



FACULTAD DE DERECHO

Caracteres e idoneidad de los mecanismos de defensa del mercado de valores

Ámbito del Insider Trading

Autor: Miguel Sánchez Bas

5º E-3 D

Derecho Mercantil

Tutor: Carlos Paredes Galego

Madrid

Junio 2018

RESUMEN: El presente estudio aborda la regulación de la protección del mercado de valores frente a las prácticas de abuso de mercado, centrándose en particular en uso de información privilegiada (insider trading). Se lleva a cabo un análisis desde el punto de vista histórico, ético y económico de la cuestión extrayendo así los pilares fundamentales sobre la defensa de los mercados. Después, analizan los principales instrumentos regulatorios en la materia, extrayendo de cada uno sus caracteres principales. Para finalizar, en base a lo anterior, se estudia la idoneidad de los instrumentos disponibles para, conforme a los pilares y problemática planteados, defender la integridad, confianza y eficiencia de los mercados de valores.

Palabras Clave: Insider trading, abuso de mercado, mecanismos de protección, derecho europeo, mercados eficientes

ABSTRACT: This report approaches the regulation applicable to market abuse practices on the stock markets and it focuses on what is known as “insider trading”. An analysis of the subject is made from a historical, ethical and economical point of view by pointing out the fundamental pillars on which market protection rules are based. The report also identifies the main regulatory instruments on the matter and makes a deep analysis of each of them. Based on the above, the report claims the integrity, trust and efficiency of the stock markets based on the suitability of the existing regulatory instruments applicable to insider trading.

Key Words: Insider trading, market abuse, protection mechanisms, european law, efficient markets

ÍNDICE

1. Introducción y Justificación	5
2. Objetivos.....	8
3. Delimitación de la materia	9
3.1 Delimitación objetiva.....	9
3.2 Delimitación subjetiva	12
4. Breve aproximación histórica.....	13
4.1 Los mercados de valores en España	13
4.2 Evolución normativa en España	14
4.3 Situación actual de los mercados financieros	17
5. Tensiones latentes y funcionamiento del mercado.....	19
6. Regulación	26
6.1 Normativa aplicable	26
6.2 Obligaciones y prohibiciones.....	32
6.3 Transposición y diferencias frente al derecho español	33
6.4 Caracteres -operativos y funcionales- de la normativa	36
6.5 Caracteres de los mecanismos que ofrece el derecho penal	37
7. Gobierno corporativo	41
8. Derecho comparado.....	44
8.1 Estados Unidos	44
8.2 Alemania.....	47
9. Conclusión	49
BIBLIOGRAFÍA	52
Legislación.....	52
Jurisprudencia	53
Doctrina	53

Abreviaturas

CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CEE	Comunidad Económica Europea
CP	Código Penal
DAM	Directiva de Abuso de Mercado
DLT	<i>Distributed Ledger Technology</i>
ECC	Entidad de Contrapartida Central
ESI	Entidad de Servicios de Inversión
ESMA	<i>European Securities Market Authority</i>
IOSCO	<i>International Organization of Securities Comissions</i>
LMV	Ley del Mercado de Valores
LO	Ley Orgánica
MiFID	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i>
OPA	Oferta Pública de Adquisición
OTC	<i>Over The Counter</i>
RAM	Reglamento de Abuso de Mercado
SEC	Securities Exchange Comission
STC	Sentencia del Tribunal Constitucional
TIC	Tecnologías de la Información y Comunicación
TRLMV	Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores
UE	Unión Europea

1. Introducción y Justificación

Los mercados de valores son a día de hoy un instrumento esencial para la economía nacional y global, jugando además un papel esencial en las vidas de los ciudadanos por su participación en el crecimiento económico y por ser canalizador del ahorro de cara a las jubilaciones¹. En los últimos 30 años estos mercados han sido objeto de un proceso de socialización en el que ha tenido especial importancia la participación tanto de familias como no residentes, adoptando un papel que antes sólo recaía en los inversores institucionales².

Preservar la integridad del mercado de valores se ha convertido en uno de los objetivos medulares de la nueva regulación sobre el abuso de mercado. Tal como dice el considerando segundo del reglamento 596/2014 (RAM), de 16 de abril, que constituye el marco regulatorio europeo fundamental en la materia “*Un mercado financiero integrado, eficiente y transparente requiere la integridad del mercado. El buen funcionamiento de los mercados de valores y la confianza del público en los mercados son requisitos imprescindibles para el crecimiento económico y la riqueza. El abuso de mercado daña la integridad de los mercados financieros y la confianza del público en los valores y los instrumentos derivados*”.

Uno de los principios rectores del funcionamiento de los mercados bursátiles es la equidad de condiciones de los agentes que operan en el mismo³. Para que esta condición de justicia se convierta en una realidad es necesario que dichos agentes puedan acceder a una misma información que sirva de base para que estos realicen sus proyecciones y valoraciones para la toma de decisiones de inversión o desinversión. La regulación en este sentido diseña un sistema de continua comunicación de información a un organismo

¹ FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria”, *Diario La Ley*, Nº 8549, Sección Doctrina, 28 de Mayo de 2015, Editorial LA LEY, p. 1

² ZOIDO MARTÍNEZ, A. J., “Los mercados de capitales en España: 1965-2015. Factor de impulso al desarrollo de la economía”, En *50 años de análisis financiero en España*, Fundación de Estudios Financieros, p. 70

³ GARCÍA SANTOS, M. A., “ética, equidad y normas de conducta en los mercados de valores: la regulación del abuso de mercado”, *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, nº 823 (2005)

regulador para que con su publicación pueda ser conocida por los referidos agentes, consagrando así el principio de plena transparencia⁴.

El buen funcionamiento de los mercados así comprendido puede ser erosionado por una serie de prácticas. Entre ellas, localizamos el *abuso de mercado* como una fuente de perjuicio para los inversores que atenta contra la integridad y confianza en los mercados. Esta práctica daña los tres objetivos esenciales que para IOSCO deben regir toda regulación del mercado, a saber: a) La protección de los inversores⁵, b) La consecución de justicia, eficiencia y transparencia en los mercados y c) La reducción del riesgo sistémico⁶.

En este contexto, para que los mercados sean eficientes, justos y transparentes, será necesario que exista regulación en torno a su funcionamiento, supervisión de su actuación y una serie de organismos y mecanismos encargados del *enforcement* o cumplimiento⁷. En esta línea se ha podido apreciar un esfuerzo global en torno al desarrollo de dicha normativa, con constantes actualizaciones para adaptarla a las necesidades de la materia actuando esencialmente sobre dos planos: a) Desarrollo de estructuras para la lucha contra los riesgos sistémicos y b) Desarrollo de estructuras para la protección de los inversores y la garantía de la eficacia y transparencia en los mercados⁸.

A pesar de ello, aún parece haber margen para “repensar” aspectos esenciales como la tutela del inversor ya que los principios que rigen la normativa están desactualizados o han mostrado graves deficiencias⁹. En la misma línea, los continuos escándalos financieros que se dan a conocer junto con la severa evolución de un mercado, al día de los instrumentos modernos y herramientas tecnológicas, como es el financiero, también parece razonable cuestionar las aproximaciones que el derecho ha ofrecido al respecto. Esta situación, en palabras de PÉREZ GUERRA, han puesto de manifiesto que “*en nuestro país, los medios técnicos y capacidad de actuación de los supervisores, por*

⁴ HERNÁNDEZ SAINZ, E., “La obligación de difusión de información relevante y sus excepciones”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N° 4, Sección Estudios, Enero-Junio 2009, Editorial Wolters Kluwer

⁵ Cuya posición se ha asimilado en la doctrina en varias ocasiones a la del consumidor, compartiendo algunos de sus caracteres esenciales (Ver ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., “La normativa de protección al consumidor como vía de tutela del cliente inversor”)

⁶ MUÑOZ PÉREZ, A. F., “los objetivos y principios de IOSCO y los modelos de supervisión del sistema financiero”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n° 4, Sección Crónica del Mercado de Valores, enero-junio 2009, Editorial Wolters Kluwer, p. 8

⁷ *op. cit.* MUÑOZ PÉREZ, A. F., “los objetivos y principios de IOSCO...”,

⁸ *op. cit.* MUÑOZ PÉREZ, A. F., “los objetivos y principios de IOSCO...”, p. 2

⁹ FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Repensar la protección...”

*múltiples razones, no alcanza los niveles de eficacia deseables para garantizar la protección de los participantes del mercado no profesionales y la propia integridad del mismo*¹⁰. Esta situación nos hace cuestionarnos si verdaderamente se prevén en los ordenamientos estructuras óptimas para la defensa de la integridad del mercado de valores frente a aquellas prácticas que la erosionan.

En aras de dar una respuesta a la anterior cuestión, puede ser adecuada una aproximación “*de raíz*” como la que plantea FERNÁNDEZ DE ARAOZ¹¹. Esta aproximación supondrá valorar el panorama normativo actual a la luz de los principios básicos que rigen la materia para valorar su adecuación hacia el cumplimiento de los objetivos enunciados. Para ello, por la multiplicidad de campos de estudio y parcelas del derecho que tratan esta cuestión, se debe llevar a cabo un análisis integrador que señale los aspectos definitorios más esenciales de cada uno. Una vez hecha dicha extracción, estaríamos en posición de valorar cuál de las opciones vigentes de lucha contra el abuso de mercado, en su vertiente de *insider trading*, es la más adecuada para alcanzar los objetivos señalados.

En esencia, localizo dos cuestiones que deberían ser tratadas, a saber:

a) Siendo los objetivos de la regulación y el papel de los mercados de valores algo que no pondremos en duda, parece necesario revisar los principios que han orientado dicha regulación para dirigirla al cumplimiento de esos objetivos.

b) A la luz de dichos principios y caracteres funcionales que se extraigan de la regulación será necesaria la valoración, como hemos expuesto, de su idoneidad para el cumplimiento de los objetivos que los reguladores buscan alcanzar en todo mercado de valores.

¹⁰ PÉREZ GUERRA, M., “El abuso de mercado: ‘*business as usual*’ en las operaciones de derivados”, *Diario La Ley*, nº 8582, Sección Tribuna, 14 de Julio de 2015, Editorial Wolters Kluwer

¹¹ *op. cit.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Repensar la protección...”

2. Objetivos

El objetivo del presente trabajo es determinar, en base al estudio del derecho positivo nacional, comunitario e internacional, los caracteres y principios generales rectores de la actual regulación de la información privilegiada en el contexto de su uso (*insider trading*) para, con base a ello, revisar la validez de las formas disponibles de articular las estructuras de defensa de los actores en los mercados financieros. Como objetivo secundario, para alcanzar el anterior, se procederá a una exposición del desarrollo histórico y legislativo de esta materia en el ámbito estatal. El análisis legislativo abarcará además la regulación europea e internacional, centrándonos en este punto en el derecho anglosajón, cuna de la presente materia. Por último, se estudiarán premisas y regulación propia del gobierno corporativo, cuya conexión con la materia lo hace de interés para el presente estudio.

El objetivo principal enunciado responde, desde un punto de vista jurídico, a la importancia o valor que para todos los agentes del mercado tiene el uso de la información privilegiada como fuente de confianza y base de su integridad. Aun así, esta materia tiene un carácter multidisciplinar, pudiendo ser abordada por los campos de la teoría económica y financiera o la ética profesional, cuya influencia en la regulación no puede ser ignorada. Asimismo, también tratan la materia otras ramas del derecho distintas de aquella que propiamente regula la operativa en los mercados bursátiles -tales como el derecho administrativo sancionador o el derecho penal-.

Para poder afrontar el objetivo principal, será necesaria una profunda comprensión de la materia y todos los aspectos que la rodean. Por ello, no será un análisis de legislación, sino que será necesario comprender el funcionamiento del mercado y la *ratio* económico-financiera que subyace a toda la regulación. Sobre ello, con el fin de enriquecer la visión global que se pretende construir sobre la información privilegiada en los mercados de valores, será útil una aproximación histórica, así como un análisis de la evolución de la normativa -tanto en el marco español y europeo como en otros legislaciones-. Una vez construida esa visión global, nos hallaremos en posición de extraer -o si se quiere, de señalar los ya existentes- principios generales orientadores de esta materia. Sólo así, y de nuevo con apoyo en la comprensión de la materia, estaremos en posición de valorar qué mecanismos ofrecen soluciones más adecuadas a la cuestión del *insider trading*.

3. Delimitación de la materia

3.1 Delimitación objetiva

Para contextualizar el tema, es imprescindible hacer referencia al entorno en el que se desarrolla. Nos referimos precisamente al ámbito de los mercados financieros y, más en particular, al mercado de capitales. Este último puede entenderse, de manera simplificada, como *“aquel en el que se negocian activos financieros con vencimiento a medio y largo plazo y que implican un cierto nivel de riesgo”*¹².

En este entorno, hablamos de un abuso o manipulación del mercado toda vez que se produce una distorsión de la información disponible, alterando la configuración que dicho mercado hubiera tenido si la actuación de sus agentes se hubiera realizado libre de toda distorsión y conculcando su buen funcionamiento¹³. En líneas generales, la normativa que abordaremos prohíbe estas prácticas en quebrantamiento del principio general de la actuación de los inversores en condiciones de igualdad¹⁴.

Para poder abordar la materia, es importante partir de una serie de definiciones básicas. En particular, es prioritario distinguir el concepto de información privilegiada de otras figuras afines y, hecho esto, establecer la delimitación con respecto al uso de dicha información. La definición aportada por el artículo 226 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante TRLMV) aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, la concibe como:

*“toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros (...), o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación”*¹⁵.

¹² ROLDÁN ALEGRE, A., “El mercado de capitales”, Trabajo presentado al II Curso de Alta Especialización en Fiscalidad Financiera celebrado en la Escuela de la Hacienda Pública del Instituto de Estudios Fiscales en el segundo semestre de 2006, página 206

¹³ *op. cit.* GARCÍA SANTOS, M. A., “ética, equidad...”, p. 163

¹⁴ VILLEGAS MORENO, P., Ponencia “El abuso de mercado: conceptos y tipos”, 2006

¹⁵ El informe dirigido al parlamento y consejo europeo de forma previa a la aprobación de ambos Reglamento y Directiva sobre abuso de mercado constató la falta de conformidad que sobre la definición

Las notas características que se deducen de dicha definición sobre la información privilegiada la califican como:

a) *No pública*: secreta y desconocida para la mayoría de actores del mercado, ya que su publicidad haría imposible su aprovechamiento exclusivo en detrimento del resto de inversores¹⁶.

b) *Relevante*: Podría alterar de forma apreciable los precios de los instrumentos financieros sobre los que recae o sus derivados¹⁷.

c) *Concreta*¹⁸: Se predica de aquella información que supera un doble test. En primer lugar, el llamado *reasonable expectation test*, referido a circunstancias que de facto ocurren o cabe razonablemente pensar que van a ocurrir, y en segundo lugar el llamado *specifity test*, relativo a la especificidad de la información en tanto a su aptitud para extraer conclusiones sobre ella.

d) Relativa a valores negociables o instrumentos financieros y sus emisores.

A pesar de que el TRLMV antes citado no recoge una delimitación negativa de información privilegiada, la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado, establecía en su considerando 31 que no se considera información privilegiada como tal “*la deducida de análisis y estimaciones elaborados a partir de datos públicos*”¹⁹. El RAM por su parte limita este último extremo, determinando en su considerando 28 que esta última información tendrá la consideración de privilegiada “*si el mercado espera sistemáticamente la publicación o la distribución de la información y dicha publicación o distribución contribuyen al proceso de formación de los precios*”.

A pesar de la claridad con la que se define este concepto, no se puede ignorar que existe un terreno gris entre el mismo y otros que conviven con él y se mueven en el mismo

de “información privilegiada” existía en los Estados Miembros (ESTEBAN DE LA ROSA, G., “Insider trading, Unión Europea y Derecho internacional privado”, *LA LEY mercantil*, nº 16, Sección Derecho Mercantil Internacional, julio-agosto 2015, Editorial Wolters Kluwer)

¹⁶ *op. cit.* VILLEGAS MORENO, P., Ponencia “El abuso de...”

¹⁷ JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública de información privilegiada en los mercados de valores”, *Revista de derecho mercantil*, nº 304 (2017), p. 126

¹⁸ Con ocasión de la aprobación del Reglamento 596/2014

¹⁹ ARROYO RODRÍGUEZ, A. M., y VAQUERO LAFUENTE, E., “La ética en el uso de la información privilegiada.” *ICADE. Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, nº 64 (2005), p. 226

entorno -o en otros, pero compartiendo sus caracteres-, por lo que procede centrar en esta terminología el trabajo de delimitación objetiva.

En primer lugar, distinguimos la información privilegiada de los *secretos comerciales* en que, aunque ambos compartan la nota relativa a “información no divulgada”, los secretos comerciales son protegidos en tanto son manifestaciones de propiedad intelectual, por lo que la regulación pretende evitar en este sentido la competencia desleal²⁰. La información privilegiada, sin embargo, se mueve en el ámbito de los mercados de valores donde son otros los intereses que confluyen.

En segundo lugar, es necesario distinguir la información privilegiada como objeto de obligaciones y prohibiciones por su virtualidad práctica para influir en el mercado, del objeto de las restantes obligaciones de información a las que están sometidas las empresas cotizadas. Nos referimos en este punto a información de carácter financiero y no financiero cuya obligación de comunicación atiende a razones de muy diversa naturaleza, por lo que su diferenciación será más adecuada en tanto mejor se comprenda el concepto de información privilegiada, siendo todo lo demás ajeno a esta materia -aunque comparta caracteres como el principio de transparencia y la protección de la confianza de los inversores²¹-.

En tercer lugar abordaremos el concepto de abuso de mercado, cuya nota esencial es el perjuicio que para un agente del mercado se deriva por el uso de información privilegiada por parte de otro o como fruto de una práctica de manipulación de mercado, siendo este último la creación de una situación engañosa que ha alterado la normal conformación de precios²². En base a esto distinguiremos entre la práctica que conocemos como insider trading, la cual entendemos como “*la negociación en el mercado de valores haciendo un uso indebido de información privilegiada*”²³ de la práctica de manipulación de mercado²⁴.

²⁰ LORENZO DE PAZ, I., “La propuesta de Directiva relativa a la protección del know-how y los secretos comerciales”, *Diario La Ley*, nº 8401 (2014)

²¹ Se recogen de manera dispersa en el ordenamiento, con especial relevancia del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

²² BAENA TOMAR, N., “La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos”, *Monografías Comisión Nacional del Mercado de Valores*, 2002, p. 9

²³ ZUNZUNEGUI, F., “¿Qué es el Insider Trading?”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 2006, p. 1

²⁴ O directamente manipulación de precios o manipulación de cotizaciones

3.2 Delimitación subjetiva

En este sentido la materia gira en torno a la cualidad de *iniciado* como todo aquel poseedor de información privilegiada²⁵. Este concepto será tratado más adelante, si bien no condiciona el objeto del presente estudio ya que se tratará en esencia la figura del inversor así como el resto de actores de los mercados de valores.

²⁵ *op. cit.* ZUNZUNEGUI, F., “¿Qué es...”, p. 1

4. Breve aproximación histórica

4.1 Los mercados de valores en España

El mercado de capitales en España ha mostrado un fuerte crecimiento desde la primera mitad de los años 60, donde su peso era residual sobre el conjunto de la economía española, para pasar a convertirse en uno de los ejes medulares del sistema financiero y desarrollo económico en nuestro país²⁶. La década de los 90 supuso un antes y un después para la bolsa en España, siendo objeto de lo que conocemos como *desmutualización* por la globalización y la definición de un nuevo entorno de competencia a nivel mundial²⁷. Es conveniente tener en mente los pilares que para ZOIDO han determinado la actual naturaleza del mercado de valores español. Son señalados los siguientes:

(1) El papel de los inversores extranjeros -orientados de forma particular hacia la renta fija-²⁸.

(2) Las necesidades públicas de financiación -instrumentadas también a través de renta fija-²⁹.

(3) Nueva concepción y tendencias de las familias españolas hacia el ahorro. Proliferan los fondos de inversión y fondos de pensiones y el total de activos financieros en manos de las familias y pequeños ahorradores representaba ya en 2014 un 60% del volumen total del mercado³⁰.

(4) El papel de las empresas que, aprovechando la evolución del sistema financiero, han abierto su estructura accionarial, cada vez más amplia y diversificada³¹.

(5) Señala por último el desarrollo tecnológico, cuyas mejoras responden al “*principal objetivo de velar por la transparencia, la eficiencia, la equidad del mercado y la protección de los derechos de los inversores*”³². También se apunta en este apartado el papel de la Unión Europea, aunque sin desarrollarlo demasiado.

²⁶ *op. cit.* ZOIDO MARTÍNEZ, A. J., “los mercados de capitales...”, p. 70

²⁷ *op. cit.* ZOIDO MARTÍNEZ, A. J., “los mercados de capitales...”, p.74

²⁸ *op. cit.* ZOIDO MARTÍNEZ, A. J., “los mercados de capitales...”, p. 75

²⁹ *op. cit.* ZOIDO MARTÍNEZ, A. J., “los mercados de capitales...”, p.75

³⁰ *op. cit.* ZOIDO MARTÍNEZ, A. J., “los mercados de capitales...”, p.76

³¹ *op. cit.* ZOIDO MARTÍNEZ, A. J., “los mercados de capitales...”, p.76

³² *op. cit.* ZOIDO MARTÍNEZ, A. J., “los mercados de capitales...”, p.76

En conjunto, los anteriores han dado lugar en definitiva a una transformación del mercado. A nivel general, se podría decir que ha habido un crecimiento tanto cualitativo como cuantitativo. En este sentido, se han extendido las barreras de los mercados organizados, dando paso a los sistemas de negociación organizada y a los sistemas multilaterales de negociación³³. Además, adquieren peso los mercados no organizados - *OTC*-³⁴.

Centrándonos en particular en el tratamiento de la información privilegiada, es importante notar que hasta la entrada en vigor de la primera ley del mercado de valores en 1988, apenas se da un control eficaz sobre su uso -a pesar de haberse previsto herramientas en el Decreto regulador de las ofertas públicas de acciones de 1984³⁵-. En España, aún en un momento previo a todo el elenco normativo que vendrá determinado esencialmente por el papel regulador de la Unión Europea, apenas podemos señalar una serie de obligaciones implícitas, derivadas de un comportamiento contractual honesto³⁶. La realidad práctica hacía descansar el buen uso de la información confidencial en la profesionalidad de quienes a ella tenían acceso, en un entorno en el que la información circula con las mínimas cautelas. Para CREMADES, la necesidad de la regulación obedece a la naturaleza del empresario español -y el latino por extensión-, para acomodar la realidad empresarial al rigor y profesionalidad propios del mundo anglosajón. Es de gran interés la consideración que el presente autor hace sobre la eventual regulación que trate la información privilegiada, ya que lo califica como “una cuestión de límites”. Ello implica que la política legislativa por la que se opte deberá entender la dificultad de la cuestión. Enuncia, para concluir, que la regulación debe estar guiada por una serie de principios éticos así como la agilidad de las instituciones³⁷.

4.2 Evolución normativa en España

En la materia que nos ocupa, las previsiones contenidas en el derecho español han sido perfiladas de acuerdo con la normativa europea con el fin de dirigirla hacia la creación de un mercado financiero único en el espacio europeo bajo los principios de

³³ GIL PEÑARROMÁN, X., “Información privilegiada: uno gana, todos pierden”, *Revista Escritura Pública*, nº 73 (2012), p. 43

³⁴ *op. cit.* GIL PEÑARROMÁN, X., “Información privilegiada: uno...”, p. 43

³⁵ CREMADES, B. M., “La protección al inversor: insider trading”, *Diario La Ley*, 1988, tomo 1, p. 4

³⁶ *op. cit.* CREMADES, B. M., “La protección...”, pp. 1-3

³⁷ *op. cit.* CREMADES, B. M., “La protección...”, p. 5

libertad y espíritu comunitario³⁸. Sobre la necesidad de previsión de medidas de protección del sistema financiero en España se pronuncia la STC 37/1981 diciendo que, a pesar de que el control de los empresarios pueda limitar su libertad, no se atenta contra la libertad de empresa como principio inspirador de la economía de mercado³⁹.

En un origen, la ley de mercado de valores de 1988 resultó ser la primera materialización de un proceso de reforma que se inició una década antes con la creación de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores⁴⁰. Es interesante el señalamiento por parte de esta Comisión de los caracteres de transparencia y flexibilidad como aquellos propios de un mercado eficiente⁴¹. Con anterioridad a la aprobación de la LMV la materia estaba regulada de forma indirecta estableciendo obligaciones de secreto con ocasión de las ofertas públicas de adquisición por aquellas personas con conocimiento de la operación en los Reales Decretos de Ofertas Públicas de Adquisición de 1980 y 1984⁴².

Con la entrada en vigor de la LMV de 1988, se configuró un primer cuerpo normativo que supuso un avance esencial en los siguientes aspectos: a) La creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) como organismo controlador y supervisor y b) La aparición de las Sociedades y Agencias de valores y el tratamiento específico de la transparencia⁴³. A ello debemos añadirle la regulación específica de obligaciones y prohibiciones en torno a la información privilegiada. Sobre esto último establecía un doble mecanismo: por un lado, la prohibición de su uso y por otro la obligación de salvaguarda como manifestación del deber de lealtad⁴⁴.

Esta norma fue modificando su contenido para adaptarse al bloque normativo europeo a través del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado. Paralelamente, el legislador nacional ha realizado sus propias aportaciones a un proceso de modernización que a nivel global responde al reproche social de los continuos

³⁸ MORAL BELLO, C., “La segunda reforma bursátil en España. Hacia un mercado único de valores”, *Cuaderno de Estudios Empresariales*, nº 7 (1997), pp. 256-257

³⁹ CHOCLAN MONTALVO, J. A., “Protección penal del sistema financiero”, *Diario La Ley*, nº 5865, Sección Doctrina, octubre de 2003, Año XXIV, Ref. D-220, Editorial LA LEY, p. 2

⁴⁰ *op. cit.* MORAL BELLO, C., “La segunda reforma bursátil...”, p. 255

⁴¹ *op. cit.* MORAL BELLO, C., “La segunda reforma bursátil...”, p. 256

⁴² MARTÍNEZ FLOREZ, A., “Sobre los destinatarios de la prohibición de usar información privilegiada”, *Revista de derecho mercantil*, nº 239 (2001), p. 496

⁴³ *op. cit.* MORAL BELLO, C., “La segunda reforma bursátil...”, p. 256-257

⁴⁴ RIBAS FERRER, V., “Ámbito de aplicación, reconocimiento y extensión del deber”, en *El deber de lealtad del administrador de sociedades*, edición nº 1, Editorial LA LEY, Madrid, enero 2010.

escándalos financieros. En este sentido constituye un importante hito en este proceso la aprobación de la Ley 44/2002 -anticipándose considerablemente a la regulación europea⁴⁵-, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, de fuerte inspiración americana por la Sarbanes-Oxley Act⁴⁶. Seguidamente y con base en los contenidos códigos de buen gobierno publicados, se aprueba la *Ley de transparencia*⁴⁷ estableciendo importantes obligaciones de comunicación, así como la necesidad de “*explicar al mercado el seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo*”⁴⁸.

Conjuntamente introducen importantes modificaciones a la original LMV como la obligación desde 2006 de comunicar a la CNMV operaciones sospechosas⁴⁹, la obligación de cumplir con medidas de salvaguarda, la previsión específica de la manipulación de precios como práctica de abuso de mercado⁵⁰ o el mecanismo de “*murallas chinas*” para entidades que presten servicios de inversión (ESIs), que pretende la creación de compartimentos estancos donde el flujo de información, especialmente abundante y sensible, no tenga lugar (minimizando así las posibilidades de que surjan conflictos de intereses⁵¹).

El desarrollo de los mercados así como otros factores que serán comentados más adelante, dejaron latentes fuertes deficiencias en la regulación, lo que se ha traducido en una gran labor jurídica del regulador europeo a lo largo de un proceso de reforma durante la primera década del 2000. En este contexto de continuas reformas y progresiva evolución de la normativa europea, previo a la última gran reforma de 2014, ya apuntaban DE CARLOS y RÍOS la necesidad de reforzar la legislación en el ámbito español. En

⁴⁵ JIMÉNEZ BLANCO, G., “Revisión de la Directiva de Abuso de Mercado, MARK II”, *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos* (2012), p. 237

⁴⁶ DE CARLOS BERTRÁN, L., “La sociedad cotizada”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 39(2015), 31-42, p. 33

⁴⁷ Ley 26/2003, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas

⁴⁸ *op. cit.* DE CARLOS BERTRÁN, L., “La sociedad...”, p. 34

⁴⁹ CNMV, “*Criterios sobre detección y comunicación de operaciones sospechosas*”, Borrador junio 2008. Obligación introducida por la Ley 12/2006, de 16 de mayo, por la que se modifica el texto refundido del Estatuto Legal del Consorcio de Compensación de Seguros, aprobado por el Real Decreto Legislativo 7/2004, de 29 de octubre, y la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

⁵⁰ Añadidos por los artículos 39.1 y 38.2 de la Ley 44/2002 ya mencionada

⁵¹ RODRÍGUEZ, E., “La regulación del análisis financiero y las recomendaciones de inversión en España”, En *50 años de análisis financiero en España*, Fundación de Estudios Financieros, 2015, p. 34

particular, haciendo referencia al reproche social que acompaña la utilización de ventajas indebidas⁵².

4.3 Situación actual de los mercados financieros

El sistema financiero ha demostrado su peso en la sociedad actual a través de muchos factores. Se ha demostrado empíricamente la relación de causalidad entre su desarrollo y el crecimiento económico así como su papel configurador del panorama empresarial, determinando en última instancia qué empresas sobreviven y cuáles no⁵³. En un momento previo a la implementación del mercado único, los mercados de capitales -así como el resto de componentes del sistema financiero- han sido objeto de fuertes transformaciones por la desregularización en los Estados, derivando en una mayor competencia⁵⁴.

En este contexto, el desarrollo tecnológico y la integración de las economías como fruto de la globalización, así como la entrada del Euro como moneda única, dieron paso a la creación y desarrollo del Mercado Único en el ámbito de la UE⁵⁵.

En línea con este desarrollo, a nivel de prácticas de naturaleza fraudulenta y abusos de mercado han aflorado una serie de escándalos financieros protagonizados por grandes entidades a nivel global. Los casos de UBS, Citigroup, JP Morgan, Bank of America, RBS y Barclays suman en total más de 6.000 millones de dólares en sanciones por manipulación⁵⁶. En el entorno español podemos señalar el caso Villalonga (1998), el caso Alierta (97-98) o el caso Asturiana de Zinc (2000-20001)⁵⁷. Es apreciable y extremadamente grave la mala praxis que a nivel general caracteriza a los grandes actores de los mercados hoy en día, donde la litigiosidad de ciertos productos, el enfoque cortoplacista y las deficiencias mostradas en los controles internos configuran una problemática aún no resuelta en el sector⁵⁸.

⁵² De CARLOS BERTRÁN y RÍOS, M., “Las obligaciones de información sobre hechos relevantes y sobre transacciones con personas vinculadas en el proyecto de ley financiera”, *Actualidad jurídica Uría & Menéndez*, nº 2 (2002), p. 43

⁵³ Fundación ICO, “Evolución del sistema financiero europeo”, En *El sistema financiero en la Europa del Euro*, 2003, p. 1

⁵⁴ *op. cit.* Fundación ICO, “El sistema financiero...”, pp. 1-2

⁵⁵ *op. cit.* Fundación ICO, “El sistema financiero...”, pp. 1-2

⁵⁶ *op. cit.* PÉREZ GUERRA, M., “El abuso de mercado...”

⁵⁷ VEGA GUTIÉRREZ, J., “El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, especialmente en el derecho penal español (Art. 285 CP)”, Tesis doctoral, Universidad de Alcalá, 2010, pp. 33-36

⁵⁸ *op. cit.* PÉREZ GUERRA, M., “El abuso de mercado...”

Sobre qué esperar de cara a los próximos años, resulta de utilidad un informe de IOSCO de 2017, en base al cual se concluye que los mercados de valores, y el sistema financiero en general serán objeto de desarrollo en términos cualitativos y cuantitativos, con un papel especialmente fuerte de la tecnología. Entre otras cosas, este cambio vendrá marcado por el desarrollo de plataformas alternativas de financiación y el desarrollo de tecnologías basadas en Blockchain y DLT así como otras muy variadas. Este crecimiento dará lugar a grandes retos a nivel internacional (necesaria colaboración en la regulación y supervisión) y nacional (la complejidad de la normativa puede ser abrumadora)⁵⁹.

⁵⁹ OICV-IOSCO, “IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)”, 2017, pp. 70-71

5. Tensiones latentes y funcionamiento del mercado

Debe apuntarse, con ánimo de centrar el presente estudio, que nos movemos en el campo del “*análisis económico del derecho*”. Esta visión pretender entrelazar la regulación de los mercados de valores con su raíces en las tesis financieras y económicas, así como su más básica *naturaleza contractual entre administradores e inversores*⁶⁰. Las teorías que hacen referencia a la información privilegiada son, desde el punto de vista interno, la teoría de la agencia, y desde el punto de vista externo, las teorías de los mercados⁶¹.

Es precisamente esta aproximación -más allá de la que ofrecen otros campos, como el de la ética - la que ha originado el mayor número de tensiones entre la doctrina. Está división obedece a que, por motivos de eficiencia -justificada de diversas formas por unos y otros-, haya detractores e impulsores de la necesidad de regulación y establecimiento de prohibiciones en lo referente a la información privilegiada⁶².

Con respecto a este hecho, la aproximación de LÓPEZ LOZANO ofrece una visión integradora de las tesis disponibles, concluyendo en base al *Teorema de Coase* que, la cuestión que subyace a la hora de regular la información privilegiada responde en última instancia a la cuestión sobre qué agente debe poder gestionar dicha información-los administradores o los accionistas de la sociedad-⁶³. Su conclusión, también en términos de eficiencia, es que la información privilegiada debe estar en manos de aquellos actores que la vayan a gestionar de manera más adecuada⁶⁴. Añade que el daño a terceros con el uso de la información no está probado de manera categórica, dejando la puerta abierta a otro tipo de justificaciones extramuros de la teoría económica. Esto le lleva a concluir que existe un triple eje orientador sobre la cuestión, cuyos pilares son:

a) Condición de ilicitud por el origen de la información: que la información provenga de una relación en la que medie el deber de lealtad⁶⁵.

⁶⁰ LÓPEZ LOZANO, M. A., “La información privilegiada y los mercados de valores”, *Diario La Ley*, nº 5460, Sección Tribuna, 15 de Enero de 2002, Año XXIII, Ref. D-17, pág. 1867, tomo 1, Editorial LA LEY

⁶¹ *op. cit* GARCÍA SANTOS, M. N., “ética, equidad y normas...” p. 171

⁶² *op. cit* LÓPEZ LOZANO, M. A., “La información privilegiada...”

⁶³ *op. cit* LÓPEZ LOZANO, M. A., “La información privilegiada...”

⁶⁴ *op. cit* LÓPEZ LOZANO, M. A., “La información privilegiada...”

⁶⁵ *op. cit* LÓPEZ LOZANO, M. A., “La información privilegiada...”

b) Condición de ilicitud por quebrantar con su uso un pacto o contrato -lo cual es de gran interés, ya que para el autor es irrelevante la regulación cuando en virtud de un contrato se prohíbe el uso de la información-⁶⁶.

c) Condición de ilicitud en cuanto cause un perjuicio a terceros⁶⁷.

Más allá del prisma económico, no se puede ignorar el papel de la ética en un entorno en el que la función social se ve tan acentuada como es el caso de los mercados financieros⁶⁸. En este sentido, algunos autores han tratado la equidad como principio ético orientador de la prohibición del uso de información privilegiada. Sin embargo, esta parcela tampoco está exenta de divisiones, siendo especialmente relevantes los posicionamientos doctrinales que defienden que no hay una auténtica identidad entre los participantes en el mercado, teniendo privilegios aquellos cuyo papel es más relevante⁶⁹. Sin embargo, no conviene situar en este punto el foco de interés en la materia ya que, a pesar de las disconformidades que pueden ser encontradas, las prácticas de insider trading chocan frontalmente con los valores de “*honradez, justicia e integridad deseables en toda acción humana*”⁷⁰.

Llevando el punto de mira ahora hacia la eficiencia de los mercados financieros, lo primero que debemos apuntar es que el efecto del uso de la información privilegiada se canaliza en los mismos a través de la formación de precios⁷¹. El concepto de mercado eficiente se corresponde con aquel en el que “*los precios de los títulos que se negocian reflejan toda la información disponible y ajustan total y rápidamente la nueva información*”⁷². Sin embargo, no parece razonable reconocer la eficiencia a una práctica de la que resulta un beneficio por la asimetría informativa, ya que el coste para aquel que no dispone de ella acabaría drenando el mercado de liquidez⁷³. Esto es así ya que las personas con información (*insiders*) operando en un mercado en el que existan inversores que carezcan de información -por no ser pública- genera un coste en tanto cualquier

⁶⁶ *op. cit* LÓPEZ LOZANO, M. A., “La información privilegiada...”

⁶⁷ *op. cit* LÓPEZ LOZANO, M. A., “La información privilegiada...”

⁶⁸ SASTRE CORCHADO, G. S., “La Directiva de Abuso de Mercado. Un nuevo marco en Europa”, *Revista de derecho del mercado de valores*, nº 1 (2007)

⁶⁹ *op. cit* GARCÍA SANTOS, M. N., “ética, equidad y normas...”, p. 165

⁷⁰ DÍAZ MÉNDEZ, M., “Algunas consideraciones sobre la ética en el mercado”, *Pecunia: revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales*, nº. 5 (jul-dic 2007), p. 31

⁷¹ *op. cit* GARCÍA SANTOS, M. N., “ética, equidad y normas...”, p. 165 a 170

⁷² ARAGONÉS, J. R. y MASCAREÑAS, J., “La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital.” *Análisis financiero* 64 (1994), p. 79

⁷³ *op. cit* GARCÍA SANTOS, M. N., “ética, equidad y normas...” p. 171

operación bursátil individual tiene resultado de suma cero⁷⁴. En este sentido, deberíamos concluir que la simetría informativa afecta a la correcta formación de los precios y por ende, dota de eficiencia a los mercados⁷⁵, haciéndola merecedora de protección jurídica. En una misma línea, GLOSTEN y MILGROM⁷⁶ muestran en su estudio que la presencia de agentes con información amplía su diferencial de oferta y demanda, ya que los “creadores de mercado” sufren pérdidas esperadas cuando comercian con operadores informados y, por consiguiente, deben recuperar dichas pérdidas con agentes desinformados con una posición más débil que la suya.

Los estudios empíricos disponibles sobre la relación entre la filtración de información privada y los movimientos en los precios de cotización son concluyentes. Tanto es así, que incluso se ha querido estudiar la “zona gris” de revelación de información -se trata de ver hasta qué punto una determinada información puede tener incidencias sobre los precios- en el caso de las reuniones informativas con analistas (donde se revela información no pública) y sus efectos sobre el mercado. Estos estudios han mostrado que dichas revelaciones tienen efectos sobre circunstancias tales como la rentabilidad, el volumen de negociación o la volatilidad de los precios⁷⁷. Podemos concluir en base a ellos que el mercado parece ser cada vez más sensible a la información disponible, especialmente en el caso de las OPAs⁷⁸. Además, podemos ver como una revelación de información gradual o escalonada, como la que puede constituir una simple reunión con presentaciones privadas sobre proyecciones empresariales⁷⁹, al final tendrá el mismo efecto sobre el mercado que se pretende evitar, movimientos en el precio que no han podido ser previstos por todos los inversores.

En definitiva, la ausencia de un flujo adecuado de información –o cuanto menos, el uso que se ha hecho de dicha información- ha sido señalado como el denominador común de los grandes episodios de rescisión en la economía moderna. Sin estos episodios los movimientos en el mercado de valores hubiesen sido alcistas o bajistas, aunque

⁷⁴ MASSON, R. T. y MADHAVEN A., “Insider Trading and the Value of the Firm”, Wiley para *The Journal of Industrial Economics*, vol. 39, nº 4, 1991, p. 335.

⁷⁵ GARCÍA SANTOS, M. N., “ética, equidad y normas...” p. 172

⁷⁶ GLOSTEN, L. y MILGROM, P., “Bid, Ask and Transaction in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Agents”, *Journal of Financial Economics*, nº 14, 1985, pp. 71-100.

⁷⁷ GARCÍA-MERCA, E. y MARTÍNEZ CONESA, I., “El tráfico de información privilegiada: evidencias y regulaciones empresariales”, *Revista Partida Doble*, nº 165, 2005, pp. 58-60

⁷⁸ *op. cit* GARCÍA-MERCA, E. y MARTÍNEZ CONESA, I., “El tráfico de información...”, p. 61. Las autoras critican la nula actividad sancionadora a pesar del número de operaciones sospechosas en relación con las OPAs

⁷⁹ *op. cit* GARCÍA-MERCA, E. y MARTÍNEZ CONESA, I., “El tráfico de información...” p. 58

mostrando una suavidad aceptable y no perjudicial⁸⁰. Podría concluirse que el ilegítimo o inadecuado uso de la información privilegiada tiene un claro efecto pernicioso para los mercados de valores, y por ende, para la economía y el desarrollo.

A la luz de lo anterior parece que, desde un punto de vista interno, la valoración ética de estas conductas conduce indudablemente hacia su reproche. Asimismo, desde el punto de vista externo o de la lógica económico-financiera, parece también razonable y justificada la creación de mecanismos protectores que exijan la revelación de información por requerirlo así la eficiencia de los mercados de valores.

Sin embargo, como apunta FERNÁNDEZ DE ARAOZ, los pilares de eficiencia sobre los que descansa la normativa de información privilegiada (esencialmente la racionalidad de los inversores y el flujo eficaz de información de calidad), han mostrado no pocas deficiencias en su construcción por el comportamiento irracional de los inversores sistemático y ordenado⁸¹. Concluye el autor apuntando que la eficiencia no se predica con carácter absoluto, sino relativo, lo que obliga a definir mecanismos óptimos para su protección sin aceptar la validez plena del principio de transparencia informativa (*full disclosure*)⁸².

Planteada la necesidad de regulación y lucha contra las prácticas de insider trading y entendida la relativa operatividad de los mecanismos de defensa disponibles, es razonable que no sean novedosos en la doctrina los debates sobre el enfoque que se debe adoptar para preservar la integridad y eficiencia de los mercados. El primer dilema en cuanto al enfoque que nos podemos plantear es quizá el más esencial de todos. Si las empresas deben dirigir su actuación en base a criterios de justicia y prudencia al servicio de los accionistas, en qué posición queda el papel de la regulación⁸³. Este primer dilema queda hartamente superado y no parece haber lugar a confusión a la hora de entender el papel no intervencionista, sino procurador de buenas prácticas que ha adoptado el legislador⁸⁴. De la misma forma, aunque los desarrollos normativos son fundamentales, es necesario que exista una conciencia social para considerar estas prácticas como actos ilícitos y reprobables⁸⁵. Otro debate de aproximación -ya dentro del propio ámbito de la normativa-

⁸⁰ GALBRATH, J. K., "Breve historia de la euforia financiera", Editorial Ariel, 1991, p. 57

⁸¹ FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., "Repensar la protección...", p. 8

⁸² FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., "Repensar la protección...", p. 3

⁸³ *op. cit* Fundación ICO, "El sistema financiero..."

⁸⁴ *op. cit* Fundación ICO, "El sistema financiero...", p. 10. Aunque de ello no se predica la absoluta idoneidad de la regulación, motivo principal del presente estudio.

⁸⁵ GARCÍA-MERCA, E. y MARTÍNEZ CONESA, I., "El tráfico de información...", p. 66

es el que plantea la elección entre medidas preventivas y punitivas como mecanismos de defensa, ya que a pesar de los grandes esfuerzos que se han hecho sobre las medidas preventivas siguen ocurriendo en la misma medida episodios relativos a estas prácticas⁸⁶. También se mueve en este ámbito el debate sobre la posición que en el ordenamiento debe asumir el derecho penal, si de una forma meramente *simbólica* o retórica o más bien asumiendo un papel esencial en cumplimiento de la función de prevención general⁸⁷.

En el marco de este conflicto, hay autores que proponen y justifican su propias alternativas. Es el caso de CARBAJALES, para quien el principio rector más importante sobre los mercados financieros es el principio de transparencia, el cual define en relación con la exposición de motivos de la ley 24/1988, como conjunto de reglas que imponen la obligación de comunicación al inversor de información producida por los propios mercados⁸⁸. Su premisa básica para un mercado transparente es que todos sus actores participen bajo las mismas “reglas de juego”⁸⁹. Por lo tanto, la transparencia se predicará de un mercado en tanto sea capaz de difundir la información a sus agentes, situándolos así en condiciones de igualdad. La justificación que subyace a la regulación de la transparencia es salvar un “fallo de mercado”. Si bien en un primer momento tiene un mayor peso la regulación pública por la consideración de tales mercados como auténticos monopolios, a día de hoy existe libertad de elección del mercado en el que operar, por lo que decae su original naturaleza monopolística⁹⁰. Por ello propone como solución acudir a la autorregulación, pero regulando con la cautela de evitar que tengan acceso a dicha información los agentes que la pretendan utilizar sin coste alguno (*free riding*), pues ello podría desincentivar el cumplimiento de la obligación de difusión para quienes sí que lo tienen⁹¹.

Por otro lado, JUAN Y MATEU reconoce que el objetivo principal de la obligación de difusión de información privilegiada -en términos europeos, como apuntábamos- es la protección del inversor a la hora de tomar decisiones de inversión o desinversión⁹². Sin embargo, critica la complejidad y volumen de información difundida empañan la

⁸⁶ *op. cit* GARCÍA-MERCA, E. y MARTÍNEZ CONESA, I., “El tráfico de información...”, p. 66

⁸⁷ *op. cit* VEGA GUTIÉRREZ, J. “El delito de uso...” pp. 46-50

⁸⁸ CARBAJALES, M., “La regulación del mercado financiero”, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales, 2006, p.234.

⁸⁹ *op. cit*. CARBAJALES, M., “La regulación...” p. 235.

⁹⁰ *op. cit*. CARBAJALES, M., “La regulación...” p. 243.

⁹¹ *op. cit*. CARBAJALES, M., “La regulación...” p. 244.

⁹² *op. cit*. JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública...” p. 117

posibilidad real de informar al inversor⁹³. Es por ello que la doctrina gira hacia una concepción de tutela indirecta a través de la eficiencia de los mercados que de otra forma quedaría conculcada⁹⁴. Sin embargo, esta línea parece decaer frente a las nuevas creencias en el marco de las teorías financieras, donde la confianza en la formación de precios parece descansar sobre elementos ajenos a la información disponible⁹⁵. En definitiva esta visión aleja el foco de actuación sobre la información en sí, lo cual es coherente con el comportamiento eufórico e irracional que los inversores han venido mostrando en el mercado. En este sentido, se ha llegado a decir incluso que el escepticismo es la única medida de salvaguarda para un mercado perfecto⁹⁶.

Para PROSPER LAMONTHE, PÉREZ SOMALO y PÉREZ GUERRA, en el contexto de un profundo análisis de la mala praxis en el sector bancario, señalan como axioma los conflictos de intereses fruto de políticas de incentivos inadecuadas⁹⁷. Señalan, en base a un estudio comparativo, el efecto positivo que tiene la imposición de fuertes sanciones unido a la difusión que posteriormente se haga de las mismas y su fundamento.

Analizando esta cuestión desde el prisma ético, ARROYO RODRÍGUEZ y VAQUERO LAFUENTE, elaboran un análisis que aborda la regulación prevista en la ya derogada LMV de 1988. Extraen como principales conductas de contenido ético los siguientes deberes: Deber de salvaguardia (discreción), deber de abstención (pasividad) y deber de silencio, aunque criticando que la mayor efectividad de este último se consigue a través de la formulación de códigos de conducta internos, por la gran cantidad de personas que pueden acabar teniendo acceso a dicha información⁹⁸.

De todo lo anterior, parecen extraíbles las siguientes tensiones:

A) El paradigma del inversor racional en relación con el continuo flujo de información de creciente complejidad.

⁹³ *op. cit.* JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública...” p. 118

⁹⁴ KLÖHN, L., “Vor 12-14 WpHG”, en Kölner Kommentar..., pp. 440-503, en n° marg 85; ID., “Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas”, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) n° 177, 2013, pp. 349-387, en p.356” vid. en JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública...” p. 120

⁹⁵ *op. cit.* JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública...” p. 121

⁹⁶ *op. cit.* GALBRATH, J. K., “Breve historia...”, p. 57

⁹⁷ LAMONTHE FERNÁNDEZ, P., PÉREZ SOMALO, M. y PÉREZ GUERRA, M., “Mala praxis en la actividad bancaria y los mercados financieros: Conflictos de interés y abuso de mercado”, Revista de Responsabilidad Social de la Empresa. 2013 N° 14. ISSN: 1888-9638. Madrid, p. 141

⁹⁸ *op. cit.* ARROYO RODRÍGUEZ, A. M. y VAQUERO LAFUENTE, E., “La ética en el uso...”, p. 235

B) La idoneidad preventiva de los mecanismos previstos en las distintas parcelas del derecho (con referencia al papel del derecho penal). Sobre las distintas aproximaciones de los ordenamientos se han realizado estudios empíricos comparando la eficacia en distintos grupos de países. Un estudio realizado por PORTA, LÓPEZ-DE-SILANES y SHLEIFER señaló como mayor valor de la normativa de *securities* aquellas previsiones que modulaban los contratos privados por encima de aquellas de carácter sancionador⁹⁹. De la misma forma señalan que los papeles de los supervisores centrales así como las medidas penales han mostrado resultados positivos similares. Por otro lado, concluyen también que aquellos mercados con mejores comportamientos comparten extensas obligaciones de comunicación de información así como estándares de responsabilidad¹⁰⁰

C) La trascendencia de la dimensión ética que rodea las prácticas de abuso de mercado así como su amplitud, extendiendo responsabilidades a todos los individuos cuya posición en relación con la información privilegiada los sitúa en una posición de igualdad.

A la vista del carácter perjudicial del insider trading tanto desde un punto de vista económico como ético y habiendo comentado la situación de necesaria revisión de las actuales formas de lucha contra el mismo, procede ahora pasar a comentar la regulación disponible. Es importante tener en mente la diversidad de enfoques, ya que el espíritu de la norma no deja de buscar los tres objetivos esenciales mencionados supra.

⁹⁹ PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A., “What works in securities laws?”, *The Journal of Finance*, vol. 61, nº 1 (2006), p.27

¹⁰⁰ *op. cit.* PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A., “What Works...”, pp. 27-28

6. Regulación

6.1 Normativa aplicable

Aún pendiente de trasposición al derecho español, en esta materia la regulación que resulta de aplicación por los principios de primacía y efecto directo es aquella proveniente de la Unión Europea¹⁰¹.

A nivel europeo la regulación es extensa y ha mostrado estar sujeta a continuas revisiones para adaptarse a las novedades que surgen en términos de instrumentos financieros, segmentos de negociación, sujetos y procedimientos así como ofrecer una respuesta contundente a los riesgos sistemáticos que dan lugar a colapsos como el acaecido en el 2007¹⁰². La normativa europea tiene como fin garantizar la confianza en el mercado mediante la protección de la igualdad de sus miembros¹⁰³.

A día de hoy, la *arquitectura regulatoria*¹⁰⁴ a nivel europeo viene definida por los reglamentos MAR (ya mencionado) y el Reglamento (UE) n° 600/2014 de 15 de mayo de 2014 (MiFIR) relativo a los mercados de instrumentos financieros (modifica el Reglamento n° 648/2012) y por las directivas 2014/65/UE de 15 de mayo de 2014 (MiFID II) relativa a los mercados de instrumentos financieros (modifica la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE) y la directiva 2014/57/UE de 16 de abril de 2014 sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado). A la vista de ello, se plasma el trabajo unificador de la UE en dos planos:

(1) como reguladora de los mercados de instrumentos financieros -anteriormente recogida por la Directiva 2004/39 CE (MiFID I)¹⁰⁵-. A pesar de no regular específicamente el uso de la información, es de interés en tanto trata las relaciones de los agentes en el mercado y no se puede ignorar su valor para el presente estudio. Dentro de ella distinguimos dos normas:

¹⁰¹ SARRIÓN ESTEVE, J., “Apuntes de derecho de la Unión Europea”, Editorial Tirant lo Blanch, 2016, pp. 5-6

¹⁰² TAPIA HERMIDA, A. J., “La nueva arquitectura del Derecho Comunitario del Mercado de Valores. Comentario urgente a los Reglamentos y Directivas sobre el mercado de instrumentos financieros y el abuso de mercado”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, N° 14, Sección Estudios, Primer semestre de 2014, Editorial LA LEY

¹⁰³ VÁZQUEZ CAÑIZARES, J. C., “Los autores del insider trading en derecho comparado”, *Actualidad Administrativa*, N° 9, Sección Actualidad, Septiembre 2015, Editorial Wolters Kluwer, p. 5

¹⁰⁴ *op. cit.* TAPIA HERMIDA, A. J., “La nueva arquitectura...”

¹⁰⁵ *op. cit.* TAPIA HERMIDA, A. J., “La nueva arquitectura...”

b) MiFIR: comparte los objetivos de profundización en la protección de los inversores y el incremento de la transparencia en los mercados. Promueve la negociación desde mercados OTC y pretende facilitar el acceso a las Pymes a los mercados financieros. Por último, amplía la regulación de algunos productos - como los *derivados*- y armoniza el marco sancionador y de supervisión¹⁰⁶. En cuanto a los requisitos de transparencia, regula detalladamente las obligaciones de publicidad, siendo su contenido relativo a datos de negociación, cotizaciones o información post-negociación entre otras¹⁰⁷.

Teniendo en mente el objeto del presente trabajo, es en este punto conveniente extraer que principios generales que rigen el mercado al que eventualmente se filtra la información privilegiada. En este sentido, más allá de las notas de transparencia y protección, es interesante apuntar que se establecen una serie de normas de conducta¹⁰⁸ para las empresas de servicios de inversión, enunciando como principios generales en su artículo 24 la actuación honesta, imparcial y profesional¹⁰⁹. También es de interés apuntar la enunciación del “*principio de acceso no discriminatorio a la compensación para los instrumentos financieros*”. Este principio se verifica tanto en el acceso a entidades de contrapartida central (ECCs) -que deberán aceptar las compensaciones que se soliciten- así como a centros de negociación -que darán acceso a los datos que solicite cualquier ECC autorizada-.

a) MiFID II: cuyos objetivos principales son esencialmente situar la negociación en plataformas reguladas, reforzar la regulación sobre negociación e incrementar la transparencia de los mercados así como profundizar en la protección del inversor¹¹⁰. Se ha apuntado que una de las reformas más indicativas de su naturaleza protectora la conforman las nuevas obligaciones de desglose de precios para los actores del mercado¹¹¹.

¹⁰⁶ Portal CNMV, Legislación

¹⁰⁷ *op. cit.* TAPIA HERMIDA, A. J., “La nueva arquitectura...”

¹⁰⁸ Apunta ESTEBAN DE LA ROSA la necesaria diferenciación de estas normas con respecto a los códigos deontológicos, siendo las primeras susceptibles de dar lugar a sanciones de carácter público

¹⁰⁹ *op. cit.* TAPIA HERMIDA, A. J., “La nueva arquitectura...”

¹¹⁰ Portal CNMV, Legislación

¹¹¹ BLANCO BERMÚDEZ, F., “MiFID II y las relaciones con inversores, una oportunidad para poner foco en los inversores minoristas”, *Inversión & finanzas: el semanario líder de bolsa, economía y gestión de patrimonios*, nº 1082 (2018), p. 2

De esta normativa, por los mismos motivos expuestos antes, se ha querido traer a colación el bloque relativo a los conflictos de intereses. Sobre los mismos, la MiFID II prevé mecanismos de detección prevención y gestión, estableciendo subsidiariamente la obligación de comunicar al cliente los riesgos que el conflicto entraña en caso de fallar dichos mecanismos¹¹². Además se regulan con cierta extensión una serie de instrumentos de protección de los inversores -normas de requisitos de la información, diseño de los instrumentos financieros u obligaciones como la de ejecutar las órdenes más ventajosas para el cliente¹¹³.

(2) Como reguladora del abuso de mercado

A nivel de normativa es necesario distinguir tres momentos claramente diferenciados.

En un primer momento la regulación del abuso de mercado recae sobre la Directiva 89/592/CEE, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada. Esta norma regula de forma autónoma la cuestión, respondiendo a la necesidad de aunar los criterios europeos en la materia por la gran disparidad de normas existentes¹¹⁴. Lo más destacable es que no recoge el principio de “*breach of duty*”¹¹⁵, establece los caracteres básicos de la información privilegiada y no tiene carácter societario, centrándose en la revelación de la información como eje vertebrador -*disclosure rule*-¹¹⁶.

En segundo lugar aparecen una serie de instrumentos normativos como fruto de una reforma en profundidad en el marco de un “Plan de Acción¹¹⁷” para avanzar en la creación de un mercado único de servicios financieros¹¹⁸. Estos instrumentos se acogen a una técnica normativa que los agrupa en cuatro niveles (de acuerdo con su contenido, abarcando desde los principios generales en el nivel 1 hasta las medidas para garantizar la ejecución en el nivel 4)¹¹⁹. Se aprueban por tanto: Una Directiva de nivel 1 y tres

¹¹² *op. cit.* TAPIA HERMIDA, A. J., “La nueva arquitectura...”

¹¹³ *op. cit.* TAPIA HERMIDA, A. J., “La nueva arquitectura...”

¹¹⁴ ESTEBAN DE LA ROSA, G., “Abuso de mercado e *insider trading*: normativa de la Unión Europea”, *Revista General de Derecho Europeo*, 37 (2015)

¹¹⁵ *Quebrantamiento de un deber de lealtad*: cualidad esencial de los iniciados primarios en la regulación actual

¹¹⁶ ESTEBAN DE LA ROSA, G., “Abuso de mercado...”

¹¹⁷ “Plan de acción de servicios financieros”, el cual se inició en el año 2000, con trabajos previos desde el año anterior

¹¹⁸ CERDÁN DE LA CRUZ, F., “Situación normativa actual en el ámbito de los mercados de valores”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Nº 2, Enero-Junio 2008, pág. 513, Editorial Wolters Kluwer, p. 1

¹¹⁹ *op. cit.* ESTEBAN DE LA ROSA, G., “Abuso de mercado...”

Directivas y un Reglamento de nivel 2¹²⁰. Destaca la regulación prevista en la Directiva 2003/6/CE (DAM) ya mencionada -en tanto enuncia las bases-, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada. Esta directiva creó un marco regulatorio posteriormente ampliado por el resto de instrumentos normativos. La definición de este marco culmina con la aprobación en 2004 de la Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativa a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas.

Este bloque introduce una serie de novedades con respecto al anterior. En esencia, se enuncia como objetivo principal la necesidad de proteger la confianza de los inversores para que los mercados financieros fuesen fuente de crecimiento¹²¹. Recoge y detalla el deber de comunicar la información privilegiada y extiende considerablemente el ámbito de prohibición de su uso, además de ampliar las fronteras del abuso de mercado con la regulación de la manipulación de precios¹²². La modernización de la normativa se ve también en el reconocido papel de las tecnologías de la información y comunicación (TIC), afectando de forma directa a la regulación de la forma y procedimientos para dar publicidad a la información¹²³. Más allá de lo anterior, este bloque consagra el principio de *abstenerse o comunicar* en relación con la información privilegiada, lo cual se mantendrá en la regulación que la sigue¹²⁴.

El problema que se derivó de esta normativa es que, en un entorno de inestabilidad y crisis económica, pronto se pusieron de manifiesto las graves deficiencias de las que

¹²⁰ *op. cit.* ESTEBAN DE LA ROSA, G., “Abuso de mercado...”. El bloque lo conforman las ya mencionadas Directiva 2006/3/CE y 2004/72/CE junto con la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado y la Directiva 2003/125/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses.

¹²¹ *op. cit.* ESTEBAN DE LA ROSA, G., “Abuso de mercado...”

¹²² *op. cit.* ESTEBAN DE LA ROSA, G., “Abuso de mercado...”

¹²³ FLORES DOÑA, M. S., “Las TIC como sustento de la transparencia corporativa y vehículo de comunicación en los Mercados de Valores europeos”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 2, Sección Estudios, enero-junio 2008, pág. 153, Editorial Wolters Kluwer, p. 5

¹²⁴ FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., “Abuso de Mercado”, Universidad Pompeu Fabra, Barcelona, 2004

adolescía¹²⁵. En particular, TAPIA¹²⁶ enumera los siguientes detonantes como explicativos del cambio de normativa:

a) Multiplicación de los espacios de negociación en los que pueden tener lugar los abusos. Se extiende el ámbito de aplicación a otros sistemas organizados de negociación, no siendo algo exclusivo de los mercados organizados¹²⁷.

b) Necesidad de un sistema de supervisión fortalecido, con un papel más activo del ESMA (organismo supervisor europeo)¹²⁸

c) Queda constatada necesidad de reforzar la protección de la *integridad del mercado*¹²⁹. El régimen creado hace evidente la lejanía con respecto a la creación del mercado financiero único por la profunda falta de entendimiento entre los Estados Miembros en la materia¹³⁰.

d) Puede señalarse también la fuerte competencia con bolsas extranjeras, lo cual obliga a las bolsas europeas a tomar medidas que garanticen la ocupación de una posición óptima a nivel global¹³¹. Adicionalmente, aflora la necesidad de armonizar “el uso de determinados instrumentos financieros complejos” así como “determinadas prácticas y estándares técnicos¹³².”

Surge así un nuevo cuadro normativo caracterizado por un fuerte sistema de supervisión y régimen sancionador con el fin de garantizar la seguridad y confianza en los mercados, reforzar la protección de los inversores y simplificar el panorama legislativo¹³³, conservando y ampliando el principio general de prohibición de uso de información privilegiada y manipulación de mercado¹³⁴. La nueva normativa, de aplicación desde el 3 de julio de 2016, está compuesta por los siguientes instrumentos:

¹²⁵ CANALEJAS, J. F. y VARELA, A., “Apuntes sobre la nueva normativa de manipulación de mercado”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 18, Sección Mercados y Praxis Negocial, Primer semestre de 2016, Editorial Wolters Kluwer, p. 2

¹²⁶ *op. cit.* TAPIA HERMIDA, A. J., “La nueva arquitectura...”

¹²⁷ ARRANZ PUMAR, G., “Consulta pública de la Comisión Europea. Reforma de la Directiva MIFID (8 diciembre 2010)”, *Derecho de los Negocios*, nº 245, Sección Mercado de Valores, Febrero 2011, Editorial Wolters Kluwer

¹²⁸ *op. cit.* ARRANZ PUMAR, G., “Consulta pública...”

¹²⁹ *op. cit.* TAPIA HERMIDA, A. J., “La nueva arquitectura...”

¹³⁰ *op. cit.* ESTEBAN DE LA ROSA, G., “Abuso de mercado...”

¹³¹ *op. cit.* ESTEBAN DE LA ROSA, G., “Insider trading, Unión...”

¹³² *op. cit.* CANALEJAS, J. F. y VARELA, A., “apuntes sobre la nueva normativa...”, p. 2

¹³³ *op. cit.* CANALEJAS, J. F. y VARELA, A., “Apuntes sobre la nueva normativa...”, p. 2-3

¹³⁴ Cuatrecasas, Gonçalves Pereira, “Nuevo régimen de abuso de mercado”, *Legal Flash Mercado de Valores*, 2016

a) Reglamento 596/2014 (MAR)

b) Directiva 2014/57 sobre sanciones penales por abuso de mercado¹³⁵

El panorama obligacional es de necesaria comprensión en aras de atender al objetivo del presente estudio. Esta normativa gira en torno a dos ejes, por un lado, como mecanismo protector de la integridad y confianza en el mercado, definiendo como principio general el de prohibición de operar en base a información privilegiada¹³⁶. Por otro lado, actuando como mecanismo protector de la transparencia y estabilidad de los mercados, consagrando el principio de información completa¹³⁷ con el fin de proveer a los mercados de información financiera fiable y de calidad¹³⁸. La configuración de este último principio es de necesaria comprensión para el análisis del régimen de comunicación que del mismo se deriva. Es precisamente el derecho americano el que a partir del año 2000 constata, a través de la SEC, la necesidad de evitar a publicación de información selectiva. Por ello, nace el *Fair Disclosure Regulation*, limitando las posibilidades de que sólo ciertos colectivos (analistas esencialmente) tenga acceso de primera mano a la información¹³⁹. Es en base a ello que el diseño de canales que garanticen la publicidad total se convierte en una de las prioridades de toda regulación.

El concepto de información privilegiada se mantiene en lo general, mientras que queda extendido el ámbito de las operaciones con información privilegiada a aquellas propias de cancelación y modificación de órdenes así como las recomendaciones o divulgaciones cuando se tiene conocimiento del carácter de información privilegiada¹⁴⁰. Además, no sólo se sanciona el uso, sino también “*la tentativa de manipular el mercado y operar con información privilegiada*”¹⁴¹. El concepto se extiende además a los actos de estudio y preparación previos a la toma de una decisión en el marco de un proceso prolongando tal y como se pone de manifiesto en la STJUE que trata el caso *Geltl-Daimler*^{142,143}. Por último, en cuanto al uso de información privilegiada, establece una presunción que opera en contra de quienes la tienen a su disposición dicha información

¹³⁵ La óptica penal del insider trading será tratada más adelante

¹³⁶ *op. cit.* VILLEGAS MORENO, P., Ponencia “El abuso de...”

¹³⁷ *op. cit.* DE CARLOS BERTRÁN, L. Y RÍOS ESTRELLA, M., “Las obligaciones de información ...”, p. 39

¹³⁸ La comunicación de información relevante en las sociedades cotizadas

¹³⁹ *op. cit.* RODRÍGUEZ, E., “La regulación del...”, p. 31

¹⁴⁰ *op. cit.* Cuatrecasas, Gonçalves Pereira, “Nuevo régimen...” p. 2

¹⁴¹ *op. cit.* CANALEJAS, J. F. y VALERA, A., “Apuntes sobre la nueva normativa...”, p.3

¹⁴² *op. cit.* JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública de...”, p. 156

¹⁴³ STJUE 28/06/2012- asunto C-19/11, Caso Markus Gelltl contra Daimler AG (TJCE 2012\163)

toda vez que dicha persona opere -o lo pretenda- con el instrumento al que la información se refiere¹⁴⁴.

En el derecho europeo se define un criterio delimitador para clasificar a aquellos que acceden a la información como iniciados primarios o secundarios¹⁴⁵. Este criterio distingue en función de la posición desde la que se accede a la información, lo que da lugar a iniciados primarios internos institucionales (como lo serían los accionistas mayoritarios), iniciados internos no institucionales (papel que ocupan los empleados) e iniciados externos (aquellos relacionados profesionalmente con el emisor)¹⁴⁶. Los llamados iniciados secundarios, son aquellos cuyo acceso a la información se produce con conocimiento de causa ya sea por vía directa o indirecta de alguno de los anteriores¹⁴⁷.

Además de una detallada imposición de obligaciones y prohibiciones -que trataremos en el siguiente apartado-, la regulación aquí referida aparece acompañada de un mecanismo sancionador. Desde la UE se puso de manifiesto su escasa eficacia y falta de homogeneidad en los Estados Miembros, por lo que este nuevo bloque normativo recoge el mandato de que los estados desarrollen cuadros sancionadores administrativos con medidas “*efectivas, proporcionales y tengan un verdadero efecto disuasorio*”.¹⁴⁸

6.2 Obligaciones y prohibiciones

El artículo 14 RAM establece con respecto a la información privilegiada la prohibición de su uso, recomendación que la tenga por objeto y comunicación ilícita (toda vez que no se produzca en el normal ejercicio de la profesión), definiendo cada uno de estos actos en los artículos previos.

Como segundo elemento del doble eje preventivo (abstenerse o comunicar), se recogen de manera amplia las obligaciones de comunicación, imponiendo el RAM en su

¹⁴⁴ Cuatrecasas Gonçalves y Pereira, “Nuevo reglamento de abuso de mercado”, *Legal Flash Mercado de Valores*, 2014, p. 3

¹⁴⁵ *op. cit.* VÁZQUEZ CAÑIZARES, J. C., “Los autores del insider...”, p.5

¹⁴⁶ *op. cit.* VÁZQUEZ CAÑIZARES, J. C., “Los autores del insider...”, p.5

¹⁴⁷ *op. cit.* VÁZQUEZ CAÑIZARES, J. C., “Los autores del insider...”, p 5. En varios estudios americanos de insider trading se estudia como ejemplo de iniciados secundarios a los taxistas que recogen a directivos y escuchan casualmente sus conversaciones. ‘Con conocimiento de causa’ es una expresión comúnmente utilizada, siendo la literalidad del artículo 7.4 del RAM: “*cuando dicha persona sepa o deba saber que se trata de información privilegiada*”

¹⁴⁸ *op. cit.* ESTEBAN DE LA ROSA, G., “Abuso de mercado...”

artículo 19 que ésta debe hacerse tan pronto como sea posible “*de una forma que permita un acceso rápido y una evaluación completa, correcta y oportuna*”.

Entendido este doble eje, procede comentar las novedosas aportaciones de este instrumento. Primeramente, interesa la previsión de la posibilidad de retrasar la comunicación de la información -con un régimen especial para las entidades financieras- con el fin de preservar la estabilidad del sistema financiero¹⁴⁹, hecho que choca frontalmente con la necesidad de revelación “*tan pronto como sea posible*”¹⁵⁰. Por otro lado, con motivo de la jurisprudencia comunitaria¹⁵¹, se perfila el ámbito del uso de información privilegiada aquel que atente contra la integridad de los mercados o la confianza de los inversores¹⁵². Se impone como novedad la obligación de llevar una lista de iniciados¹⁵³ y se perfilan las obligaciones de comunicación y publicación, dando lugar a la previsión de figuras como los “*blackouts*”¹⁵⁴, siendo este último concepto relativo al plano de actuación y régimen de comunicación de los administradores¹⁵⁵. Se prevé además la definición de los llamados puertos seguros (“*safe harbours*”), recogiendo aquellas prácticas con elementos manipulativos que, sin embargo, no constituyen auténticos abusos de mercado¹⁵⁶. La previsión de prácticas de mercado aceptadas (Art. 13), prospección de mercado (Art. 11) y conductas legítimas (Art. 9), responden en gran medida a la necesidad de evitar rigideces en la regulación de un entorno tan complejo como el que constituyen los mercados de valores.

6.3 Transposición y diferencias frente al derecho español

La regulación prevista a nivel europeo está pendiente de transposición a nivel interno. Sobre la eventual trasposición es muy ilustrativo el Borrador de Ley de modificación del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, para adaptarlo al Reglamento (UE)

¹⁴⁹ *op. cit.* JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública de...”, p. 156. En particular este punto trata la cuestión del *pánico* y su rápida extensión en los mercados financieros, por lo que parece razonable que los canales de información dispongan de este tipo de cautelas.

¹⁵⁰ Art. 17.1 Reglamento 596/2014

¹⁵¹ STJUE de 23 diciembre de 2009, caso Spector Photo Group NV y otros contra Financie- en Assurantiewezen (CBFA) (TJCE\2009\400)

¹⁵² *op. cit.* Cuatrecasas Gonçalves y Pereira, “Nuevo reglamento...” p. 2

¹⁵³ Artículo 18 del Reglamento nº 596/2014 (MAR)

¹⁵⁴ Suponen la restricción de la capacidad de operar que recae sobre administradores y consejeros de forma previa a la publicación de información

¹⁵⁵ *op. cit.* CANALEJAS, J. F. Y VARELA, A., “Apuntes sobre la nueva normativa...”, p. 3

¹⁵⁶ *op. cit.* CANALEJAS, J. F. Y VARELA, A., “Apuntes sobre la nueva normativa...”

596/2014, de 16 de abril, sobre abuso de mercado y a la Directiva de ejecución (UE) 2015/2392, de la Comisión, cuyo plazo de consulta finalizó el 17 de marzo de 2017. Este Borrador señala como objetivos de la transposición los siguientes:

- a) Diseño de un cuadro sancionador ajustado a los estándares marcados.
- b) Atribución de nuevas facultades al organismo supervisor (también para su adecuación a estándares europeos).
- c) Favorecer la detección y sanción estableciendo canales seguros y confidenciales dentro del supervisor y medidas que garanticen la protección del comunicante frente a eventuales consecuencias negativas que se puedan derivar de su actuación.

Es de gran interés el amplio margen que el RAM deja para los Estados Miembros a la hora de diseñar mecanismos para alcanzar estos objetivos, pudiendo destacar: “*la determinación de los mecanismos para la difusión pública de información privilegiada*” (difusión en exclusiva a través de la CNMV u opción por medios alternativos) o “*el contenido de la justificación en el retraso de la información*”¹⁵⁷. En definitiva, España gozará de relativa libertad a la hora de definir en última instancia el modo de cumplimiento de las obligaciones previstas en el RAM.

Más allá de lo anterior, es importante entender que el derecho español no comparte de forma absoluta la terminología empleada por la legislación europea. Este es el caso de los conceptos empleados para referirse a la información privilegiada en el marco europeo -en particular en el contexto de la obligación de su difusión- y el resultado de su transposición al derecho español. Lo que ocurre es que, en el ámbito nacional, el TRLMV diferencia entre dos términos a efectos de determinar la sujeción de la información a la obligación de ser revelada. Habrá que distinguir entre “información privilegiada” e “información relevante”, siendo ésta última la sujeta a la obligación de difusión¹⁵⁸. Para entender este desdoblamiento conceptual con referencia al derecho europeo basta con comprender que la “información privilegiada” a la que se refiere el derecho español es

¹⁵⁷ Borrador de Ley de modificación del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, para adaptarlo al Reglamento (UE) 596/2014, de 16 de abril, sobre abuso de mercado y a la Directiva de ejecución (UE) 2015/2392, de la Comisión.

¹⁵⁸ *op. cit.* JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública...”, pp. 114-115

simplemente “*información relevante en su fase inicial de secreto*”¹⁵⁹. Esta distinción permite que la obligación de información en derecho español tenga un objeto más amplio¹⁶⁰.

Esta distinción sería la que en un inicio modelaría un criterio para la obligación de comunicación distinto del que recoge la regulación europea. Sin embargo en derecho español es la Circular 4/2009, de 4 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre comunicación de información relevante, la que establece para derecho interno un nuevo criterio delimitador consistente en aquellos “*supuestos que puedan influir de forma sensible en la cotización de un valor en un mercado secundario*”. De esta forma, y sin haberse producido aún la conveniente transposición a derecho español de la última reforma, este criterio ha quedado unificado.

En cuanto al ámbito subjetivo, las diferencias que mostraba con la normativa europea la LMV del 88 fueron salvadas por la posterior regulación. Actualmente tanto a nivel español como europeo se comparte el “*securities market approach*” en la definición del ámbito subjetivo, lo cual hace que aumente su amplitud. En el TRLMV puede verse en el artículo 227.3, el cual extiende las obligaciones y prohibiciones previstas a “*cualquiera que posea información privilegiada*”.¹⁶¹

Debe apuntarse la existencia de una nota propia del derecho español que, si bien tildada de “*intervencionista*” y con un dudoso encaje frente a la regulación europea, parece constituir una adecuada herramienta para dirigir la actuación empresarial en el mercado de valores¹⁶². Nos referimos aquí a los Reglamentos Internos de Conducta como modelo regulatorio de adhesión -y separación- voluntaria. Compartiendo algunas de las notas definitorias propias del gobierno corporativo, este mecanismo pretende afrontar, entre otros, el problema del insider trading desde un punto de vista práctico y versátil¹⁶³. En materia de información privilegiada prevé una serie de reglas que esencialmente se resumen en: a) la formulación de una lista de iniciados; b) el establecimiento de medidas de salvaguarda (además de exigencias específicas respecto al tratamiento de la

¹⁵⁹ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La decisión de los emisores de retrasar la difusión de información privilegiada”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Nº 21, Sección Estudios, Segundo semestre de 2017, Editorial Wolters Kluwer

¹⁶⁰ *op. cit.* GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La decisión...”

¹⁶¹ *op. cit.* MARTÍNEZ FLÓREZ, A., “Sobre los destinatarios...”, p. 500-502

¹⁶² Asociación de Emisores Españoles, “Modelo de Reglamento interno de conducta en el ámbito del Mercado de Valores”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Nº 19, Sección Mercados y Praxis Negocial, Segundo semestre de 2016, Editorial Wolters Kluwer. P. 1

¹⁶³ Asociación de Emisores Españoles, “Modelo de Reglamento...”, pp. 1-2

información, determinando entre otras cosas su identificación como confidencial, nombre clave y régimen de archivo, distribución y responsabilidad y c) prohibición de determinados actos relativos a la información privilegiada (realizar o recomendar la realización de operaciones así como comunicar el contenido de la información)¹⁶⁴. En definitiva, sus componentes lo configuran como una solución práctica (mecanismos de comunicación, órganos de control, etc.).

Por último, es interesante apuntar que, en ocasiones, los instrumentos que a nivel europeo o nacional se prevén para dar respuesta a los abusos de mercado tienen una naturaleza que va más allá de la defensa de un interés público. La normativa ha sido clara a la hora de exponer su carácter protector de la integridad de los mercados y a sus propios agentes, conformando ambos intereses de carácter público. Sin embargo esto no es en exclusiva lo que ocurre con los sistemas de denuncia -whistleblowing-, cuya justificación viene dada entre otras cosas por el mantenimiento de la integridad moral del empleado que revela la información¹⁶⁵.

6.4 Caracteres -operativos y funcionales- de la normativa

Hasta aquí se ha expuesto el bloque normativo aplicable, pretendiendo formular ahora una exposición de los caracteres y la naturaleza del contenido de esta regulación. Para ello, nos apoyaremos en la lista de principios orientadores hecha pública por IOSCO en referencia a los modelos de regulación del mercado financiero, detectando dentro de la misma aquellos que pueden percibirse en esta regulación.

En base a la anterior exposición, podemos extraer como caracteres:

- a) La exigibilidad de inmediatez en comunicación de la información privilegiada y la excepcionalidad de los retrasos en la misma¹⁶⁶
- b) La presencia de organismos de control y supervisión que cuentan con herramientas y mecanismos útiles para llevar a cabo su labor¹⁶⁷

¹⁶⁴ *op. cit.* Asociación de Emisores Españoles, “Modelo de Reglamento...”, pp. 2-12

¹⁶⁵ GOÑI SEIN, J. L., “Sistemas de denuncia interna de irregularidades (‘Whistleblowing’)”, En *Ética empresarial y Códigos de Conducta*, edición nº 1, Editorial LA LEY, Madrid, Marzo 2011.

¹⁶⁶ *op. cit.* GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La decisión...”

¹⁶⁷ *op. cit.* GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La decisión...”

- c) La definición con carácter abierto y extenso de las obligaciones y prohibiciones en lo relativo a la información privilegiada
- d) La expresión específica y detallada de conductas prohibidas
- e) El carácter flexible de la normativa con carácter general
- f) Utiliza un enfoque preventivo
- g) El ámbito subjetivo es muy amplio
- h) El enfoque está puesto sobre el poseedor de la información, pudiendo asumir esta posición una gran variedad de sujetos como hemos apuntado

Para mayor profundidad, los principios de IOSCO detectados son:

- a) Existencia de *“una supervisión prudencial constante de las bolsas y los sistemas de negociación con objeto de asegurar la integridad de la negociación mediante normas justas y equitativas que logren un equilibrio adecuado entre las exigencias de los distintos participantes del mercado”*¹⁶⁸
- b) *“La regulación estará diseñada para detectar e impedir la manipulación y otras prácticas desleales en la negociación”*¹⁶⁹
- c) *“El regulador tendrá extensos poderes de inspección, investigación y supervisión”*¹⁷⁰

Desde mi punto de vista, el resto de principios que enuncia el informe de IOSCO o bien no se ven reflejados en esta normativa o bien se ven reflejados de forma más intensa en otras alternativas que evaluaremos a continuación.

6.5 Caracteres de los mecanismos que ofrece el derecho penal

La protección del orden socio económico pasa necesariamente por la definición de un marco administrativo sancionador así como la tipificación penal de ciertas conductas con finalidad de prevención¹⁷¹. La protección que dispensa el legislador penal obedece a que el interés trasciende el ámbito individual, siendo los delitos patrimoniales

¹⁶⁸ *op. cit.* MUÑOZ PÉREZ, A. F., “Los objetivos y principios...”, p. 5

¹⁶⁹ *op. cit.* MUÑOZ PÉREZ, A. F., “Los objetivos y principios...”, p. 5

¹⁷⁰ *op. cit.* MUÑOZ PÉREZ, A. F., “Los objetivos y principios...”, p. 5

¹⁷¹ *op. cit.* CHOCLAN MONTALVO, J. A., “Protección penal...”, pp. 1-2

manifiestamente insuficientes para tratar esta disciplina. Nace así la protección penal bajo las premisas de subsidiariedad con respecto a las sanciones administrativas y bajo la necesidad de responder a un “*modelo de justicia penal capaz de responder a una fenomenología compleja*”¹⁷². El bien jurídico protegido es la *libertad de participación de los inversores en el mercado de valores*¹⁷³, lo cual puede entenderse como un medio o como un fin en si mismo si lo estudiamos en referencia a los objetivos esenciales de la regulación enunciados en el primer epígrafe de este estudio.

El delito de uso de información privilegiada entra en nuestro derecho a través de la LO 9/1991 (en relación con el tráfico de influencias¹⁷⁴), ampliando su alcance en 1995. La tipificación penal y su papel subsidiario responden a “*un plus de desvalor*” que merecen la gravedad del perjuicio causado o la magnitud del beneficio obtenido. Sin embargo, ha sido señalada en la doctrina la incoherencia que esto último plantea en tanto la protección pretende la preservación de la confianza en los mercados de valores¹⁷⁵. Asimismo, ha sido un debate abierto entre mercantilistas y penalistas la procedencia del tratamiento del insider trading por el derecho administrativo sancionador frente a su incriminación penal. Los primeros argumentan que, en esencia, se produce el quebrantamiento de un código de conducta y que la respuesta del derecho debe ser una sanción administrativa. Los segundos, por otro lado, alegan la necesaria intervención penal ante la lesión bienes jurídicos tan imprescindibles para el correcto funcionamiento del mercado¹⁷⁶. Lo que parece que se deja en un segundo plano es la operatividad y eficacia que ofrece la alternativa penal frente a la administrativa, por lo que, imitando los epígrafes anteriores, extraeremos los caracteres y principios esenciales para valorar este último extremo.

Debemos enunciar, antes de continuar, que el delito de uso de información privilegiada queda tipificado en el artículo 285 del CP, el cual reza:

“Quien de forma directa o por persona interpuesta usare de alguna información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o

¹⁷² *op. cit.* CHOCLAN MONTALVO, J. A., “Protección penal...”, p. 3

¹⁷³ VÁZQUEZ CAÑIZARES, J. C. y LÓPEZ ALONSO, J., “El bien jurídico protegido en el delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores: merecimiento y necesidad de protección”, *LA LEY mercantil*, nº 8, Sección Mercado de valores, noviembre 2014, p. 2

¹⁷⁴ ARROYO ZAPATERO, L. “El abuso de información privilegiada en el derecho español”, Jornadas en honor del profesor Klaus Tiedemann, 1995, p. 11

¹⁷⁵ *op. cit.* CHOCLAN MONTALVO, J. A., “Protección penal...”

¹⁷⁶ *op. cit.* VEGA GUTIÉRREZ, J. “El delito de uso...” p. 25

instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o la suministrare obteniendo para sí o para un tercero un beneficio económico superior a 600.000 euros o causando un perjuicio de idéntica cantidad, será castigado con la pena de prisión de uno a cuatro años, multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años”

En referencia a la regulación del TRLMV, este precepto es mucho más restringido a la hora de definir el sujeto activo por la exigencia de tener una relación directa con la empresa a la hora de conocer la información privilegiada. Por otro lado, la referencia a “información relevante” es esencialmente distinta a la prevista en el TRLMV, acercándose más al concepto de información privilegiada por el criterio de *price sensitive information* o vulneración de las reglas del libre mercado¹⁷⁷.

Baste con lo anterior para enunciar como caracteres del mecanismo penal los siguientes:

- a) Enfoque preventivo más intenso que el administrativo sancionador
- b) Enunciación restrictiva
- c) Carácter subsidiario frente al resto de normativa

Lo que ocurre con este sistema es que ha tenido una aplicación prácticamente nula en nuestra realidad jurídica en un entorno social cambiante y que ha mostrado continuas necesidades de protección. El derecho penal no puede omitir el contacto con la realidad económica en este caso- que lo perfila. El caso particular del insider trading, por estar los mercados constantemente evolucionando y ampliando las posibilidades de dañar su confianza por esta vía, parece atentar contra un bien jurídico que merece un rango mayor que aquel que se le ha otorgado¹⁷⁸. En este sentido, *a mayor rango tendrá más importancia el contenido del injusto y merecimiento de la pena*¹⁷⁹. A la luz de lo anterior, y teniendo en mente el principio de mínima intervención penal y la necesidad de evitar todo exceso punitivo, parece que este mecanismo debería tener un papel más acentuado

¹⁷⁷ *op. cit.* CHOCLAN MONTALVO, J. A., “Protección penal...”, pp. 10-11

¹⁷⁸ *op. cit.* VÁZQUEZ CAÑIZARES, J. C. y LÓPEZ ALONSO, J., “El bien jurídico...” pp. 1-3

¹⁷⁹ *op. cit.* VÁZQUEZ CAÑIZARES, J. C. y LÓPEZ ALONSO, J., “El bien jurídico...” pp. 1-3

en la lucha contra una práctica que produce graves daños sociales. Su casi nula aplicación nos impide pronunciarnos sobre su virtualidad práctica para la defensa del bien jurídico que protege. Más aún cuando esta inaplicabilidad se debe a una defectuosa construcción del tipo, una vaga definición de los bienes jurídicos protegidos y un gran parecido con otras figuras como la estafa¹⁸⁰. Esto último invita a, cuanto menos, defender la utilidad de una mejor construcción de este mecanismo.

VEGA GUTIÉRREZ, en el marco de esta necesaria renovación y en base a un enfoque de política criminal, formula una propuesta de *lege ferenda* que elimine el límite cuantitativo del actual artículo, que establezca una definición precisa de información privilegiada (más cercana a la que ofrece el artículo 442 CP) con todos los caracteres que la definen (separándola de la información relevante) así como restringir el círculo de autores -a los *insider primarios*-¹⁸¹. Propone otras modificaciones en la construcción (como delito de peligro concreto) y una nueva redacción de los tipos agravados sin hacer referencia a la habitualidad o gravedad del daño.

¹⁸⁰ *op. cit.* VEGA GUTIÉRREZ, J. “El delito de uso...”, pp. 49-50

¹⁸¹ VEGA GUTIÉRREZ, J. Z., “Valoración político-criminal del insider trading como delito económico: La reforma por LO 5/2010, una oportunidad perdida”, Revista jurídica Universidad Autónoma de Madrid, nº. 25 (2012), pp. 226-229

7. Gobierno corporativo

Podemos definir el gobierno corporativo como lo hace The Conference Board Corporate Governance Academy, como “*la integración de principios legales y no legales que afectan directamente a la gestión de compañías cotizadas*”¹⁸². De los muchos principios que rigen esta materia, puede señalarse en lo referente a la información en particular que “*las empresas deben revelar en el tiempo oportuno y la forma adecuada de tal manera que los inversores puedan tomar decisiones*”¹⁸³. Siendo la gran confluencia de intereses una característica intrínseca a las sociedades cotizadas, el GC ha demostrado ser una herramienta eficaz a la hora de definir soluciones para situaciones tales como los conflictos de interés con medidas de intervención sobre la gerencia¹⁸⁴.

El auge del gobierno corporativo a nivel global, por el nuevo papel de las empresas, ha dado pie a una regulación que en esencia busca la preservación de los valores empresariales a través de modelos internos de conducta¹⁸⁵. Ello hace que, en la valoración de los instrumentos jurídicos puestos -o impuestos- al servicio de la confianza en los mercados (como los mecanismos de denuncia de irregularidades que comentaremos más adelante), adquiera un mayor peso el factor ético y de *credibilidad y eficiencia propias de la organización*¹⁸⁶.

Si bien han proliferado los Códigos de buen gobierno en el panorama empresarial con la finalidad de dirigir y configurar su actuación hacia la *transparencia informativa*¹⁸⁷, la regulación vigente se ha encargado de recoger algunas de sus premisas. Esto se ha hecho bien inspirando el desarrollo normativo (como ocurrió con la Ley 26/2003, de 17 de julio¹⁸⁸), bien imponiendo expresamente la adopción de fórmulas propias de GC. Es el caso de la obligación que ya establecía la anterior LMV a las sociedades anónimas cotizadas de formular anualmente un informe de gobierno corporativo, habiendo sido esta

¹⁸² BUERGO MONTES, A. “Latest trends in Corporate Governance”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Nº 21, Sección Mercados y Praxis Negocial, Segundo semestre de 2017, p. 1

¹⁸³ OLCESE SANTONJA, A., “Teoría y práctica del buen gobierno corporativo”. Madrid. 2005.

¹⁸⁴ GARCÍA OSMA, B. y GILL DE ALBORNOZ, B., “El gobierno corporativo y las prácticas de earnings management: evidencia empírica en España”.

¹⁸⁵ *op. cit.* GOÑI SEIN, J. L., “Sistemas de denuncia...”

¹⁸⁶ *op. cit.* GOÑI SEIN, J. L., “Sistemas de denuncia...”

¹⁸⁷ LIZCANO, J.L., “Buen gobierno y responsabilidad social corporativa”. AECA. 2006

¹⁸⁸ *op. cit.* DE CARLOS BERTRÁN, L., “La sociedad...”, p. 33

obligación extendida desde 2015 con el TRLMV a cualesquiera otras entidades emisoras de valores que coticen en mercados oficiales¹⁸⁹.

La entrada en vigor de la normativa MiFID II unido al creciente peso que sobre el conjunto accionarial empiezan a asumir los pequeños inversores, incita a replantear la tradicional configuración de los canales de comunicación de la empresa hacia sus accionistas¹⁹⁰. Por ello, parece lógico esperar que se desarrollen “*nuevos modelos relacionales basados en la transparencia y la cercanía*”¹⁹¹. En definitiva, parece haberse hecho hueco en nuestra realidad jurídica esta nueva concepción del accionista, como auténtico titular de la compañía, cuya confianza no debe ser defraudada.

El contexto actual de GC responde a un modelo con los siguientes caracteres:

- a) *Stakeholder approach*¹⁹² (ya mencionado), se supera la tradicional limitación de enfoque relativo en exclusiva a los accionistas de la sociedad
- b) “*Separación de papeles*”¹⁹³, la tendencia es a separar el rol de consejeros ejecutivos del rol de accionistas mayoritarios así como de la gestión diaria de la sociedad
- c) Políticas incentivadoras, más acorde con la naturaleza del GC que las sanciones
- d) Creación de “*cuadros de riesgos*” y códigos de conducta detallados que alineen las prácticas empresariales con las necesidades de los stakeholders¹⁹⁴
- e) Estrecho contacto con la normativa legal vigente

Como se puede ver por todo lo anterior, este enfoque pone también a los poseedores de información privilegiada en el punto de mira, pero de una forma más restrictiva que la ofrecida por la legislación. Por otro lado, la naturaleza que estas prácticas es diferente, aunando un mayor número de intereses y estructurando mecanismos novedosos para su defensa. Los principios generales que de aquí podemos extraer pueden ser:

¹⁸⁹ Disposición Adicional 7ª Real Decreto Legislativo 4/2015

¹⁹⁰ *op. cit.* BLANCO BERMÚDEZ, F., “MiFID II y las relaciones...”, p. 3

¹⁹¹ *op. cit.* BLANCO BERMÚDEZ, F., “MiFID II y las relaciones...”, p. 3

¹⁹² *op. cit.* OLCESE SANTONJA, A., “Teoría y práctica...”

¹⁹³ *op. cit.* BUERGO MONTES, A., “Latest trends...”, p. 2

¹⁹⁴ *op. cit.* BUERGO MONTES, A., “Latest trends...”, p. 2

a) Cercanía a los usuarios de la información y promotora de la confianza en la sociedad, fuente en última instancia de la información cuyo uso puede erosionar el buen funcionamiento de los mercados.

b) Gran peso de los procesos internos y búsqueda de efectividad a través de la minuciosa regulación de las conductas que no deben llevarse a cabo

c) Gran flexibilidad y capacidad de adaptación, fruto de un contacto directo con los agentes del mercado y recogiendo sus necesidades

Además, de los principios generales de IOSCO ya mencionados, podemos extraer:

a) *“El regulador deberá adoptar procedimientos de regulación claros y consistentes”*¹⁹⁵

b) *“El personal del regulador deberá observar las más elevadas normas profesionales, incluyendo deberes de confidencialidad”*¹⁹⁶

c) *“El sistema regulador garantizará un uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión, aplicación de la ley y la implantación de un programa efectivo de cumplimiento”*¹⁹⁷

La apuesta por los mecanismos que prevé el buen gobierno corporativo viene dada por el hecho de que el insider trading es *“Fácil de detectar, difícil de perseguir y casi imposible de probar”*¹⁹⁸. La mayor ventaja que ofrece el gobierno corporativo y la regulación a través de los códigos de conducta es la “descongestión” que ejercen sobre el papel regulatorio estatal¹⁹⁹. La capacidad de los reguladores públicos se ve limitada en entornos cambiantes como es el económico-financiero, pudiendo estos códigos suplir dicha incapacidad. Sin embargo, su eficacia está supeditada a una aceptación general por los agentes del mercado en el que debe operar²⁰⁰. Asimismo, el estrecho contacto entre la regulación y los Códigos de buen gobierno así como la amplia definición legal de medidas protectoras, sitúan a estos en un segundo plano más que como una auténtica alternativa.

¹⁹⁵ *op. cit.* MUÑOZ PÉREZ, A. F., “los objetivos y principios...”, p. 5

¹⁹⁶ *op. cit.* MUÑOZ PÉREZ, A. F., “los objetivos y principios...”, p. 5

¹⁹⁷ *op. cit.* MUÑOZ PÉREZ, A. F., “los objetivos y principios...”, p. 5

¹⁹⁸ *op. cit.* GARCÍA-MERCA, E. y MARTÍNEZ CONESA, I., “El tráfico de información...”, p. 64

¹⁹⁹ *op. cit.* DÍAZ MÉNDEZ, M., “Algunas consideraciones...”, pp. 44-45

²⁰⁰ *op. cit.* DÍAZ MÉNDEZ, M., “Algunas consideraciones...”, pp. 44-45

8. Derecho comparado

El insider trading queda recogido en la mayoría de los ordenamientos con un mayor o menor grado de similitud. También es pacífico a nivel general el reconocimiento de su ilicitud, desarrollando los distintos ordenamientos medidas preventivas -e incluso penales- para salvaguardar la integridad y eficiencia informativa de sus mercados²⁰¹. No son pocas las tensiones localizadas en los estudios doctrinales también a nivel global - más siendo una materia no exclusiva del ámbito jurídico, como apuntábamos-. Aunque es absolutamente predominante la concepción injusta e ineficiente del insider trading, existen autores que inciden en sus beneficios como hemos expuesto en este mismo estudio (a modo de ejemplo, contribuyendo en la formación de precios), aunque sin reflejo en ningún ordenamiento.

Nos detendremos en el estudio de Estados Unidos por ser el país más usado como referencia en la literatura económica²⁰² así como contar con numerosas referencias en el plano jurídico en los estudios hasta aquí mencionados. De la misma forma, muchos de los caracteres enunciados propios de nuestra regulación han sido fruto de enunciación previa en el derecho americano. Es el caso del llamado mecanismo de *Whistleblowing*, como producto de la Sarbanes-Oxley Act de 2002 tras la pérdida de confianza en los reguladores de los mercados que trajo, entre otros, el escándalo de ENRON²⁰³.

También comentaremos el caso Alemán por ser igualmente objeto de referencia en varios textos jurídicos.

8.1 Estados Unidos

Con una tradición que ya supera los 80 años en la materia, este país ha sido en varias ocasiones una fuente inspiradora de posteriores estudios y regulación en occidente^{204,205}. Algunos autores sitúan el origen en el caso *Reptide v. Strong*²⁰⁶, aunque es el *crack del 29* el que da pie a esta nueva realidad jurídica y económica, tras la cual verá la luz la

²⁰¹ *op. cit.* ESTEBAN DE LA ROSA, “Insider trading...”

²⁰² DUARTE DUARTE, J. B. y MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J., “La eficiencia de los mercados de valores: una revisión” *Análisis Financiero*, n.º 122. 2013. Págs.: 21-35

²⁰³ *op. cit.* GOÑI SEIN, J. L., “Sistemas de denuncia...”

²⁰⁴ *op. cit.* LÓPEZ LOZANO, M. A., “La información privilegiada...”

²⁰⁵ NYANGTUN BENY, L., “A comparative empirical investigation of Agency and Market Theories on insider trading”, University of Michigan Law School, 2014

²⁰⁶ THOMSON, J. H., “A Global Comparison of Insider Trading Regulations”, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2013, p. 2.

Securities Act de 1933 como primer instrumento legislativo del país americano de una serie de ellos que hasta hoy han venido mostrando novedades²⁰⁷. Sin embargo, no es hasta 1934 la *promulgación de la primera ley antimanipulatoria: The Securities Exchange Act*²⁰⁸. Esta ley no estuvo exenta de controversia, declarando sus detractores que la bolsa era en sí una institución perfecta y autosuficiente, criticando el excesivo poder que acumulaba el gobierno federal²⁰⁹. Con ella, se consolida un sistema de “capitalismo controlado”, donde la Securities Exchange Commission (SEC) asumiría un papel esencial como ente central regulador²¹⁰.

En Estados Unidos, la construcción del sistema actual se ha hecho sobre una evolución que ha ido acogiendo una serie de principios. En un primer momento (hasta finales de los 60) se consagra la *equal access theory*, la cual señala el carácter injusto de las limitaciones al acceso a la información de determinados inversores, imponiendo para los poseedores de información la obligación de abstención o revelación (*refrain or disclose*)²¹¹. En un segundo momento (en los años 80) aflora *fiduciary duty theory*, la cual pone el foco en el quebrantamiento del deber de fidelidad entre los intervinientes. A finales de los 90 los tribunales recogen la teoría de la apropiación indebida, de gran valor en tanto impone deberes a los *outsiders* por haber adquirido dicha información de forma ilegítima (incluso si lo han hecho de forma casual)²¹². Estas teorías determinan que la regulación actual imponga deberes tanto a *insiders* (iniciados) como *outsiders*, lo que determina una amplitud considerable del ámbito subjetivo²¹³.

Conviene anotar como mayor limitación a la operatividad de todo el bloque normativo contra el insider trading la necesidad de que la actuación vaya acompañada de “*intención de engaño*” -tratándose de una imposición del tribunal supremo en línea con lo previsto en la mayoría de Estados- unido al necesario quebrantamiento del deber de

²⁰⁷ LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, J., “El *Insider Trading*”, *Anuario de derecho penal y ciencias penales*, Tomo 46, Fasc. 3, págs. 1031-1060

²⁰⁸ *op. cit.* ARROYO RODRÍGUEZ, A. M. y VAQUERO LAFUENTE, E., “La ética en el uso...”, p. 239

²⁰⁹ *op. cit.* ARROYO RODRÍGUEZ, A. M. y VAQUERO LAFUENTE, E., “La ética en el uso...”, p. 240

²¹⁰ *op. cit.* ARROYO RODRÍGUEZ, A. M. y VAQUERO LAFUENTE, E., “La ética en el uso...”, p. 240

²¹¹ *op. cit.* VÁZQUEZ CAÑIZARES, J. C., “Los autores en derecho comparado...”

²¹² *op. cit.* VÁZQUEZ CAÑIZARES, J. C., “Los autores en derecho comparado...”

²¹³ *op. cit.* VÁZQUEZ CAÑIZARES, J. C., “Los autores en derecho comparado...”

lealtad en el caso de los *insiders*²¹⁴ (hecho que no opera para los llamados *outsiders*), la creación del error en el inversor y la necesaria diligencia que este último debió prestar²¹⁵.

Sobre la divulgación de información también es de interés la gran eficiencia que contiene el derecho de EEUU al respecto. En particular, nos referimos a la obligación de revelarla tan pronto como sea posible y, en defecto de hacerlo a través de la Securities Exchange Commission (SEC), que se haga por un medio no excluyente y de alcance general. Asimismo, se obliga paralelamente al establecimiento de procedimientos estrictos para prevenir las prácticas que impliquen el uso de información privilegiada.²¹⁶

Más allá de todo lo anterior, la efectividad del sistema americano parece descansar sobre el poder disuasorio de su fuerte carácter sancionador²¹⁷. Este hecho parece lógico a la vista de una mayor actividad fraudulenta en el mercado estadounidense, el cual imponía 485 sanciones por uso de información privilegiada ya en 2001²¹⁸ cuando a día de hoy el conjunto de los Estados UE no alcanzan esa cifra. Un ejemplo del fuerte carácter sancionador es el reciente caso de Raj Rajaratman, quien en 2011 fue condenado al pago de una suma récord de 92,8 millones de dólares entre daños civiles y sanciones administrativas así como 11 años de prisión por insider trading²¹⁹.

Los pilares normativos los conforman la ya mencionada *Securities Act* de 1944, creando la SEC (hoy apoyada en su papel supervisor-regulador por variadas agencias así como un total de 55 organismos reguladores a nivel regional)²²⁰. Dentro de la SEC se crea la División de Finanzas Corporativas para vigilar el cumplimiento de comunicación de información. Asimismo, queda integrada en la red judicial administrativa de EEUU a través de su división de *enforcement*²²¹. En este cuerpo normativo destacamos la sección

²¹⁴ *op. cit.* LÓPEZ LOZANO, M. A., “La información privilegiada...”

²¹⁵ MONROY ANTÓN, A. J., “El abuso de información privilegiada en otras legislaciones: Derecho comparado”, En *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, editorial Dijusa, 2006

²¹⁶ *op. cit.* BAENA TOVAR, N., “La regulación del abuso...”, pp. 45-48

²¹⁷ *op. cit.* LAMOTHE FERNÁNDEZ, P., PÉREZ SOMALO, M. Y PÉREZ GUERRA, M. “Mala praxis en la...”, p. 141

²¹⁸ *op. cit.* BAENA TOVAR, N., “La regulación del abuso...”, pp. 52-53

²¹⁹ BRAY, C., “Rajaratnam Ordered to Pay Record SEC Penalty”, *Wall Street Journal*, 9 de noviembre de 2011 (disponible en

<https://www.wsj.com/articles/SB10001424052970204554204577026372138523912?KEYWORDS=Gall+on> última consulta 13/06/2018)

²²⁰ LUIS PEROSSA, M., WALDMAN, P. y DÍAZ UBERMAN, D. S., “Reglamentación y uso de información privilegiada en el mercado norteamericano de valores”, Universidad de Buenos Aires, *Revista Academia y Virtualidad* 8(1), 2015, pp. 112-116

²²¹ *op. cit.* LUIS PEROSSA, M., WALDMAN, P. y DÍAZ UBERMAN, D. S., “Reglamentación y uso...”, p. 116

10, regla 10b-5 que recoge, bajo la rúbrica de “*Empleo de prácticas manipulativas y/o engañosas*” ambas formas de abuso de mercado explicadas supra²²². Lo interesante de esta regla es que, combinando las teorías enunciadas al inicio del presente epígrafe, el Supreme Court americano ha declarado que su aplicación no está limitada geográficamente a las fronteras de EEUU. Destacan también la *Investment Company Act* y la *Investment Advisers Act*, imponiendo ambas importantes obligaciones de registro y publicidad más allá de las previstas para las *public companies*²²³.

8.2 Alemania

Al igual que en la mayoría de sistemas hasta ahora expuestos, en el derecho alemán se distingue entre aquellos mecanismos referentes a la protección institucional - protección de la confianza en los mercados- frente a los mecanismos de protección estrictamente del inversor²²⁴. Dentro del primer bloque protector distinguimos como principales instrumentos normativos: Normas societarias de buen gobierno, normas de Derecho bancario y normas de derecho del mercado de valores (cuyas principales previsiones son similares a las propias del derecho español, a saber: *Establecimiento de prohibiciones en relación con la información privilegiada, establecimiento de obligaciones de comunicación ad-hoc, previsión de obligaciones de publicación de transacciones en caso de ‘directors dealings’ y prohibición de manipulación del mercado*²²⁵). Destaca el fuerte peso de la autorregulación a través de la adhesión a códigos de conducta que prevén reglas de procedimiento para intermediarios²²⁶.

A nivel de protección individual la construcción alemana responde a los siguientes caracteres: Es relativamente amplia y sencilla la apreciación de información como privilegiada, a nivel de causalidad para demostrar el daño es necesario probar la relevancia de la información²²⁷, fácil acceso del inversor al resarcimiento de los daños,

²²² *op. cit.* LUIS PEROSSA, M., WALDMAN, P. y DÍAZ UBERMAN, D. S., “Reglamentación y uso...”, p. 116

²²³ *op. cit.* LUIS PEROSSA, M., WALDMAN, P. y DÍAZ UBERMAN, D. S., “Reglamentación y uso...”, pp. 117-118

²²⁴ KARSTEN SCHMIDT, D. H. C., “desarrollos de la normativa alemana del mercado de valores relativa a la protección del inversor”, (Trad.) M. C. Chamorro Domínguez, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 8, Sección Estudios, Primer semestre de 2011, Editorial Wolters Kluwer, p. 1

²²⁵ *op. cit.* KARSTEN SCHMIDT, D. H. C., “desarrollos de la normativa...”, pp. 1-2

²²⁶ *op. cit.* VÁZQUEZ CAÑIZARES, J. C., “Los autores...”, p. 6

²²⁷ BGH, Sentencia del 19.7.2004 — II ZR 218/03, y BGH, Sentencia de 5.2.2006 — II ZR 246/04. KARSTEN SCHMIDT señala un plus de obstaculización en la protección del inversor frente a la exclusiva “*necesidad de fraude*” para poder apreciar el daño que prevé el derecho americano.

carácter indirecto de la protección del inversor frente a la protección institucional del mercado (el inversor podrá obtener resarcimiento toda vez que se haya incumplido con dolo una norma de protección del mercado en su conjunto, cuya normativa no prevé sanciones jurídico privadas salvo alguna excepción en la no revelación de información)²²⁸. Esta última nota es de gran importancia, pues confirma el enfoque centrado en la confianza en los mercados y el correcto flujo de información en los mismos.

²²⁸ *op. cit.* KARSTEN SCHMIDT, D. H. C., “desarrollos de la normativa...”, pp. 2-3

9. Conclusión

En primer lugar, cabe apuntar que, a pesar de las tensiones latentes, el daño a los mercados con las prácticas de abuso de mercado en general, y el insider trading en particular, es claro y el merecimiento de su protección parece evidente a nivel global.

Los mercados financieros están al día en cuanto a tecnología e innovación, sometidos a un desarrollo cualitativo y cuantitativo que configura para ellos un nuevo papel en la economía y la sociedad. El derecho deberá en este sentido valorar las dificultades que plantea la operatividad de un mercado cada día más complejo. El reto legislativo gira en torno a una amplia comprensión del funcionamiento del mercado para, en base a ello, replantearse, entre otras, la creencia fundamental de que los mercados de valores necesitan de un constante flujo de información. El crecimiento cualitativo y cuantitativo parece derivar en una abrumadora complejidad de la información que sustentará los mismos. Por ello, no debería el Derecho de los mercados responder con una ampliación también cuantitativa y cualitativa de la información que es objeto de obligaciones de comunicación.

A pesar del contenido ético que con carácter general acompaña el desvalor y la consiguiente regulación de mecanismos de defensa frente al insider trading, apenas existen instrumentos que permitan realmente canalizar el comportamiento ético de aquellos individuos que rodean el *hecho* del insider trading. El regulador europeo debe fomentar (como ha venido mostrando en la última reforma) los sistemas de denuncia y extender los mismos a otros agentes del mercado (más allá de empleados que suelen tener conocimiento de estas situaciones). Asimismo, parece que el enfoque institucional que con carácter general muestra la normativa parece dejar en segundo plano la actuación justa y moral de cara a los agentes que actúan en el mercado, quedando esta última como criterio orientador de forma residual en los códigos de conducta internos.

A la luz de lo estudiado, parecen existir dos puntos de vista o aproximaciones en la regulación de la materia. Desde el punto de vista del funcionamiento del mercado de valores, no parece que ningún ordenamiento (teniendo como referencia al americano como el más desarrollado) haya superado el *paradigma del inversor racional*²²⁹, entendiendo el flujo de información adecuada y de calidad como la mejor práctica posible

²²⁹ Epígrafe 5 del presente estudio

desde el punto de vista preventivo para la defensa de su integridad. Existe una convicción general -y probada empíricamente en varios estudios- de que el flujo de información determina unos niveles deseables de eficiencia en el mercado, aunque la evolución tecnológica parece poner en entredicho esta cuestión. Por otro lado, desde el punto de vista de los iniciados, también con carácter preventivo, se han desarrollado una serie de fórmulas que “*abarcan desde la criminalización a la autodisciplina en todas sus modalidades o de códigos de conducta*”²³⁰. En definitiva, no existe una única fórmula que haya probado su eficacia preventiva más que otras, aunque sí que parece un hecho pacífico en la doctrina la búsqueda de los tres objetivos que enunciábamos al inicio del presente estudio²³¹.

A pesar de la globalización en los mercados, los términos de comparabilidad no parecen ser suficientes a la hora de valorar las fórmulas utilizadas en otros países. Sin embargo, a pesar de mostrar diferencias de forma superficial, las construcciones estudiadas parecen acabar confluyendo, por lo que parece también razonable estar en continuo contacto con las legislaciones de otros Estados. Esto nos hace pensar que los principios y caracteres apuntados sobre la normativa sirven -por ahora- adecuadamente al cumplimiento de los objetivos en los mercados y por ello son compartidos por los principales ordenamientos.

Las limitaciones a la hora de rediseñar el sistema actual contra el insider trading se han puesto de manifiesto a lo largo del estudio. Apenas podemos atrevernos a recomendar un mayor papel del derecho penal en el ámbito interno, habiéndose mostrado grandes avances en la definición del bien jurídico protegido así como la ampliación de las posibilidades de dañarlo. Si bien parece que debería al menos revisarse el precepto relativo al delito de iniciados, fruto de una defectuosa construcción, esta cuestión sigue siendo objeto de controversias en un país donde la intervención penal en la materia ha sido nula. Además, el gran reproche social que han despertado los escándalos financieros parece exigir medidas que verdaderamente tengan eficacia preventiva frente a los iniciados.

²³⁰ *op. cit.* VÁZQUEZ CAÑIZARES, J. C., “Los autores...”, p. 7

²³¹ 1) Desarrollo de estructuras para la lucha contra los riesgos sistémicos y 2) Desarrollo de estructuras para la protección de los inversores y 3) la garantía de la eficacia y transparencia en los mercados. *op. cit.* MUÑOZ PÉREZ, A. F., “los objetivos y principios de IOSCO...”, p. 2

Por otro lado, hemos podido ver como las construcciones hechas en torno a la figura del regulador-supervisor también son variadas y están sujetas a continuos cambios. Desde la UE se ha buscado un mayor protagonismo del ESMA así como profunda cooperación entre las entidades supervisoras y reguladoras de los Estados Miembros. Sin embargo, esta gran cantidad de órganos puede también llevar a la complejidad que antes apuntábamos, pudiendo beneficiarse el sistema de una mayor simplicidad en este sentido.

La normativa europea ha mostrado gran flexibilidad y capacidad de adaptación, lo que nos hace pensar que seguirá siendo, aún pendientes de la evolución de la *mala praxis* en el ámbito europeo y la evolución de los mercados, un buen instrumento para la defensa frente al insider trading.

La confianza de países como Alemania en la regulación por medio de códigos de conducta de adhesión voluntaria, así como la fuerte inspiración que ha mostrado el gobierno corporativo en la normativa vigente, muestra que tienen reconocida eficacia las premisas de este último. Sin embargo, esta gran labor estatal (o europea) supone también la relegación de los organismos emisores de estos códigos a un segundo plano, ya que la normativa es detallada y completa a la hora de establecer obligaciones y prohibiciones y los caracteres y principios extraídos para ambos son esencialmente iguales.

En mi opinión, el anterior análisis arroja luz sobre varias cuestiones. En primer lugar, tratamos una materia complicada, con muchas posibles aproximaciones o enfoques. En segundo lugar, los pilares de esta regulación, por muy sólidos que hayan demostrado ser, dependen de circunstancias cambiantes y nada garantiza su funcionamiento en un futuro próximo. En tercer lugar, la propia normativa ha mostrado defectos. En el plano penal en cuanto a su construcción y en el plano bursátil en cuanto a la efectividad de las obligaciones que establece, intentando salvar esta última situación a través de continuas revisiones de la UE sobre las mismas premisas. Todo lo anterior invita quizá a realizar un análisis, también de raíz, pero que nos lleve de nuevo al plano económico -de funcionamiento de los mercados- y ético-conductual -de los iniciados y su papel-, para desde ahí elaborar las construcciones jurídicas que resulten oportunas.

BIBLIOGRAFÍA

Legislación²³²

A) Española

Reglamento 596/2014, de 16 de abril, del parlamento europeo y del consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores

Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado

Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero

Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros

Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado

Reglamento 600/2014/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros

Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004, a efectos de aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas

Directiva de Ejecución (UE) 2015/2392 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, relativa al Reglamento (UE) n° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la comunicación de posibles infracciones o infracciones reales de dicho Reglamento a las autoridades competentes

Circular 4/2009, de 4 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre comunicación de información relevante

Ley Orgánica 9/1991, de 22 de marzo, por la que se modifican los artículos 367, 368 y 390 del Código Penal y se introduce en él un nuevo capítulo acerca del tráfico de influencias

²³² Por orden de aparición

Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas

B) Extranjera

Sarbanes-Oxley Act de 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745

Securities Act de 1933, Title I of Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74

Securities Act de 1934, Pub. L. 73-291, No. 48 Stat. 881

Investment Company Act de 1940, Pub. L. No. 76-768

Investment Advisers Act de 1940 codificada en 15 U.S.C. § 80b-1 a través de 15 U.S.C. § 80b-21

Jurisprudencia

STC 37/1981, de 16 de noviembre (Rec. 184/1981), BOE núm. 285, de 28 de noviembre de 1981 (TC 1981/37)

STJUE de 23 diciembre de 2009, caso Spector Photo Group NV y otros contra Financier- en Assurantiewezen (CBFA) (TJCE\2009\400)

STJUE de 28 de junio de 2012 - asunto C-19/11, caso Markus Geltl contra Daimler AG (TJCE 2012\163)

Doctrina

ARAGONÉS, J. R. y MASCAREÑAS, J., "La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital", *Análisis financiero*, nº 64 (1994)

ARROYO ZAPATERO, L. "El abuso de información privilegiada en el derecho español", Jornadas en honor del profesor Klaus Tiedemann, 1995, págs. 45-61

ARRANZ PUMAR, G., "Consulta pública de la Comisión Europea. Reforma de la Directiva MIFID (8 diciembre 2010)", *Derecho de los Negocios*, nº 245, Sección Mercado de Valores, febrero 2011, editorial Wolters Kluwer

ARROYO RODRÍGUEZ, A. M., y VAQUERO LAFUENTE, E., "La ética en el uso de la información privilegiada." ICADE, *Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, nº 64 (2005), págs. 225-250

Asociación de Emisores Españoles, "Modelo de Reglamento interno de conducta en el ámbito del Mercado de Valores", *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 19, Sección Mercados y Praxis Negocial, Segundo semestre de 2016, editorial Wolters Kluwer

BAENA TOMAR, N., “La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos”, *Dirección de Estudios, Comisión Nacional del Mercado de Valores*, 2002

BLANCO BERMÚDEZ, F., “MiFID II y las relaciones con inversores, una oportunidad para poner foco en los inversores minoristas”, *Inversión & finanzas: el semanario líder de bolsa, economía y gestión de patrimonios*, nº 1082 (2018), págs. 60-61

BUERGO MONTES, A. “Latest trends in Corporate Governance”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 21, Sección Mercados y Praxis Negocial, Segundo semestre de 2017

CANALEJAS, J. F. y VARELA, A., “Apuntes sobre la nueva normativa de manipulación de mercado”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 18, Sección Mercados y Praxis Negocial, Primer semestre de 2016, editorial Wolters Kluwer

CARBAJALES, M., “La regulación del mercado financiero”, Marcial Pons Ediciones Jurídicas y Sociales, 2006

CERDÁN DE LA CRUZ, F., “Situación normativa actual en el ámbito de los mercados de valores”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 2, (enero-junio 2008), editorial Wolters Kluwer

CHOCLAN MONTALVO, J. A., “Protección penal del sistema financiero”, *Diario La Ley*, nº 5865, Sección Doctrina, octubre de 2003, Año XXIV, Ref. D-220, editorial LA LEY

Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Criterios sobre detección y comunicación de operaciones sospechosas”, Borrador junio 2008

CREMADES, B. M., “La protección al inversor: insider trading”, *Diario La Ley*, 1988, pág. 905, tomo 1, editorial LA LEY

Cuatrecasas Gonçalves y Pereira, “Nuevo Reglamento de abuso de mercado”, *Legal Flash Mercado de Valores*, 2014

Cuatrecasas, Gonçalves Pereira, “Nuevo régimen de abuso de mercado”, *Legal Flash Mercado de Valores*, 2016

DE CARLOS BERTRÁN y RÍOS, M., “Las obligaciones de información sobre hechos relevantes y sobre transacciones con personas vinculadas en el proyecto de ley financiera”, *Actualidad jurídica Uría & Menéndez*, nº 2 (2002)

DE CARLOS BERTRÁN, L., “La sociedad cotizada”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 39 (2015), 31-42

DÍAZ MÉNDEZ, M., “Algunas consideraciones sobre la ética en el mercado”, *Pecunia: Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales*, nº. 5 (jul-dic 2007), págs. 29-51

DUARTE DUARTE, J. B. y MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J., “La eficiencia de los mercados de valores: una revisión” *Análisis Financiero*, n.º 122. 2013. Págs.: 21-35

ESTEBAN DE LA ROSA, G., “Abuso de mercado e insider trading: normativa de la Unión Europea”, *Revista General de Derecho Europeo*, nº37 (2015)

ESTEBAN DE LA ROSA, G., “Insider trading, Unión Europea y Derecho internacional privado”, *LA LEY mercantil*, nº 16, Sección Derecho Mercantil Internacional, julio-agosto 2015, editorial Wolters Kluwer

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria”, *Diario La Ley*, nº 8549, Sección Doctrina, 28 de Mayo de 2015, Ref. D-212, editorial LA LEY

FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., “Abuso de Mercado”, Universidad Pompeu Fabra, 2004

FLORES DOÑA, M. S., “Las TIC como sustento de la transparencia corporativa y vehículo de comunicación en los Mercados de Valores europeos”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 2, Sección Estudios, enero-junio 2008, pág. 153, editorial Wolters Kluwer

Fundación ICO, “Evolución del sistema financiero europeo”, En *El sistema financiero en la Europa del Euro*, 2003

GALBRATH, J. K., “Breve historia de la euforia financiera”, editorial Ariel, 1991

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La decisión de los emisores de retrasar la difusión de información privilegiada”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 21, Sección Estudios, Segundo semestre de 2017, Editorial Wolters Kluwer

GARCÍA OSMA, B. y GILL DE ALBORNOZ, B., “El gobierno corporativo y las prácticas de earnings management: evidencia empírica en España”. Documentos de trabajo: Serie EC (Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas), nº. 11 (2005)

GARCÍA SANTOS, M. A., “ética, equidad y normas de conducta en los mercados de valores: la regulación del abuso de mercado”, *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, nº 823 (2005), págs. 163-188

GARCÍA-MERCA, E. y MARTÍNEZ CONESA, I., “El tráfico de información privilegiada: evidencias y regulaciones empresariales”, *Revista Partida Doble*, nº 167 (2005), págs. 56-67

GIL PEÑARROMÁN, X., “Información privilegiada: uno gana, todos pierden”, *Revista Escritura Pública*, nº 73 (2012), págs. 42-44

GLOSTEN, L. y MILGROM, P., “Bid, Ask and Transaction in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Agents”, *Journal of Financial Economics*, nº 14 (1985), págs. 71-100

GOÑI SEIN, J. L., “Sistemas de denuncia interna de irregularidades (‘Whistleblowing’)”, En *Ética empresarial y Códigos de Conducta*, edición nº 1, editorial LA LEY, Madrid, marzo 2011

HERNÁNDEZ SAINZ, E., “La obligación de difusión de información relevante y sus excepciones”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 4, Sección Estudios, enero-junio 2009, editorial Wolters Kluwer

JIMÉNEZ BLANCO, G., “Revisión de la Directiva de Abuso de Mercado, MARK II”, *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, Fundación de Estudios Financieros, 2012

JUAN Y MATEU, F., “La difusión pública de información privilegiada en los mercados de valores”, *Revista de derecho mercantil*, nº 304 (2017), págs. 113-163

KARSTEN SCHMIDT, D. H. C., “desarrollos de la normativa alemana del mercado de valores relativa a la protección del inversor”, (Trad.) M. C. Chamorro Domínguez, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 8, Sección Estudios, Primer semestre de 2011, editorial Wolters Kluwer

LAMONTE FERNÁNDEZ, P., PÉREZ SOMALO, M. y PÉREZ GUERRA, M., “Mala praxis en la actividad bancaria y los mercados financieros: Conflictos de interés y abuso de mercado”, *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, nº 14 (2013)

LIZCANO, J.L., “Buen gobierno y responsabilidad social corporativa”, AECA, 2006

LÓPEZ BARJA DE QUIROGA, J., “El Insider Trading”, *Anuario de derecho penal y ciencias penales*, Tomo 46, Fasc. 3, págs. 1031-1060

LÓPEZ LOZANO, M. A., “La información privilegiada y los mercados de valores”, *Diario La Ley*, nº 5460, Sección Tribuna, 15 de enero de 2002, Año XXIII, pág. 1867, tomo 1, editorial LA LEY

LORENZO DE PAZ, I., “La propuesta de Directiva relativa a la protección del know-how y los secretos comerciales”, *Diario La Ley*, nº 8401, Sección Tribuna, 17 de Octubre de 2014, Año XXXV, editorial LA LEY

LUIS PEROSSA, M., WALDMAN, P. y DÍAZ UBERMAN, D. S., “Reglamentación y uso de información privilegiada en el mercado norteamericano de valores”, Universidad de Buenos Aires, *Revista Academia y Virtualidad*, 8(1): 111-120, 2015

MARTÍNEZ FLOREZ, A., “Sobre los destinatarios de la prohibición de usar información privilegiada”, *Revista de derecho mercantil*, nº 239 (2001), págs. 495-542

MASSON, R. T. y MADHAVEN A., “Insider Trading and the Value of the Firm”, Wiley para *The Journal of Industrial Economies*, vol. 39, nº 4 (1991)

MORAL BELLO, C., “La segunda reforma bursátil en España. Hacia un mercado único de valores”, *Cuaderno de Estudios Empresariales*, nº 7 (1997), págs. 255-272

MONROY ANTÓN, A. J., “El abuso de información privilegiada en otras legislaciones: Derecho comparado”, En *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, editorial Dijusa, 2006

MUÑOZ PÉREZ, A. F., “Los objetivos y principios de IOSCO y los modelos de supervisión del sistema financiero”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 4, Sección Crónica del Mercado de Valores, enero-junio 2009, editorial Wolters Kluwer

NYANGTUN BENY, L., “A comparative empirical investigation of Agency and Market Theories on insider trading”, University of Michigan Law School, 2014

OICV-IOSCO, “IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)”, 2017

OLCESE SANTONJA, A., “Teoría y práctica del buen gobierno corporativo”, editorial Marcial Pons, Madrid, 2005

PÉREZ GUERRA, M., “El abuso de mercado: ‘business as usual’ en las operaciones de derivados”, *Diario La Ley*, nº 8582, Sección Tribuna, 14 de Julio de 2015, editorial Wolters Kluwer

PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A., “What works in securities laws?”, *The Journal of Finance*, vol. 61, nº 1 (2006), pp: 1-32

RIBAS FERRER, V., “Ámbito de aplicación, reconocimiento y extensión del deber”, en *El deber de lealtad del administrador de sociedades*, edición nº 1, Editorial LA LEY, Madrid, enero 2010.

RODRÍGUEZ, E., “La regulación del análisis financiero y las recomendaciones de inversión en España”, En *50 años de análisis financiero en España*, Fundación de Estudios Financieros, 2015

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., “La normativa de protección al consumidor como vía de tutela del cliente inversor”, *Revista de Responsabilidad Civil y Seguros*, nº 122, (2015), págs. 42-55

ROLDÁN ALEGRE, A., “El mercado de capitales”, Trabajo presentado al II Curso de Alta Especialización en Fiscalidad Financiera celebrado en la Escuela de la Hacienda Pública del Instituto de Estudios Fiscales en el segundo semestre de 2006

SARRIÓN ESTEVE, J., “Apuntes de derecho de la Unión Europea”, editorial Tirant lo Blanch, 2016

SASTRE CORCHADO, G. S., “La Directiva de Abuso de Mercado. Un nuevo marco en Europa”, *Revista de derecho del mercado de valores*, nº 1 (2007), págs. 253-302

TAPIA HERMIDA, A. J., “La nueva arquitectura del Derecho Comunitario del Mercado de Valores. Comentario urgente a los Reglamentos y Directivas sobre el mercado de instrumentos financieros y el abuso de mercado”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 14, Sección Estudios, Primer semestre de 2014, editorial LA LEY

THOMSON, J. H., “A Global Comparison of Insider Trading Regulations”, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2013

VÁZQUEZ CAÑIZARES, J. C. y LÓPEZ ALONSO, J., “El bien jurídico protegido en el delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores: merecimiento y necesidad de protección”, *LA LEY mercantil*, nº 8, Sección Mercado de valores, noviembre 2014

VÁZQUEZ CAÑIZARES, J. C., “Los autores del insider trading en derecho comparado”, *Actualidad Administrativa*, nº 9, Sección Actualidad, septiembre 2015, editorial Wolters Kluwer

VEGA GUTIÉRREZ, J., “El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, especialmente en el derecho penal español (Art. 285 CP)”, Tesis doctoral, Universidad de Alcalá. 2010

VEGA GUTIÉRREZ, J. Z., “Valoración político-criminal del insider trading como delito económico: La reforma por LO 5/2010, una oportunidad perdida”, *Revista jurídica Universidad Autónoma de Madrid*, nº. 25 (2012), págs. 211-229

VILLEGAS MORENO, P., Ponencia “El abuso de mercado: conceptos y tipos”, 2006

ZOIDO MARTÍNEZ, A. J., “Los mercados de capitales en España: 1965-2015. Factor de impulso al desarrollo de la economía”, En *50 años de análisis financiero en España*, Fundación de Estudios Financieros, págs. 69-81

ZUNZUNEGUI, F., “¿Qué es el Insider Trading?”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, Octubre de 2006