 1.525 mil euros, o cuando se hayan realizado beneficios, de diez veces la cuantía de dichos beneficios y con penas de prisión de dos años. Además el organismo regulador puede también ordenar la publicación de su decisión en periódicos u otras publicaciones.

A.3.2. Sanciones por abuso de mercado

Tipo de actuación	Multa (euros)	Pena (prisión)
Uso de información privilegiada por gestores de una compañía	Máximo: 1.525.000 ó 10* Beneficios realizados	2 años
Comunicación de información privilegiada	15.250	6 meses
Difusión de información falsa o engañosa	Máximo: 1.525.000 ó 10* Beneficios realizados	2 años
Manipulación de mercado	Máximo: 1.525.000 ó 10* Beneficios realizados	2 años
Obstrucción de la investigación y/o embargo, e incumplimiento de suspensión temporal de actividad profesional	Entre 2.290 y 305.000	Entre 15 días y 2 años

3. Reino Unido

La “Financial Services and Markets Act 2000” (FSMA) proporciona el marco legal sobre abuso de mercado. Este régimen ha sido objeto de un proceso de actualización y desarrollo a lo largo de 2001, entrando en vigor el 1 de diciembre⁴³. El nuevo tratamiento aumentó los poderes de la “Financial Services Authority”⁴⁴ (FSA) para combatir este tipo de infracciones, estableciendo un ámbito civil completo, que complementa el régimen penal de abuso de mercado recogido en la “Criminal Justice Act 1993”.

La ampliación del nuevo régimen se refiere a dos áreas. Por un lado, en el ámbito de aplicación se engloban tanto las personas autorizadas como las no autorizadas que operan con valores negociados en los mercados sometidos a este nuevo marco. Asimismo, introduce una mayor transparencia y claridad en materia de normas de conducta, pues la FSA elaboró un Código (“Code of Market Conduct”), tal y como requiere la FSMA⁴⁵, que proporciona una guía para la determinación de los comportamientos que pueden ser considerados abuso de mercado.

a) Abuso de mercado

La FSMA define tres categorías posibles de abuso de mercado:

- Información privilegiada

Engloba el uso de información que no está disponible de forma generalizada para aquellos que operan en los mercados, pero que si estuviera disponible para un “usuario regular” del mercado, sería, o podría ser considerada, como información relevante en la toma de decisiones de inversión.

⁴² Entre éstas se encuentran la “Commission bancaire”, la “Commission de contrôle des assurances” y el “Conseil des marchés financiers”.

⁴³ El régimen de abuso de mercado se recoge en la parte VIII de la FSMA (“Penalties for market abuse”).

⁴⁴ Organismo supervisor único en Reino Unido.

⁴⁵ Sección 119 de la “Financial Services and Markets Act”.

- Impresiones falsas o engañosas:

Comportamiento que probablemente proporciona a un “usuario regular” una impresión falsa o incompleta sobre la oferta, la demanda, o el precio o valor de las inversiones.

- Distorsión de mercado:

Comportamiento que un “usuario regular” consideraría que impide, o probablemente impediría, un adecuado funcionamiento de las fuerzas del mercado.

Respecto a los términos utilizados hay que aclarar qué se entiende por “usuario regular”. Como puede apreciarse, este concepto es clave en la caracterización del abuso de mercado en la legislación del Reino Unido. Este término se define en la FSMA⁴⁶ como aquella persona razonable, que opera regularmente en el mercado y que entiende su funcionamiento en cuestión. El Código clarifica que el “usuario regular” debe entenderse como un usuario hipotético del mercado, más que un usuario particular o real.

Ámbito de aplicación

Los mercados cubiertos por el régimen de abuso de mercado son todos aquellos establecidos en Reino Unido bajo las normas de “Recognised Investment Exchange” (RIE) y el mercado conocido como OFEX⁴⁷. Los RIE son: London Stock Exchange (incluyendo AIM), Virt-x, Jiway, COREDEAL, LIFFE, London Metal Exchange, International Petroleum Exchange, OM London Exchange. Las inversiones cubiertas por la regulación serán todas aquellas admitidas a negociación bajo las normas de cualquiera de los mercados anteriores (inversiones cualificadas).

La existencia de prácticas de abuso de mercado no se circunscribe a que se produzcan algunas de las tres actuaciones anteriores, sino que para determinar si es abuso de mercado habrán de verificarse dos condiciones adicionales. En primer lugar, que el comportamiento tenga lugar en relación con inversiones cualificadas y, además, que la actuación sea considerada como no ajustada a los estándares de conducta que razonablemente serían de esperar en un “usuario regular”.

La FSA considera que incurre en una actuación calificada como abuso de mercado, no sólo aquella persona que cumpla las tres condiciones comentadas anteriormente, sino también aquéllas que requieran o inciten a otra a adoptar un comportamiento considerado como abuso de mercado.

A.3.3. Situaciones de abuso de mercado en Reino Unido: ejemplos recogidos por la FSA

Información privilegiada	Impresiones falsas o engañosas	Distorsión de mercado
Una persona que compra acciones de una compañía anticipándose a la OPA ofrecida por otra compañía, o al anuncio de un contrato relevante con su mayor proveedor.	Una persona expone información falsa o engañosa en Internet o en un chat en relación con una OPA de una compañía cuyas acciones son inversiones cualificadas. La persona sabe que dicha información es falsa o engañosa, siguiendo la “estrategia de hinchar y pinchar” (“Pump and dump scheme”): compra primero, dando señales engañosas y vende una vez el precio ha subido como consecuencia de la entrada de los inversores engañados, provocando un fuerte descenso del precio.	<p><u>Posicionamiento en precios (“Price positioning”)</u> Un operador posicionado en opciones compra y vende simultáneamente la misma inversión a un precio fuera del rango de contratación normal. Objetivo: situar el nivel de precios tal que obtenga un beneficio o evite pérdidas.</p> <p><u>Exprimir el mercado (“Abusive squeeze”)</u> Con una posición larga en futuros sobre bonos compra o pide prestado una gran cantidad del “bono más barato de entregar” que rechaza prestar. Objetivo: beneficiarse de la elevación del precio del subyacente a costa de incrementar el coste de los que mantienen una posición corta en futuros y tienen que comprar el bono en cumplimiento de sus obligaciones.</p>

Prevención

Como se ha comentado, el régimen de abuso de mercado recogido por la FSMA está desarrollado por el Código de Conducta de Mercado, que fue elaborado tras realizar dos consultas públicas. Se trata de una guía orientativa, no exhaustiva y flexible sobre los comportamientos considerados como abuso de mercado en la que se fijan más en detalle los estándares de conducta que deberían seguir los usuarios de

⁴⁶ Sección 118 (10) de la “Financial Services and Markets Act”.

⁴⁷ OFEX proporciona una plataforma de contratación para acciones no listadas y cotizadas (off-exchange).

mercado. El Código no recoge disposición alguna sobre las obligaciones de comunicación de información al mercado, remitiendo a las recogidas en las reglas de admisión a cotización (“Listing Rules”), las normas sobre OPA⁴⁸ (“The Takeover Code”) y las normas de participaciones significativas (SARs, (“Substantial Acquisitions of Shares Rules”) que sean de aplicación en los mercados sometidos al régimen de abuso de mercado.

Exenciones y excepciones

El Código describe, no sólo algunos de los comportamientos que la FSA considera abuso de mercado, sino también puertos francos (“safe harbours”) o actuaciones que, en opinión de la FSA, no deben ser consideradas como abuso de mercado y que quedan recogidos en la tabla adjunta. En este sentido, hay que señalar que la existencia de “murallas chinas” efectivas se consideran puertos francos para posibles actuaciones de información privilegiada así como de impresiones falsas o engañosas.

A.3.4. Regulación del abuso de mercado en Reino Unido: puertos francos recogidos por la FSA

Información privilegiada	Impresiones falsas o engañosas	Distorsión de mercado
Operaciones o acuerdos realizados por cumplimiento de una obligación legal existente antes de que se estuviese en posesión de la información relevante	Operaciones que tratan de aprovechar las diferencias en el tratamiento fiscal de las inversiones o de los precios por negociarse en diferentes mercados.	Comportamientos de acuerdo con las reglas de London Metal Exchange recogidas en “Market Aberrations: The Way Forward”, que regulan el comportamiento esperado de los inversores con posiciones largas.
La persona con información relevante no influyó en la decisión de participar en la operación o acuerdo.	Informes o comunicaciones hechas de acuerdo a cualquier requisito legal o estatutario, o que estén expresamente permitidos por las reglas de los mercados cubiertos, el Takeover Code y SARs.	
La información relevante se encuentra bajo la protección de “murallas chinas” efectivas o sistemas equivalentes.	La persona que difunda la información está sometida a un sistema de “murallas chinas” efectivas o un sistema equivalente y no existen razones para pensar que debía saber que la información era falsa o engañosa.	
Operaciones o acuerdos realizados con información sobre la contratación pasada de la inversión cualificada (no se incluye la información sobre posibles OPA, y actividad nueva en el mercado primario).		
Operaciones o acuerdos destinados a la adquisición de empresas en relación con la siguiente información: ámbito de la negociación (valor de las inversiones y n°), precio e identidad de las personas involucradas en la operación.		

El Código recoge también un conjunto de excepciones entre las que figuran las relativas a aquellas personas que requieren o incentivan a otras a operar o a llegar a acuerdos al facilitarles información no disponible de forma generalizada. Así establece que no se considerarán como posible abuso de mercado aquellos casos en que la información relevante se transmita a:

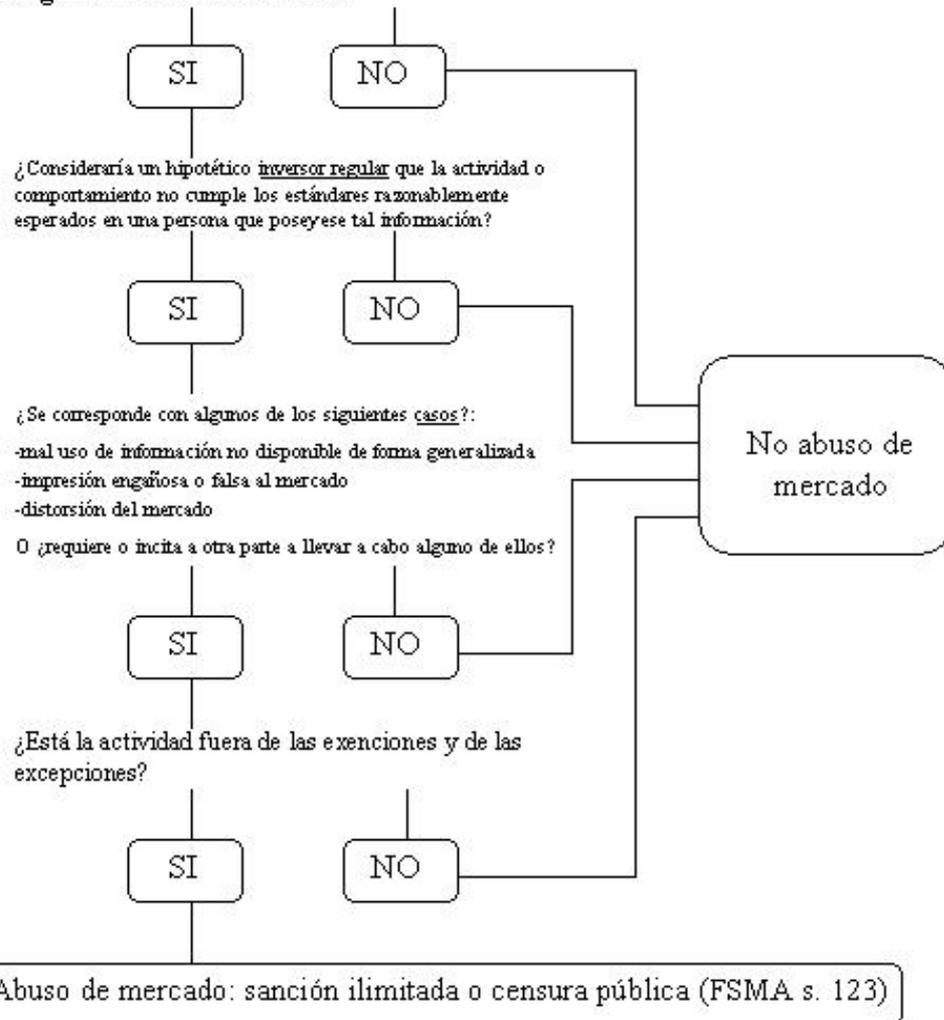
- empleados, cuando la información sea necesaria para el ejercicio de sus funciones
- asesores profesionales, cuando éstos estén involucrados en cualquier operación de la organización o proceso de OPA
- cualquier persona con la que esté negociando o intentando negociar alguna operación comercial o financiera
- representantes de los empleados, o sindicatos que actúen en cumplimiento de una obligación legal

⁴⁸ Oferta pública de adquisición.

- cualquier departamento gubernamental, el Banco de Inglaterra, Comisión de la Competencia o cualquier otro organismo regulatorio que actúe en cumplimiento de sus obligaciones legales o funciones

La determinación del abuso de mercado en Reino Unido

Los valores o materias primas a las que se refiere la actividad o el comportamiento propuesto ¿se negocian en un mercado sometido* al régimen de abuso de mercado?



* **Mercados sometidos:** LSE (incluye AIM), Virt-x, Jway, COREDEAL (valores de deuda), LIFFE, London Metal Exchange, International Petroleum Exchange, OM London Exchange y OFEX

Fuente: Dechert, mayo 2002.

b) Investigación y sanción

La configuración de la FSA como organismo regulador y supervisor único financiero introdujo modificaciones en la regulación que completaron y ampliaron las competencias y responsabilidades para hacer cumplir la normativa vigente. En el terreno de la investigación para la detección de posibles casos de prácticas de abuso de mercado, los investigadores pueden requerir a toda persona que consideren que puede aportar información relevante para la investigación:

- atender al investigador en un lugar y fecha específica y contestar a sus preguntas

- en cualquier caso, proporcionar dicha información a petición del investigador
- poner a disposición del investigador cualquier documento-s o descripción determinados en un lugar y fecha específica
- asistir al investigador en todo lo razonablemente posible

El régimen sancionador del abuso de mercado en el Reino Unido contempla la vía judicial y administrativa. En este último caso, la evaluación de las posibles situaciones de abuso de mercado recae sobre el Comité de Decisiones Regulatorias, un órgano independiente del personal de investigación en el que están representados los intereses del público y de los participantes de los mercados. Los casos que son considerados por el Comité como abuso de mercado pueden tener como sanción bien una multa monetaria (en la cuantía que se estime conveniente), la censura pública o la restitución del dinero a los afectados. Si las sanciones no son aceptadas, el caso se traslada a un tribunal judicial independiente bajo los auspicios del “Lord Chancellor’s Department”⁴⁹, de forma que no podrá darse publicidad ningún aspecto del caso hasta que el tribunal haya resuelto.

4. Italia

La “Ley de Intermediación Financiera”⁵⁰ recoge el marco legal general de la actividad supervisora de la “Commissione Nazionale per le società e la borsa” (CONSOB). La normativa sobre abuso de mercado es más breve y concisa que la existente en el resto de países comentados anteriormente, y enfoca su tratamiento a partir del establecimiento de sanciones a las prácticas de uso de información privilegiada. La manipulación de mercado no se encuentra actualmente recogida en la legislación supervisora italiana, si bien sí está prevista y sancionada por el Código Civil.

a) Información privilegiada

Concepto

Aquella información específica, con un contenido preciso, referido a los instrumentos financieros o los emisores de instrumentos financieros que no se ha hecho pública, pero que de haberse publicado probablemente habría tenido un efecto significativo en el precio de dichos instrumentos.

Ámbito

La CONSOB considera como posibles infracciones del uso de información privilegiada todas aquellas transacciones realizadas con instrumentos financieros que se negocien en mercados regulados en Italia u otros países de la UE. La normativa italiana se aplicará a las infracciones que, aunque se hayan realizado en el extranjero, se refieran a instrumentos financieros negociados en mercados regulados italianos.

Prohibiciones

La “Ley de Intermediación Financiera” considera uso indebido de información privilegiada aquellas situaciones en las que cualquier persona que, estando en posesión de información privilegiada en virtud de su participación en el capital de una sociedad o del ejercicio de su profesión, oficio o tareas (“iniciado primario”), efectúa las siguientes acciones:

- (i) compra o vende o lleva a cabo otras transacciones, directa o a través de una persona interpuesta (“nominee”), con instrumentos financieros a los que se refiere dicha información
- (ii) divulga la información privilegiada a otros sin una buena causa o la recomienda a terceras personas para que realicen alguna de las transacciones recogidas en el apartado anterior

La prohibición de uso indebido de información privilegiada se extiende también a aquellas personas que habiendo obtenido información privilegiada de forma directa o indirecta de otras personas (“iniciado secundario”), realizan transacciones con los instrumentos financieros a los que se refiere la información.

⁴⁹ “The Lord chancellor’s department” es un órgano público que tiene como principal objetivo asegurar una eficiente administración de la justicia en Inglaterra y Gales.

⁵⁰ Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n° 58 (art. 114 y capítulo IV).

Exenciones y excepciones

Las disposiciones en materia de información privilegiada no son de aplicación a las transacciones efectuadas por razones de política económica por el Estado, el Banco de Italia o el Ministerio del Exterior.

Prevención

La normativa italiana recoge de forma explícita, como medio de prevención del uso indebido de información privilegiada, las obligaciones de difusión de información al público. La Ley de Intermediación Financiera⁵¹ establece que los emisores de valores listados y las personas que los controlan deberán informar al público de las situaciones, en el ámbito de su actividad propia o de sus filiales, que no se hayan hecho públicas pero que, de haberse difundido, probablemente tendrían una influencia significativa sobre los precios de los instrumentos financieros listados.

b) Manipulación de mercado

Concepto

El artículo 181 de la Ley de Intermediación Financiera referido a la manipulación de instrumentos financieros fue derogado por el artículo 8 del Decreto Legislativo 61 del 11 de abril de 2002. Por ello en la actualidad esta materia está prevista y sancionada por el Código Civil, en su artículo 2637. En él se recoge como infracción punible penalmente difundir noticias falsas o realizar operaciones simuladas u otros artificios con el objetivo de provocar una alteración significativa del precio de los instrumentos financieros, cotizados o no cotizados, o que incidan de forma importante sobre la confianza que el público tiene sobre la estabilidad patrimonial de la entidad o grupo.

Prevención

Las empresas de servicios de inversión están obligadas al cumplimiento de un conjunto de requisitos en el desarrollo de su actividad, que contribuyen a la prevención y detección de las prácticas de mercado abusivas. Entre estas exigencias⁵² se encuentran:

- una actuación diligente, correcta y transparente a favor de los intereses de los clientes y la integridad del mercado
- una organización que minimice el riesgo de los conflictos de interés y, en la medida que surjan, que garantice la transparencia y un trato justo de los clientes
- que los recursos y procedimientos, que incluyen mecanismos internos de control, puedan asegurar de forma satisfactoria una provisión eficiente de los servicios

c) Investigación y sanción

Para detectar una posible infracción de la normativa sobre abuso de mercado, las actuaciones pueden proceder de la propia labor de seguimiento de mercado de la CONSOB o de las autoridades judiciales. El organismo supervisor investiga los casos haciendo uso de los poderes que la legislación vigente le otorga en materia de:

- petición de información, datos y documentos a cualquier persona que parezca que pueda conocer los hechos, para cuya comunicación puede establecer límites temporales
- entrevista a cualquier persona que pueda estar relacionada con los hechos
- disposición de la colaboración de organismos gubernamentales y del acceso al sistema de información del registro de contribuyentes

Una vez que la CONSOB ha finalizado la investigación, su presidente debe transmitir a la autoridad judicial competente un informe sobre la misma y la documentación reunida, tanto de los casos sospechosos de infracción como los que hayan sido cerrados en las investigaciones preliminares o al término de las mismas, para que ésta emita juicio sobre cada caso. Además de la actividad de investigación y la remisión de información a las autoridades judiciales, la CONSOB también es requerida para promover las acciones legales y recoger evidencias que apoyen las acusaciones del fiscal en el procedimiento penal.

⁵¹ Artículo 114.

⁵² Artículo 21 de la Ley de Intermediación Financiera.

Las sanciones por el uso indebido de información privilegiada oscilan entre multas de 10,3 y 330 mil euros y penas de prisión de hasta dos años. El juez puede incrementar hasta tres veces las multas en función de la gravedad de la infracción, la situación personal del culpable y la cuantía de la ganancia obtenida. La condena supone asimismo la confiscación de los medios, incluidos los recursos financieros utilizados para cometer la infracción y los bienes obtenidos como ganancias, a menos que éstos pertenezcan a personas que no estén involucradas en la infracción. En los casos de manipulación de cotizaciones, las sanciones previstas por el Código Civil son penas de prisión de uno a cinco años.

5. Estados Unidos

La “Securities Exchange Act” de 1934 recoge la normativa en materia de abuso de mercado. De forma general⁵³ se considera ilegal la compra o venta de valores que suponga:

- la utilización de cualquier mecanismo, esquema o artificio para defraudar
- la realización de una declaración falsa o engañosa sobre un hecho concreto o la omisión de un hecho concreto necesario para que las declaraciones no sean engañosas
- la inducción a otra persona a realizar cualquier práctica u acto que es o podría resultar fraudulenta

El marco de aplicación es amplio: cualquier persona que realice una compra o venta de los valores, de forma directa o indirecta, a través de cualquier medio de comunicación o de cualquier facilidad de los mercados de valores nacionales. En relación a los valores sometidos, se engloban de forma general todos, independientemente de que estén o no registrados en un mercado nacional, incluidos los contratos de swap basados en valores.

a) Información privilegiada

Concepto

El uso de información privilegiada se engloba en la prohibición general de realizar prácticas de mercado abusivas comentada anteriormente. En este sentido, se considera información privilegiada toda aquella información no pública que sea concreta. Por tanto, se considera ilegal la compra o venta de un valor de cualquier emisor basada en información concreta y no pública sobre el mismo y que infrinja una obligación de confianza o confidencialidad con el emisor, los accionistas o cualquier persona que sea la fuente de la información privilegiada.

Al objeto de clarificar y reforzar las prohibiciones existentes, el organismo supervisor de los mercados financieros en Estados Unidos, la “Securities and Exchange Commission” (SEC), publicó en octubre de 2000 una nueva normativa.

Un primer aspecto que se trata en la misma es la concreción de qué se entiende por compra o venta “basada en” información concreta no pública. La nueva norma⁵⁴ aclara que esta situación se produce cuando la persona que realiza la compra o venta es consciente de que la información es privilegiada en el momento de realizar la operación. Además, fija unas condiciones (“affirmative defenses”), que se dan cuando la persona argumenta que ha actuado con buena fe que, si se demuestran, permite considerar que su actuación no se ha realizado “basada en” información privilegiada. Éstas son:

- Con anterioridad a ser consciente de la información:
 - (i) haber establecido un contrato obligatorio para la compra o venta del valor
 - (ii) haber ordenado a otra persona la compra o venta del valor por su cuenta
 - (iii) haber adoptado un plan escrito para la negociación de valores
- En el contrato, orden o plan del apartado anterior, se verifica que:
 - (i) está especificada la cuantía de los valores a comprar o vender, el precio y la fecha
 - (ii) se incluye una fórmula o algoritmo escrito, o un programa de ordenador para la determinación de la cuantía, precio y fecha

⁵³ Las prohibiciones en materia de abuso de mercado se recogen en la Sección 10b (“Regulation of the use of manipulative and deceptive devices”) y Rule 10b-5 (“Employment of manipulative and deceptive devices”) de la “Securities Exchange Act” de 1934.

⁵⁴ Rule 10b5-1, Trading “on the basis of” material nonpublic information in insider trading cases.

(iii) no se permite una influencia en el ejercicio de la operación, en relación a cómo, cuando, y si se realizará o no; en caso contrario, deberá demostrarse que esa influencia se ha realizado sin consciencia de que la información era privilegiada

- La compra o venta se ha llevado a cabo de acuerdo con lo establecido en el contrato, orden o plan.

Una segunda nueva norma⁵⁵ clarifica el concepto de “obligación de confianza o confidencialidad”. Esta situación se produce, entre otras, en las siguientes circunstancias:

- cuando una persona acuerda mantener información en confidencia
- cuando la persona que comunica y la que recibe la información privilegiada tienen un historial, patrón de conducta o práctica de compartir confidencias, de forma que el receptor sabe que la persona que le comunica la información espera el mantenimiento de la confidencialidad por su parte
- cuando una persona recibe información concreta no pública de su cónyuge, padres, hijos o hermanos, excepto que pueda demostrar que no sabía o razonablemente no tenía porqué haber sabido que la persona que le comunica la información esperase que mantuviese la información de forma confidencial

Prevención

Las obligaciones de difusión de información por parte de los emisores son consideradas fundamentales por la SEC para evitar el uso de información privilegiada. Así la nueva normativa publicada en octubre de 2000 se completa con la regulación FD (“Fair Disclosure”)⁵⁶. Su objetivo es asegurar un tratamiento igual a todos los inversores exigiendo a todas las compañías cotizadas norteamericanas una revelación completa de todos los datos concretos y la información relevante para la toma de las decisiones de inversión. Su difusión debe ser forma simultánea para todo el público, para impedir cualquier trato selectivo.

La regulación FD establece como obligación general que cuando un emisor, o cualquier persona que actúe por su cuenta, revele información concreta no pública referente al emisor o sus valores a determinadas personas, la difusión de esta información debe ser pública. Esta regulación se desarrolla especificando las siguientes cuestiones:

1. Tiempo

El momento en que deberá hacerse pública la información dependerá de la intencionalidad de la revelación de la misma; si ésta se realiza de forma deliberada, la publicación deberá realizarse de forma simultánea, en caso contrario la difusión deberá realizarse tan pronto como sea posible.

2. Ámbito de aplicación

Esta obligación se refiere básicamente a los profesionales del mercado de valores (broker o dealer, asesor de inversiones o sociedad de inversión), así como a los titulares de valores a los que se refiere la información.

3. Excepciones

También se especifica aquellas personas, entidades o situaciones a las que no se aplicará esta regulación:

- personas que por su actividad profesional mantienen un deber de confidencialidad con el emisor (contables, abogados, gestores de inversiones)
- personas con las que expresamente se mantiene un acuerdo para el mantenimiento de la confidencialidad de la información
- entidades de calificación crediticia, siempre que la información suministrada se destine exclusivamente para el desarrollo específico de su actividad y los ratings sean publicados
- en el transcurso de una oferta de valores registrada bajo la “Securities Exchange Act”

⁵⁵ Rule 10b5-2, Duties of trust or confidence in misappropriation insider dealing.

⁵⁶ Rule 100, General rule regarding selective disclosure.

4. Difusión pública

La revelación de la información de forma general al público se debe realizar a través de la SEC. No obstante, se aceptan otros métodos de difusión, siempre que permitan una distribución amplia y no excluyente de la información al público.

Al margen de las obligaciones de difusión pública de información, la regulación específica de los broker y dealer⁵⁷ exige que todos ellos establezcan, mantengan y apliquen políticas escritas y procedimientos adaptados a la naturaleza de su negocio que prevengan el uso incorrecto de información concreta no pública.

b) Manipulación de mercado

Este tipo de actuaciones interfieren el proceso normal de oferta y demanda, y por tanto la adecuada formación del precio de mercado. Por este motivo, la normativa norteamericana⁵⁸ considera ilegal las operaciones que a continuación se describen:

- Con el objetivo de crear una apariencia falsa o engañosa de negociación:
 - (i) transacciones con valores, que no impliquen cambios en la propiedad que genera beneficios
 - (ii) la introducción de órdenes para la compra/venta de valores, con el conocimiento de que una orden de venta/compra de similar cuantía y precio ha sido, o será, introducida por la misma o diferente parte
- Con el objetivo de inducir a la compra o venta de valores:
 - (i) transacciones con valores o contratos de swap ligados a estos valores, que creen una negociación real o aparente en dichos valores o eleven o bajen el precio de los mismos
 - (ii) difusión de información en el curso ordinario de la actividad de un broker o dealer sobre valores o swaps ligados a éstos, para que a través de las operaciones de mercado inducidas, el precio de dichos valores se vea modificado al alza o a la baja
 - (iii) realización por un broker o dealer de una declaración falsa o engañosa respecto a cualquier evento en concreto, conscientemente o con probabilidad elevada de que se crea que era falsa o engañosa

En esta materia, las prohibiciones se refieren a operaciones con valores registrados en mercados de valores nacionales y contratos de swap asociados.

Prevención

La prohibición general de realizar prácticas de mercado abusivas se encuentra también de manera específica en la regulación de los broker y dealer. En este sentido, se recoge como infracción que se efectúen transacciones o inducir a la compra o venta de valores por medio de instrumentos de manipulación, engañosos, fraudulentos y realizar cotizaciones ficticias.

c) Investigación y sanción

Según establece la “Securities Exchange Act” en su sección 21⁵⁹, cuando la SEC decide realizar investigaciones para determinar una posible violación de las normas sobre manipulación de precios e información privilegiada, las personas que llevan a cabo dicha investigación están facultadas para llevar a cabo tomas de declaración, incluso bajo juramento, requerir a testigos y obligar su asistencia, recoger evidencias y solicitar cualquier libro, documento, correspondencia, memorándum u otros registros que se estime relevante para la investigación. En caso de obstrucción o negativa de cumplimiento, la SEC puede solicitar la ayuda de los tribunales de justicia de los Estados Unidos, que podrán castigar estas actitudes con una multa de hasta mil dólares y/o penas de prisión de hasta un año.

Una vez finalizada la investigación, los resultados son presentados al Consejo de la SEC para su revisión. Éste podrá decidir remitir el caso a los tribunales de justicia federales o bien emprender acciones administrativas. El procedimiento elegido por el Consejo dependerá de diversos factores, como son la gravedad de la infracción, la naturaleza técnica del asunto, el tipo de sanción, así como otras consideraciones.

⁵⁷ Sección 15 (“Registration and regulation of brokers and dealers”) de la “Securities Exchange Act” de 1934.

⁵⁸ Sección 9 (“Prohibition against manipulation of security prices”) de la “Securities Exchange Act” de 1934.

⁵⁹ Sección 21: “Investigations, injunctions and prosecution of offenses”.

En las acciones civiles, la SEC remite el caso a los tribunales de justicia federales, describiendo la infracción (conducta y leyes y normas violadas) e identifica la sanción o solución que se busca. Normalmente la SEC solicita al juzgado la emisión de una orden (“injunction”) que prohíba la realización futura de actos o prácticas que violen las leyes y normas de la SEC. Además se suele buscar la imposición de sanciones civiles monetarias y la devolución de los beneficios que se hayan obtenido ilegalmente. Los tribunales pueden imponer también la suspensión e inhabilitación de consejeros y directivos. La violación de la orden puede dar lugar a la imposición de multas adicionales y a penas de prisión. La SEC considera estas órdenes como una de sus herramientas principales para hacer cumplir la ley.

Si se opta por la acción administrativa, el caso se remite en lugar de a los tribunales de justicia federales a un juez administrativo, independiente del Consejo de la SEC, quien considerará la evidencia presentada por el equipo investigador de la SEC así como la remitida por la persona y/o entidad objeto del proceso. El juez administrativo emitirá una decisión inicial que contendrá una propuesta de sanción. El Consejo será el que tome la decisión final. El equipo investigador y los demandados podrán apelar, parcial o totalmente, contra la decisión inicial del juez administrativo. Las sanciones administrativas son variadas: suspensión o revocación de la condición de broker-dealer y de asesor financiero, censura, prohibición de asociación en la industria de valores, pago de multas monetarias y devolución de los beneficios ilegales.

La cuantía de las multas dependerá de los hechos y circunstancias de cada caso.

En los procesos administrativos, las infracciones por actuación fraudulenta, engañosa o manipuladora no podrán tener multas que excedan de:

- (i) 50.000 dólares para las personas físicas o 250.000 dólares en otro caso
- (ii) 100.000 dólares para las personas físicas o 500.000 dólares en otro caso, si la infracción produjera directa o indirectamente pérdidas sustanciales o se incurriera en un riesgo significativo de generar pérdidas sustanciales a otras personas

En las acciones civiles, las infracciones por actuación fraudulenta, engañosa o manipuladora, las multas no podrán soportar multas que excedan el mayor de los siguientes importes:

- (i) 50.000 dólares para las personas físicas o 250.000 dólares en otro caso
- (ii) el importe bruto de la ganancia obtenida como resultado de la infracción

En caso de que, a raíz de las violaciones descritas anteriormente, se produjeran pérdidas sustanciales o se incurriera en un riesgo significativo de generar pérdidas sustanciales a otras personas, los límites máximos de las multas se elevan hasta:

- (i) 100.000 dólares para las personas físicas o 500.000 dólares en otro caso
- (ii) el importe bruto de las ganancias obtenidas como resultado de la violación

Las sanciones por uso de información privilegiada tienen un tratamiento normativo específico⁶⁰. Por un lado, se establece que las sanciones civiles podrán imponerse no sólo a las personas que hayan cometido directamente la violación, sino también a aquéllas que controlasen a dichas personas en el momento en que se realizó la infracción; ello se podrá producir si se da alguna de las siguientes circunstancias en la persona “controladora”:

- que conocía, o imprudentemente ignoró, que era probable que la persona controlada realizara los hechos constitutivos de la violación y no estableció las medidas apropiadas para su prevención
- que conscientemente, o imprudentemente, no estableció las medidas de prevención del uso incorrecto de información privilegiada requeridas por la normativa y de esta forma contribuyó o permitió que ocurriese la infracción

Las sanciones tendrán en cuenta el tipo de persona a la que se aplican. Así, el límite máximo en casos de violación directa se establece en tres veces la ganancia obtenida o la pérdida evitada como resultado de la ilícita compra o venta de valores o la comunicación de información. Para las personas que controlasen a aquéllas que han cometido la infracción, las multas tendrán como máximo el mayor de los siguientes importes:

- (i) 1 millón de dólares
- (ii) tres veces el importe de la ganancia obtenida o la pérdida evitada como resultado de la infracción⁶¹ por parte de la persona controlada

⁶⁰ Sección 21A, (“Civil penalties for insider trading”) de la “Securities Exchange Act” de 1934.

⁶¹ En los casos en que la infracción se produzca como consecuencia de una comunicación de información la cuantía de la ganancia obtenida o pérdida evitada será considerada la misma que la obtenida por la persona a quien dirigió la comunicación.

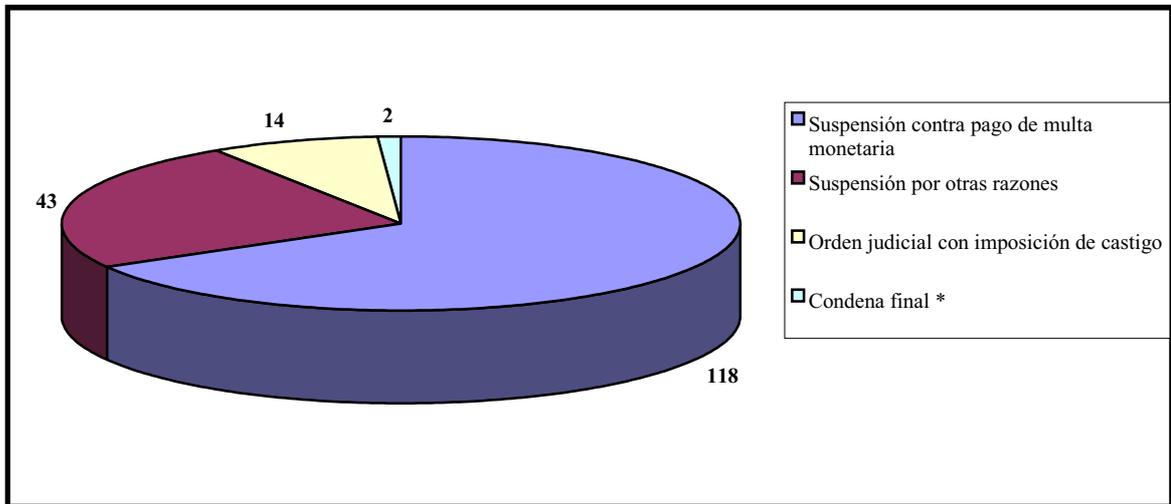
Anexo 4. Investigación y sanción del abuso de mercado en la Unión Europea y Estados Unidos

ALEMANIA

A.4.1. Investigaciones sobre información privilegiada de BAFin

	1997	1998	1999	2000	2001
Investigaciones abiertas	16	9	39	51	55
Investigaciones pendientes	55	58	46	45	50
Expedientes cerrados	40	21	27	24	25
Expedientes remitidos a la autoridad judicial	22	16	13	22	19
Casos pendientes	9	30	45	50	61
Total	71	67	85	96	105

A.4.2. Notificaciones de la autoridad judicial sobre los casos de información privilegiada remitidos a la autoridad judicial entre 1995-2001



* Las condenas se produjeron una en 2000 y otra en 2001.

FRANCIA

A.4.3. Integridad de mercado: actuaciones de la COB

	1999	2000	2001
Situaciones de mercado examinadas	1.212	1.025	1.283
Investigaciones abiertas	89	89	90
Informes s/investigaciones examinados por el consejo	88	90	85
Investigaciones en curso a final de año	63	63	70
Expedientes remitidos a ⁽¹⁾ :			
Autoridades judiciales	16	19	19
Autoridades del mercado	17	23	11
Procedimientos de sanción abiertos:			
Nº de investigaciones	10	6 ⁽²⁾	20
Nº de personas investigadas	36	6 ⁽²⁾	26
Sanciones impuestas:			
Nº de investigaciones	6	0 ⁽²⁾	4
Nº de personas penalizadas	11	0 ⁽²⁾	7

(1) Algunos expedientes fueron remitidos a ambas autoridades judicial y del mercado.

(2) Datos atípicos. La COB decidió no llevar a cabo 13 procesos en marcha a 7 de marzo de 2000 pero que todavía no habían sido sometidos a deliberación por parte del consejo; estos expedientes afectaban a 31 personas. La COB no resumió su actividad en el ámbito de las sanciones administrativas hasta la promulgación del Decreto de 1 de agosto de 2000.

A.4.4. Sanciones impuestas por la COB

	91 ⁽¹⁾	92	93	94	95	96 ⁽²⁾	97	98	99	00 ⁽³⁾	01	Total
Difusión de información	1	4	2	2	1	23			9		5	44
Información privilegiada	1	1	8	2	1	2		2			2	19
Manipulación de precios		2					1					3
Abuso de mandato		1		1	1							3
SCPI ⁽⁴⁾							1					1
Ofertas públicas y participaciones de control				1	1				2			4
Total	2	8	10	6	4	25	2	2	11	0	7	74

(1) Primer año de aplicación efectiva de los poderes de sanción.

(2) 23 sanciones corresponden a un mismo caso (CIP/OURY).

(3) Dato atípico por suspensión de los procedimientos de sanción en curso a raíz de la sentencia de la Corte de Apelación de París de 7 de marzo de 2000 (caso DAPTA-MALLINJOUR).

(4) "Societes civiles de placement immobilier".

ITALIA

A.4.5. Resultado de las investigaciones

	1997	1998	1999	2000	2001
Informes con hipótesis de infracción:	19	21	30	21	18
Información privilegiada	16	17	22	17	14
Manipulación de mercado	3	4	8	4	4
Casos cerrados en investigaciones preliminares	18	3	1	--	--
Casos cerrados al final de las investigaciones	15	12	7	5	10
Total	52	36	38	26	28

A.4.6. Tipología de la información privilegiada en los informes con hipótesis de infracción

	1997	1998	1999	2000	2001
Cambio de control, OPA	7	13	13	6	9
Resultados económicos, situación patrimonial y financiera	4	1	4	1	--
Operaciones sobre el capital de la compañía, fusiones y liquidaciones	2	3	3	3	2
Otras	3	--	2	7	3
Total	16	17	22	17	14

A.4.7. Resultado de los informes remitidos a la autoridad judicial

	1991-98	1999	2000	2001
Archivo	11	10	6	8
Archivo parcial	--	1	4	2
Formulación de cargos	6	2	2	4
Sentencias:	5	3	4	3
Acuerdo	3	1	3	2
Condena	2	--	--	1
Absolución	--	1	--	--
No motivos para proceder	--	1	--	--
Extinción de la infracción por prescribir	--	--	1	--
Total	22	16	16	17

ESPAÑA

A.4.8. Actuaciones de la Unidad de Vigilancia de Mercados de la CNMV

	1997	1998	1999	2000	2001
Investigaciones realizadas	43	52	40	56	41
Información privilegiada	23	19	20	29	14
Manipulación de cotizaciones	15	24	8	15	16
Interés del cliente	--	--	3	3	3
Otros	5	9	9	9	8
Resultados de las investigaciones	14	51	28	17	6
Comunicación previa de incumplimientos	4	20	5	1	0
Comunicaciones	9	24	21	13	3
Apertura de expediente	1	7	2	3	3
Pro-memoria:	22	54	28	18	6
Total apertura de expedientes					

A.4.9. Tipos de infracciones en expedientes abiertos

	1997	1998	1999	2000	2001
Infracciones muy graves	18	29	17	12	5
Información privilegiada	6	8	--	--	2
Manipulación de cotizaciones	5	--	--	--	2
Infracciones graves	3	22	10	6	1
Información privilegiada	--	--	--	--	1
Manipulación de cotizaciones	--	1	--	--	--
Infracciones leves	1	3	1	--	--
Total	22	54	28	18	6

A.4.10. Sanciones impuestas por la CNMV

	Información privilegiada		Manipulación de precios	
	Nº	Importe (€)	Nº	Importe (€)
1992	1	448.956,04	--	--
1993 ⁽¹⁾	--	--	8	2.748.187,97
1994	3	1.936.961,04	3	4.510.402,98
1995	--	--	--	--
1996	--	--	--	--
1997	--	--	1	1.712.884,5
1998	4	120.202,44	9	4.311.929,77
1999	3	133.592,6	--	--
2000	--	--	--	--
2001 ⁽²⁾	3	56.382,8	--	--
Total	14	2.696.094,92	21	13.283.405,22

(1) También se impusieron como sanción por manipulación de precios dos sanciones de separación e inhabilitación general por 5 años, cada una.

(2) También se impusieron como sanción por información privilegiada dos amonestaciones públicas y dos suspensiones de cargos.

ESTADOS UNIDOS

A.4.11. Actividad investigadora de la SEC: expedientes abiertos *

Área	1999		2000		2001	
	nº	%	nº	%	nº	%
Oferta de valores	124	24	125	25	95	20
Broker-dealer	103	20	72	14	65	13
Estados financieros	94	18	103	20	112	23
Otras entidades reguladas	50	9	46	9	46	9
Información privilegiada	57	11	40	8	57	12
Manipulación de mercado	18	3	48	10	40	8
Registros delictivos	10	2	8	2	14	3
Procesos de desacato	29	5	36	7	31	6
Otros	40	8	25	5	25	5
Total	525	100	503	100	485	100

(*) Datos correspondientes al año fiscal (inicio en abril).

A.4.12. Actividad sancionadora de la SEC: acciones civiles y procesos administrativos *

	1999	2000	2001
Acciones civiles	198	223	205
Información privilegiada ¹	51 (159)	36 (112)	47 (101)
Manipulación de mercado ¹	12 (72)	28 (108)	17 (60)
Procesos administrativos	298	244	249
Información privilegiada ¹	6 (6)	4 (4)	10 (14)
Manipulación de mercado ¹	9 (9)	20 (71)	23 (44)
Procesos de desacato	29	36	31
Total	525	503	485

(1) Entre paréntesis el número de personas demandadas.

(*) Datos correspondientes al año fiscal (inicio en abril).

7. Bibliografía

Bainbridge, Stephen M. (2001). “The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer”. Universidad de California, Los Angeles, Working paper series.

Bainbridge, Stephen M. (1998). “Insider Trading: An Overview”. Universidad de California, Los Angeles, Working paper series.

Bainbridge, Stephen M. (1986). “The Insider Trading Prohibition: a Legal and Economic Enigma”. Universidad de California, Los Angeles. Florida Law Review, vol 38, pag 35-68.

Beny, Laura N. (2002). “The Political Economy of Insider Trading Legislation and Enforcement International Evidence”. Universidad de Harvard, Working paper series.

Beny, Laura N. (2000). “A comparative Empirical Investigation of Agency and Market Theories of Insider Trading”. Universidad de Harvard, Working paper series.

Bhattacharya, U. y Daouk, H. (2002). “The World Price of Insider Trading”. Universidad de Indiana y Universidad de Michigan Business School, próxima publicación en Journal of Finance.

Bhattacharya, U., Daouk, H. y Welker, M. (2001). “The World Price of Earnings Opacity”. Universidad de Indiana, Universidad de Cornell y Universidad de Queen’s.

Bhattacharya, S. y Nicodano, G. (1999). “Insider Trading, Investment and Liquidity: a Welfare Análisis”. London School of Economics y CEPR (Centre for Economic Policy Research y Università degli Studi di Torino”.

Estrada, Javier (1995). “Insider Trading: Regulation, Securities Markets, and Welfare under Risk Aversión”. Universidad Carlos III. Quaterly Review of Economics and Finance, vol 35, n° 4, pg. 421-449.

Estrada, Javier (1996). “Insider Trading: Regulation, Risk Reallocation and Welfare”. Universidad Carlos III.

IOSCO, Comité Técnico (2000). “Investigating and prosecuting market manipulation”.

Leland, Hayne E. (1992). “Insider Trading: Should it be prohibited?”. Journal of Political Economy, vol 100, n° 4, pg. 859-887.

Minenna, Marcello (2000). “A Supervisory Perspective on Insider Trading: Estimating the Value of the Information”. CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), Quaderni di Finanza n. 2000-45.

