



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y VISIÓN ÉTICA DEL *INSIDER TRADING*

Autor: Blanca Fernández Mullin

Director: Esther Vaquero Lafuente

RESUMEN

El uso de información privilegiada o *insider trading* es una práctica que desde siempre ha sido de gran interés y actualidad. Es por ello que en el contexto de los mercados financieros, es un tema que merece el estudio de la literatura existente tanto en cuanto a su marco teórico, como a su visión ética y propuestas de control dentro de las empresas. Además de centrarse y ahondar en estos aspectos, el presente trabajo abordará la percepción del uso de la información privilegiada, así como también tratará aspectos característicos y actuales de *insider trading*. A lo largo de todo el trabajo, se estudiará la relevancia de la buena conducta en el mercado de valores, los derechos de los agentes que en ellos intervienen y la importancia que la información privilegiada tiene a la hora de salvaguardar los principios de transparencia y equidad que en todo momento han de imperar en los mercados de valores.

PALABRAS CLAVE

Insider trading, información privilegiada, *insiders*, agentes, accionistas, mercado de valores, transparencia, equidad, confianza.

ABSTRACT

The use of insider trading or privileged information is a current topic that has been and will remain a topical agenda ever since it first appeared. It is of great interest in the financial markets context and therefore, constitutes a subject matter very much worth exploring in terms of its existing literature. Both its theoretical frame and its ethical overview are to be analyzed, as well as the corporate governance aspects that ought to be enhanced in order to prevent and sanction these conducts within every corporation. What is more, an extended focus on current affairs regarding insider trading is to be fieldwork done in the present investigation. Throughout this whole paper, the significance of policies that safeguard principles of equality and transparency will be highlighted as they are to prevail at all times in the financial markets context.

KEY WORDS

Insider trading, privileged information, insiders, agents, shareholders, financial markets, transparency, equality, trust.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y VISIÓN ÉTICA DEL *INSIDER TRADING*

1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. Propósito y contextualización del tema	1
1.2. Justificación	3
1.3. Objetivos	6
1.4. Metodología	7
1.5. Estructura del trabajo	8
2. CONCEPTO Y EVOLUCIÓN	10
2.1. Concepto	10
2.1.1. Primera definición de <i>insider trading</i>	10
2.1.2. Definición de información privilegiada	12
2.1.3. Problemática de la práctica del <i>insider trading</i>	13
2.1.4. Tipos/manifestaciones de <i>insider trading</i>	14
2.2. Evolución	17
2.2.1 Identificación conceptual del <i>insider trading</i> y contextualización casuística.....	17
2.2.2. Delimitación de las operaciones basadas en <i>insider</i> <i>trading</i> y Medidas cuantitativas del <i>insider trading</i>	21
2.2.3. Evolución legal	23
3. ÉTICA	30
3.1. Carácter de robo	30
3.2. La igualdad de oportunidades	31
3.3. La confianza en el mercado financiero	31
3.4. El deber de fidelidad	32
3.4.1. El artículo 81 LMV establece el deber de salvaguardia o discreción.....	33
3.4.2. El artículo 81 LMV impone el deber de abstención o pasividad.....	33

3.4.3. El artículo 217 quáter de la LSA, modificado por la Ley de Transparencia de 2003, establece el deber de secreto o silencio.....	34
3.5. Ética Institucional/Empresarial.....	34
3.5.1. Sistemas de remuneración y nombramiento.....	35
3.5.2. Tamaño e independencia de los Consejos de Administración.....	35
3.5.3. Comités de auditoría y auditorías externas.....	35
4. DESARROLLO ACTUAL DEL <i>INSIDER TRADING</i>	37
4.1. Teoría de la información	38
4.2. Teoría de la compensación	39
5. CASOS ACTUALES	40
5.1. En España.....	40
5.2. En Estados Unidos.....	42
5.3. Comparación España y Estados Unidos.....	43
6. CONCLUSIÓN.....	45
BIBLIOGRAFÍA	49

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Propósito y contextualización del tema

El presente trabajo de investigación tiene como propósito general estudiar el efecto que el *insider trading* tiene en el mercado de valores español.

El *insider trading*, o delito de uso de información privilegiada, se define en palabras de Zunzunegui (2006, p.1). como “la negociación en el mercado de valores haciendo un uso indebido de información privilegiada”. Es por tanto, el propósito principal de este trabajo determinar cómo el uso de la información privilegiada afecta a las cotizaciones en el mercado de valores español.

Contextualizando el entorno financiero en el que se produce el delito de información privilegiada, podemos observar cómo en los escándalos financieros más relevantes de las últimas décadas (WorldCom, Lehman Brothers, etc.), el *insider trading* es uno de los mayores riesgos que los inversores pueden afrontar y, en consecuencia, el sistema financiero global. El *insider trading* en este sentido, atenta directamente contra la conservación y protección de los derechos de los inversores de representación y beneficio en una participación patrimonial, pues la base de los delitos de fraude empresarial conlleva la explotación de información privilegiada. Los escándalos que acabamos de mencionar hicieron quebrar el sistema financiero mundial en el 2008, ya que iniciaron un efecto “bola de nieve” llevándose consigo la práctica totalidad de las instituciones financieras debido a la gran interconexión del sistema financiero. Contribuyeron, entre otros muchos factores, al surgimiento de una grave crisis financiera global ya que los agentes internos que intervienen en el seno de estas instituciones generaron corruptamente asimetrías de información con el objetivo de beneficiarse de información privilegiada que no estaba a disposición de los agentes externos y que operaban con datos mucho más limitados. (Zurita, J., Martínez, J.F. y Rodríguez, F., 2009)

A modo de mostrar lo que venimos explicando y ejemplificar el efecto que tiene la práctica del *insider trading*, Millán (2002) explica el caso más sonado e importante: el de

la energética estadounidense Enron Corporation. Enron Corporation protagoniza el mayor escándalo financiero de la historia hasta ese momento: la empresa se declara en quiebra en diciembre del 2001 y tras ello, empiezan a revelarse las prácticas ilegales que involucran a la alta dirección y produjeron la caída de este gigante. Los responsables de la quiebra de Enron son los directivos de la empresa, en tanto en cuanto hacen uso de estrategias ilegales, principalmente del *insider trading*, para conseguir una imagen óptima de la empresa y maximizar sus ganancias. Conocían la realidad de su situación deudora, que no hacía más que aumentar y de seguir así con seguridad conduciría a la quiebra, y a eran conscientes del perjuicio que ello supondría para sus inversores, desconocedores de la verdadera contabilidad y situación. De esta forma, a pesar de conocer la certera consecuencia de sus actuaciones, continuaron operando mediante el uso de información privilegiada y la empresa quebró con enormes pérdidas para todos sus inversores. Tras la caída, las autoridades pudieron comprobar y demostrar cómo los más altos cargos directivos de la empresa se aprovecharon de su posición y la información a la que pudieron tener acceso gracias a ella, para enriquecerse a costa del resto de los *stakeholders* y de la sociedad en general, que fue la gran perjudicada pues se vieron (y sufrieron) por primera vez las graves consecuencias económicas de este delito y la pérdida de confianza del mercado que resultó en una caída de las cotizaciones en el mercado de valores americano con repercusión en el resto de mercados de valores globales. Este interesante tema es objeto de estudio pormenorizado por parte de Benston (2002), cuyo contenido sintetizamos en este párrafo en conjunto con el estudio de Millán (2002).

Esta contextualización evidencia la gran consecuencia que tiene, en última instancia, incurrir en este tipo de prácticas: ser uno de los factores que contribuyen, y juntos producen, la crisis financiera. Ello se debe a que el *insider trading* supone una quiebra de la confianza que los inversores depositan en el mercado financiero y que constituye uno de los axiomas fundamentales de las finanzas corporativas: “El comportamiento ético supone obrar correctamente” y “El comportamiento no ético implica la desconfianza en el mercado”. Tal y como Prat y Arroyo (2001) explican en su obra al estudiar este axioma de las finanzas, la vertiente ética de las finanzas es de extrema relevancia. Por ello, obrar incorrectamente desde una perspectiva ética y moral en el ámbito del uso de la información privilegiada lleva a la ruptura de la confianza que los inversores depositan

en el mercado de capitales y ello produce que se desincentive su uso como vía de financiación. Si el uso del mercado de valores como canal de financiación disminuye por este problema ético, se produciría la grave pérdida de una importante fuente de recursos económicos.

En las mismas líneas se pronuncia Cortina (2005) analizando la importancia que tiene que los agentes que intervienen en la economía respeten la ética financiera. Afirma que la ética es uno de los pilares fundamentales que sostienen las finanzas, la economía y el capitalismo en general y por ello, que promover el cumplimiento de este axioma ético-financiero es “responsabilidad inherente a los profesionales de las finanzas”. La autora sostiene que si este axioma no se fomenta, se desestabiliza el sistema financiero debido a la falta de confianza en él de los inversores como ya hemos mencionado, y da un paso más estableciendo que una conducta honesta y ética de los agentes financieros conlleva evitar los conflictos de intereses, registrar y presentar la información financiera de manera correcta, transparente y completa así como también manejar adecuadamente la información privilegiada, siempre de acuerdo con lo establecido legalmente. Habla sobre la “era” en la que nos encontramos, que denomina la “era de la información global” por la interconexión global y la rapidez con la que la información viaja. Por ello, hoy en día hemos de poner especial atención en el tratamiento de esta información privilegiada pues en caso de no ser manejada correctamente, podría suponer un claro ejemplo de la “no aplicación de parámetros éticos en el ejercicio de las actividades financieras”.

Es por esto, que consideramos no solo muy interesante sino necesario el estudio de los efectos que el *insider trading* tiene en los mercados de valores (caída y colapso) y por ello constituye el propósito general de nuestro trabajo.

1.2. Justificación

Tal y como explica Astarita (2000), la primera aparición del delito de *insider trading*, es decir, de la consideración del uso de información privilegiada como conducta ilegal, se produjo en 1934 en Estados Unidos por parte de la *Securities and Exchange*

Commission, SEC (el organismo análogo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en Estados Unidos).

El término *insider trading*, como hemos mencionado, hace referencia a “la negociación en el mercado de valores haciendo un uso indebido de información privilegiada”. Aparece en el contexto de las operaciones financieras debido a la gran cantidad de agentes que en ellas intervienen. De esta manera, encontramos (i) agentes internos, personas que pertenecen a la entidad que lleva a cabo la operación, y (ii) agentes externos, personas que operan en el mercado de valores y son ajenas a la operación pero pueden, como todo operador en el mercado de valores, comprar y vender títulos de la entidad que lleva a cabo la operación (Zunzunegui, 2006). En la interacción entre estos agentes se hace necesario, como bien dice Zunzunegui, un control para evitar el *insider trading* por parte de los agentes internos y el perjuicio de los agentes externos que son personas que desconocen la información privilegiada.

De acuerdo con los estudios de Krawiec (2001) y Harris (2003), el ejemplo paradigmático de operación que requiere ser preparada en secreto es el lanzamiento de una Oferta Pública de Adquisición (OPA) de una empresa, ya que, de no ser secreto, el precio de cotización de las acciones de la empresa que va a ser adquirida experimentará un incremento espectacular. Así, si un agente interno con conocimiento de la operación incurre en *insider trading*, informa al mercado de forma indirecta de las intenciones de la empresa de realizar una OPA y las cotizaciones suben. Podemos comprobar cómo si el agente conocedor de la información la utiliza para realizar operaciones en el mercado buscando su propio beneficio, informará al mercado y por ello el precio de cotización de las acciones fluctuará. Como resultado, este cambio en el precio afectará al resto de inversores que no tienen dicha información y que han de pagar un precio diferente por los títulos, perdiendo dinero si el precio aumenta.

Además de estudiarse el caso de las OPAS, los autores se han centrado en identificar los agentes que llevan a cabo esta práctica. Así, Baesel y Stein (1979) en su literatura concluyen que los CEOs y directivos de las empresas son quienes incurren en el delito de *insider trading* con mayor frecuencia pues son los que tienen acceso más fácil a la

información. Buscan la obtención de beneficios y rentabilidades muy elevadas mediante la negociación de activos de sus propias empresas. Sus resultados concluyeron que los directivos bancarios son quienes ostentan la mejor posición para llevar a cabo el *insider trading* de entre todas las posiciones en la coyuntura empresarial general, ya que poseen participación sustancial en la propiedad del banco y, además, son quienes conforman el Consejo de Administración de empresas no financieras. Estos autores, sin embargo, se centran en el caso de los mercados de valores de Estados Unidos y Canadá y por ello consideramos que existe lo que podríamos denominar un “*gap*” en la literatura, considerando interesante estudiar la influencia de estos actores (directivos y CEOs) en las empresas que afectan al mercado de valores español (de igual forma que hicieron ellos con el americano), lo que constituye nuestro objeto de estudio.

En relación a la actuación de los directivos, Madura y Wiant (1995) afirman en sus estudios que el tamaño de la empresa influye en gran medida. Esto se debe a que las empresas pequeñas tienen menos control por parte de analistas e inversores, ya que menos personas invierten en ellas y por esto sus directivos tienen acceso más fácil a información privilegiada. Además, Dolpogolov y Stanislav (2008) añaden que en una empresa pequeña, el capital de inversores es menor en relación con los fondos propios aportados por sus dueños, y por ello los inversores tienen menos fuerza en términos de capital invertido. En las grandes empresas, por el contrario, los inversores ejercen más control pues son más y tienen más fuerza en términos económicos (aportan más capital). Este aspecto es analizado por los autores a un nivel global y general y por ello, este trabajo no ampliará el tema sino que ahondará en su comprensión para poder aplicarlo a las empresas españolas y el mercado de valores español.

Por otra parte, Slovin, Sushka y Polonchek (1991) analizan los rasgos distintivos del sector financiero a nivel global y destacan entre ellos el acceso a información privilegiada de sus clientes corporativos por parte de las instituciones que asisten en las operaciones (principalmente los bancos), lo que nos llama la atención en cuanto a que este es el tema de interés del presente trabajo. Estos autores dicen que esta capacidad de acceder a la información que tiene el sector bancario es el rasgo que distancia a este sector del resto de sectores. No obstante, estos autores se han centrado principalmente en el sector

bancario y en nuestro trabajo queremos enfocar el sector financiero de forma más general, por lo que en este caso sí nos parece interesante ahondar en este aspecto en nuestro trabajo y no solo analizar la literatura existente.

El último gran punto relevante que han tratado los autores en referencia al *insider trading* es el efecto que esta conducta tiene sobre la reputación de las empresas en las que se produce. En este sentido, Ramírez y Yung (2000) analizan esta vertiente reputacional en el caso de los bancos y encuentran que en los bancos grandes y con buena reputación, los agentes internos no incurrir en insider trading ya que tienen muchas dificultades en términos de regulación interna para llevarlo a cabo. En sentido contrario, observan cómo en los bancos pequeños la regulación es menor e incluso inexistente y por ello los agentes internos son más propensos o tienen más capacidad y posibilidades para incurrir en el delito de uso de información privilegiada. Observamos cómo las conclusiones alcanzadas por estos autores coinciden por las que alcanzan Madura y Wiant (1995) y Dolpogolov y Stanislav (2008) que previamente hemos comentado. No obstante, Ramírez y Yung, cuando analizan la reputación de las entidades, se centran únicamente en el caso de los bancos y consideramos relevante a efectos de nuestro estudio del efecto del *insider trading* en el mercado de valores español, analizar cómo el *insider trading* afecta a la reputación del resto de las empresas españolas y no solo de los bancos. Por lo tanto, encontramos otro “gap” en la literatura en el que nos gustaría centrarnos en nuestro trabajo.

1.3. Objetivos

El objetivo general del presente trabajo es, como hemos definido en el primer apartado, determinar el efecto del *insider trading* en el mercado de valores español.

El objetivo general se concreta en los objetivos específicos de los que hemos dado breves pinceladas en el apartado de justificación. Los objetivos específicos son los que desarrollaremos a lo largo del presente trabajo para lograr analizar los aspectos que determinan el efecto del *insider trading* en el mercado de valores español, esto es, nuestro objetivo general.

En cuanto a los objetivos específicos, se concretan en:

- Definir el concepto y comprender el alcance del *insider trading*.
- Determinar la tipología del *insider trading*.
- Analizar la evolución conceptual y legal del *insider trading* en las regiones geográficas más relevantes.
- Analizar la vertiente ética del *insider trading*.
- Estudiar el *insider trading* a día de hoy.
- Investigar casos actuales de *insider trading* en el mercado de valores español.

1.4. Metodología

Ya que la finalidad de este estudio es alcanzar los objetivos generales y específicos señalados, nos hemos de valer de un método que nos permita hacerlo. Así, nos valdremos de una mirada interpretativa o cualitativa que nos permita analizar la literatura relevante existente acerca de *insider trading* para el objeto de nuestro estudio y de la que hemos trazado pinceladas superficiales en el apartado de justificación de esta propuesta y en la que ahondaremos en el presente trabajo.

Las palabras clave que utilizaremos para tratar y obtener la información relevante son: *Insider trading*, información privilegiada, *insiders*, agentes, accionistas, mercado de valores, transparencia, equidad, confianza.

Para la búsqueda de información utilizaremos bases de datos multidisciplinares como Google Scholar, Dialnet y Academic Search, así como bases de datos especializadas, SEC Library e información periódica de las cotizaciones del mercado de valores español. Para realizar la revisión de la literatura, de las bases de datos multidisciplinares, obtendremos las publicaciones académicas y de la SEC Library los artículos especializados elaborados por expertos financieros en el ámbito del *insider trading*, así como también acudiremos a informes relativos al tema en cuestión, publicados principalmente por empresas privadas (Bain & Company, Deloitte, KMPG, Uría y Menéndez Abogados, entre otras).

De esta forma, la metodología estructurada en revisión de la literatura existente y su extrapolación al mercado de valores español en el momento actual para la obtención de conclusiones, se considera válida ya que nos permitirá una comprensión perfecta del efecto del *insider trading* en el mercado de valores español.

1.5. Estructura del trabajo

El presente trabajo de investigación se estructura en cuatro partes: (1) introducción, (2) marco teórico que comprende: concepto, evolución y vertiente ética, (3) desarrollo actual y casos actuales y (4) conclusiones.

Con todo, tras la última parte se incluirá un apartado de referencias en el que se exhibirán las fuentes bibliográficas utilizadas para la realización del trabajo (Arévalo, 2013).

En la primera parte, introducción, se presenta la pregunta de investigación y se justifica la elección del tema. Se presentan y exponen los objetivos del trabajo y la metodología empleada. Al final de esta primera parte, se detalla la estructura del trabajo.

La segunda parte, marco teórico, está estructurada en tres sub-apartados, que son concepto, evolución y vertiente ética del *insider trading*. En cada uno de estos apartados, realizaremos una revisión de la literatura sobre el *insider trading* y los aspectos relevantes detallados en la justificación, es decir, alcanzaremos nuestros objetivos. Se trata de los componentes de la pregunta de investigación general y se definirán los conceptos básicos en relación con el delito de uso de información privilegiada, los agentes que pueden incurrir en ella y las diferentes manifestaciones del *insider trading*. Paralelamente, se realizará una evolución histórica y legal del *insider trading* y se analizará la vertiente ética del concepto.

En la tercera parte, desarrollo actual, se aplicará lo estudiado en el apartado anterior al caso del mercado de valores español. Se tratará de definir el Estado actual del mercado

de valores español en relación con el *insider trading* y cómo se mide el mismo en el mercado de valores español. Además, se estudiarán casos de actualidad y gran relevancia.

En la cuarta parte, conclusión, se evaluará en qué medida se han cumplido los objetivos de la investigación y el nivel de utilidad de sus hallazgos. Se tratará la literatura preexistente analizada con la situación actual en el mercado de valores español. En caso de encontrar nuevas incógnitas, nos encontraremos ante un nuevo objeto de estudio para otro trabajo de investigación, proponiéndose futuras líneas de investigación en relación con el *insider trading*.

2. CONCEPTO Y EVOLUCIÓN

2.1. Concepto

En el presente apartado, que inicia el marco teórico en el que conceptualizaremos el término de *insider trading* para posteriormente tratar su evolución tanto histórica como legal, comenzaremos abordando la definición de *insider trading* y explicando qué es información privilegiada en tanto en cuanto es básico y fundamental entender el concepto de información privilegiada para poder comprender el *insider trading* en su globalidad.

2.1.1. Primera definición de *insider trading*.

Numerosos autores han definido en sus obras el concepto de *insider trading*. Así, según Zunzunegui (2006, p.1) “El *insider trading* es la negociación en el mercado de valores haciendo un uso indebido de información privilegiada. Los iniciados son jugadores de ventaja que negocian sin asumir el riesgo del mercado. Llamamos iniciados a los que poseen la información privilegiada, habitualmente los administradores de las sociedades cotizadas y quienes les prestan servicios de inversión o de asesoría”. En el mismo sentido, Hartman, DesJardins y MacDonald (2014), en su obra sobre la ética en los negocios, establecen que el *insider trading* hace referencia a la realización de acciones de compra y venta de una inversión, quebrantando toda relación de responsabilidad y confianza depositada, en el momento en el que se dispone de información relevante sobre la inversión en cuestión que no esta a disposición del resto de agentes que intervienen en el mercado. Cheeseman (2006) explica que este fenómeno se produce cuando una información material se emplea para la obtención de un beneficio mediante la realización de operaciones con las acciones o inversiones de una empresa por parte de los empleados o consultores de dicha entidad. Además, considera que esta práctica es ilegal pues otorga una ventaja a los que llevan a cabo en *insider trading* (denominados *insiders*) sobre el resto de inversores y agentes que intervienen en los mercados de valores.

A efectos de definir el *insider trading*, el artículo 1 de la Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a

las operaciones con información privilegiada¹, cobra especial relevancia pues constituye la definición legal actualmente vigente a efectos de la misma directiva. Como tal, no se ha definido legalmente el concepto de *insider trading* (tal y como afirma la *Securities and Exchange Commission, SEC*²) pero si se han definido en el mencionado artículo los rasgos que configuran el insider trading. Según este artículo, la información privilegiada es aquella información privada que se refiere a un aspecto en concreto sobre uno o varios emisores de títulos negociables y a uno o varios títulos negociables que si se hiciera pública influiría en la cotización de los valores a los que se refiere. Por otro lado, define los valores negociables como acciones u obligaciones, los contratos que versen sobre la suscripción, adquisición o cesión de acciones u obligaciones, los contratos a plazo y análogos que se refieran a acciones u obligaciones y los contratos que versen sobre índices relativos a acciones u obligaciones.

Así pues, en virtud de este artículo y como analizaremos en el siguiente apartado, la información privilegiada es el elemento necesario para poder incurrir en *insider trading* (por ello se denomina delito de uso/tráfico de información privilegiada) y se está caracterizado por tres notas que lo definen: (i) información pública, (ii) información precisa relativa a valores negociables o a los emisores de dichos valores e (iii)

¹ Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.

Su artículo 1 dispone:

“ A efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

- 1) « información privilegiada »: la información que no se haya hecho pública, de carácter preciso, que se refiera a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o varios valores negociables y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores.
- 2) « valores negociables »: a) las acciones y las obligaciones, así como los valores asimilables a los mismos, b) los contratos o derechos que permitan la suscripción, adquisición o cesión de los valores contemplados en la letra a), c) los contratos a plazo, las opciones y los instrumentos financieros a plazo relativos a los valores contemplados en la letra a), d) los contratos sobre índices relativos a los valores contemplados en la letra a), siempre que estén admitidos a negociación en un mercado regulado y controlado por autoridades reconocidas por los poderes públicos, de funcionamiento regular y accesible directa o indirectamente al público”.

² En su Informe de 2013 sobre “*Insider trading policy*”, disponible en su página web: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/25743/000138713113000737/ex14_02.htm; última consulta 31/03/19.

información suficientemente relevante y que de hacerse pública podría incidir en la cotización de los valores.

2.1.2. Definición de información privilegiada

Parece de extrema relevancia a efectos de comprender el concepto de *insider trading*, definir y delimitar el concepto de información privilegiada. “Una información es privilegiada cuando su divulgación haría variar la cotización de los valores a los que la información se refiere” (Zunzunegui, 2006, p.1). Por su parte, Arroyo y Vaquero (2005, p. 225) sostienen que la información privilegiada es “información relevante no pública, referente a valores mobiliarios que, si se conociera, influiría en las cotizaciones”. Además añaden que “no es información privilegiada la deducida de análisis y estimaciones elaborados a partir de datos públicos”³.

La negociación con este tipo de información, produce para quien la utilice un resultado favorable y una posibilidad de manipular el mercado a su conveniencia. Por ello, lo que se sanciona ante este comportamiento es la capacidad que adquiere quien incurre en *insider trading* de negociar sin el factor riesgo, suponiendo una gran desigualdad ante los inversores que intervienen en el mercado de valores asumiendo todo riesgo.

En tanto en cuanto es crucial determinar los límites de la información privilegiada y como hemos mencionado en el apartado anterior, existen tres notas diferenciadoras.

En primer lugar, la información privilegiada tan solo lo será si es una información privada que no ha sido pública y tampoco ha sido expuesta al conocimiento de terceros.

En segundo lugar, se debe tratar de un hecho concreto, una información que verse sobre una circunstancia determinada o supuesto puntual del cual se tiene un conocimiento real y certero de que sucederá, y no de una simple especulación o rumor. Este segundo

³ Véase 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 (abuso del mercado).

límite es muy relevante a la hora de sancionar el *insider trading* dado que la persona sancionada será aquella que, conocedora de que tiene una información privilegiada, la utiliza a su propio beneficio y con objetivo de ser un aventajado frente al mercado. Es por esto, que cuando nos encontramos con especulaciones o rumores no estaremos ante *insider trading*.

En tercer y por último lugar, para que dicha información sea privilegiada, ha de ser suficientemente importante. Con esto nos referimos a que la magnitud de la información sea tal que, de conocerse y hacerse uso de la misma, produzca un efecto en el mercado de valores en que los títulos a los que la información se refiere coticen.

2.1.3. Problemática de la práctica del *insider trading*

La problemática de incurrir en esta práctica reside, como explica López Barja de Quiroga (1993) en la lesión que la misma constituye sobre la confianza de los inversores a la hora de realizar transacciones en el mercado de valores. Los inversores detectan una ausencia de igualdad debido al hecho de que haya quienes cuenten con determinada información muy relevante a efectos de cotización, de la que el resto de agentes no disponen.

Esta falta de equidad, en consecuencia, provoca que los inversores en situación de desventaja decidan apartarse del mercado y es por esta razón que se prohíbe negociar existiendo información privilegiada.

La prohibición de negociar con esta ventaja frente a otros inversores se extiende legalmente (y a grandes rasgos ya que posteriormente ahondaremos en este aspecto) no solo a la realización por el propio agente conocedor de operaciones con estos valores sino también a la comunicación de la misma a terceros y permitiendo que sean estos terceros quienes negocien con los valores.

2.1.4. Tipos/manifestaciones de *insider trading*

En cuanto a las manifestaciones del *insider trading*, existen dos tipos diferenciados que se regulan en la Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, en sus artículos 2 y 3: el *insider trading* de primer grado y el *insider trading* de segundo grado.

Esta distinción de conceptos o ramas del *insider trading* no se encuentra recogida en la legislación española pero hay otros países, como por ejemplo Suiza, que sí la recogen en su ordenamiento jurídico interno (artículo 161 CP suizo, distinguiendo entre aquellos que incurrir en *insider trading* de primer grado y a los que denomina “*true insiders*” y aquellos que cometen *insider trading* de segundo grado, designados “*tippees*”).

A) *Insider trading* de primer grado

En primer lugar, encontramos el *insider trading* de primer grado, definido y referenciado en el artículo 2 de la ya mencionada Directiva 89/592⁴. Este primer tipo de *insider trading* lo llevan a cabo los denominados *insiders* de primer grado. Se trata de sujetos que tienen acceso directo a la información privilegiada de una entidad emisora por su contacto directo con la misma. Serán aquellos agentes (i) miembros de los órganos de administración, control o dirección del emisor, (ii) que participen en el capital de la entidad o (iii) que tengan acceso a la información privilegiada por el ejercicio de su cargo,

⁴ Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.

Su artículo 1 dispone:

“ 1. Cada Estado miembro prohibirá a las personas que: :a) por su condición de miembros de los órganos de administración, de dirección o de control de emisor, b) por su participación en el capital del emisor, o c) por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones, dispongan de una información privilegiada, adquirir o ceder por cuenta propia o ajena, ya sea directa o indirectamente, los valores del emisor o de los emisores afectados por dicha información privilegiada explotándola con conocimiento de causa”.

trabajo o funciones cualesquiera que sean y que la utilicen para adquirir o enajenar los valores de dicha entidad que estén afectados por la información privilegiada.

Por lo tanto, los *insiders* de primer grado son aquellos agentes que poseen la información de importancia de la entidad emisora de los títulos sobre los que la información versa y que no está a disposición del resto de los agentes. Además, la han adquirido de primera mano gracias a la profesión, trabajo o funciones que desempeñan en la entidad emisora. Se trata por tanto de grandes accionistas, directivos, consejeros, asesores (como Bancos de inversión, abogados, auditores, etc.) y otros intermediarios (como bolsas, corredores de bolsa, sociedades de valores y agencias de valores).

B) Insider trading de segundo grado

En segundo lugar, existen los *insiders* de segundo grado, que conforman el *insider trading* de segundo grado y están descritos en el artículo 3 de la Directiva 89/592⁵. En este artículo se recoge la prohibición que tienen los agentes mencionados en el artículo 2 de la misma directiva de revelar la información privilegiada que posean a un tercero, o de recomendar a un tercero que realice una operación basándose en la información privilegiada que poseen. De esta forma, queda configurado un nuevo elemento o agente que puede incurrir en *insider trading*: el “tercero” al que este artículo hace referencia. Así, observamos cómo el artículo describe que los *insiders* de segundo grado son quienes han sido comunicados la información privilegiada por un *insider* de primer grado.

Por lo tanto, de manera recíproca, el mencionado artículo a la vez que implícita el concepto de *insider trading* de segundo grado, establece explícitamente la prohibición de comunicar la información a un tercero, sin importar que sea un familiar, amigo, profesional o ajeno que se pretenda sea quien efectúe las transacciones y realice los

⁵ Su artículo 3 establece:

“Los Estados miembros prohibirán a las personas objeto de las prohibiciones del artículo 2, que dispongan de información privilegiada: a) revelar dicha información privilegiada a un tercero, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, su profesión o sus funciones: b) recomendar a un tercero que adquiera o ceda o que haga que un tercero adquiera o ceda, basándose en dicha información privilegiada, valores admitidos a negociación en sus mercados, tal como se contempla en el artículo 1, apartado 2, in fine”.

negocios. De esta forma, el tercero será cualquier persona que se ponga en contacto con el *insider* de primer grado para beneficiarse conjuntamente de la información privilegiada que éste último posee incurriendo en *insider trading* de segundo grado.

C) Caso particular

Además de los ya mencionados y diferenciados dos grandes grupos de *insider trading*, hemos de traer a la luz la existencia de un tercer caso bastante frecuente, recogido en el artículo 4 de la Directiva 89/592⁶: aquella persona que por un motivo completamente circunstancial se encuentra en el momento y lugar preciso para conocer una determinada información privilegiada. Véase, a modo de ejemplo, el camarero de una cafetería en cuya barra hablan dos directivos de dicha información o el taxista que lleva a un directivo de un banco de inversión que habla por teléfono sobre el asunto. Esta persona no pretende la obtención de la misma, pero la consigue y decide actuar en consecuencia.

De dicho artículo, deducimos que el hecho diferenciador de si dicha acción constituye o no delito tipificado radica en quién sea el sujeto emisor de la información. De esta forma, si se trata de un agente mencionado en el artículo 2 de la misma Directiva ((i) miembro del órgano de administración, de dirección o de control del emisor, (ii) dueño de participación en el capital del inversor o (iii) con acceso a la información por el ejercicio de su trabajo) ya se obtenga la información por un método directo o indirecto, constituirá sin lugar a duda delito.

En segundo lugar, y tal y como explicitábamos en el punto 2.1.2., la nota diferenciadora del carácter privado de la información privilegiada se configura como límite a la delimitación del concepto.

⁶ El artículo 4 dispone:

“Cada Estado miembro impondrá asimismo la prohibición prevista en el artículo 2 a todas aquellas personas distintas de las citadas en dicho artículo que, con conocimiento de causa, posean una información privilegiada tal como se define en el artículo 1, cuyo origen directo o indirecto sólo pueda ser una persona de las mencionadas en el artículo 2”.

Así, se sancionarán a aquellas personas conscientes de que dicha información no es pública ni está al alcance del resto de usuarios (ya que alguien que escucha una conversación no tiene por qué ser consciente de que esa información no era desconocida simplemente por el sino también por la totalidad de agentes que operan en el mercado) y por tanto del carácter privilegiado de la información que están manejando. Es por este motivo que, como ya comentábamos, no será *insider trading* la especulación basada en rumores y en tanto en cuanto una información obtenida de casualidad de alguien que desconocemos puede considerarse un rumor, no será constitutiva de este delito.

Además, dado que la obtención de esta información es, como decimos, de alguien que no conocemos y de forma casual, el hecho de que no sepamos quien es el emisor de la misma parece indicar que no podemos conocer si se engloban entre las partes citadas en el artículo 2 de la Directiva 89/592 y por tanto no pudiera, este tercero que la ha obtenido, discernir entre si se trata de un supuesto del artículo 4 de la misma Directiva o no, aunque quisiera hacerlo.

2.2. Evolución

Una vez definido tanto el concepto de *insider trading* como sus manifestaciones, nuestra intención es ahondar en la evolución del mismo. De este modo, comenzaremos con un repaso de la evolución conceptual acompañado de la evolución en las operaciones en las que se centra y de las técnicas y medidas cuantitativas de las que el *insider trading* se vale para llevarse a cabo. Posteriormente, trazaremos su recorrido legal centrándonos en España, pero situándolo en Estados Unidos ya que es donde nace el fenómeno y por tanto donde con más fuerza se regula, y mencionando su regulación también en el mercado europeo en el que España opera.

2.2.1 Identificación conceptual del *insider trading* y contextualización casuística

Parece evidente a la hora de pensar en el surgimiento del *insider trading*, caer en el error de situarlo en Estados Unidos en el contexto temporal justo anterior al crack bursátil

de Nueva York del 1929 que posteriormente dio lugar a la conocidísima normativa norteamericana sobre títulos valores, La *Securities Act* y la *Securities Exchange Act* de 1933 y 1934 respectivamente. No obstante, el surgimiento del fenómeno del *insider trading* como tal y, por tanto, de su concepto, ocurrió muchos años antes: en el mismo momento en el que el comercio se originó.

Es en el 1723 cuando aparece el primer caso documentado, en el que un empresario londinense, Sir John Barnard, denuncia actuaciones de personas vinculadas a la Compañía de Indias Holandesas que se enriquecieron a costa de los demás accionistas gracias al conocimiento exclusivo y anticipado de información por el que vendieron sus participaciones sociales y evitaron un enorme perjuicio patrimonial en virtud del enorme beneficio que obtuvieron por la venta (Monroy, 2006).

Posteriormente, con el desarrollo de los mercados se produjo una gran afluencia de inversores en los mercados y un gran nivel de desarrollo económico de las compañías que emitían títulos valores. Este desarrollo a su vez trajo consigo la otra cara de la moneda, el fenómeno prácticamente inevitable por el cual se utilizaba información privilegiada por parte de personas pertenecientes a las estructuras orgánicas de las sociedades, los que ya hemos denominado *insiders*.

A modo de pequeña contextualización, destacaremos el surgimiento de *insiders* en los mercados bursátiles relevantes para este estudio, que son Estados Unidos, España y Europa, concretamente Gran Bretaña, Francia y Bélgica. En cada uno de ellos, estudiaremos el primer caso que tuvo importancia desde un punto de vista ético-financiero por ello conllevó a modificaciones normativas en los ordenamientos jurídicos internos de estos países.

A) En el mercado de valores de Estados Unidos

Estados Unidos es el país en el que se registraron (y se siguen registrando a día de hoy) la gran mayoría de casos de *insider trading* y es por ello, como posteriormente

trataremos, que en la jurisprudencia norteamericana podemos encontrar la mayor parte de sentencias a ello referenciadas.

En este país, la primera sentencia sobre el problema de operaciones con *insiders* que encontramos data de 1961, y es el caso Cady, Roberts & Co. Es el caso que dio lugar al nacimiento del concepto de *insider trading* y en el que el consejero de una compañía informó al socio de una casa de bolsa del acuerdo de reducción de dividendos que se había alcanzado. Con ello, antes de que la operación se publicara para el resto de accionistas, el socio de la casa de bolsa realizó las ventas pertinentes de acciones para sus clientes y obtuvo el consiguiente enriquecimiento injusto.

B) En el mercado de valores español

En el mercado de valores español, pese a no ser en el que se inició el fenómeno de *insider trading*, es evidente que también ha sido el escenario en el que grandes casos de este fenómeno se han dado en tanto en cuanto constituye un parqué financiero y todos estos conllevan la tentación del uso de operación privilegiada.

De esta forma, uno de los casos más relevantes y mediáticos es el Caso Villalonga de 1998, en el que Juan Villalonga, por ese entonces presidente de Telefónica, y Alberto Cortina Alcocer, consejero de Telefónica en aquel momento, adquirieron opciones sobre acciones de Telefónica a través de un crédito y una sociedad controlada por ellos. En el momento en el que adquirieron dichas acciones, ellos mismos formaban parte del equipo de negociación de una fusión con una compañía telefónica estadounidense. Por ello, la adquisición de las opciones sobre las acciones de Telefónica en este contexto, era desde el conocimiento de una información privilegiada que sólo ellos tenían y que, como hemos explicado previamente, constituye el *insider trading* de primer grado. Como consecuencia de esta operación, la CNMV realizó una investigación sobre estos hechos (que hubo de cerrarse ante la imposibilidad probatoria de que las personas afectadas se hubieran valido de información privilegiada) y se desató un enorme caos dentro de este organismo que como resultado, hubo de reestructurarse.

C) En los mercados de valores europeos: Gran Bretaña, Francia y Bélgica.

En primer lugar, en Gran Bretaña la evolución del concepto de *insider trading* partió de ser considerado inmoral pero no ilegal, a ser hoy día considerado no solo inmoral sino también ilegal. De esta forma, el caso más relevante es Percival v. Wright de 1902, en el que los administradores de una sociedad compraron acciones a un particular. Los administradores, llevan a cabo la operación sin mencionarle al particular que el precio actual de enajenación de las acciones era significativamente mayor al que ellos estaban pagando por adquirir dichas acciones. Así, gracias a esta especulación y a costa del particular, los administradores obtuvieron significativas ganancias. Tras enterarse, el vendedor acudió a los tribunales, quienes resolvieron que no constaba ningún delito ya que los administradores no tenían obligación legal de comunicar dicha información al vendedor ni ninguna obligación legal de no llevar a cabo la operación pues por ese entonces no incurrían en ningún delito de acuerdo con la legislación de Gran Bretaña.

En segundo lugar, en Francia y siguiendo las líneas de no constitución de delito de Gran Bretaña, el caso de mayor interés es el caso Pechiney de 1989, en el que la empresa que llevaba este nombre y se dedicaba a la producción de aluminio pretendía la fusión con una empresa americana. En los momentos previos a la ejecución de la operación, personas con especial información dentro de la empresa respecto de este *deal* llevaron a cabo transacciones de compra y venta de acciones la sociedad por gran valor, con lo que obtuvieron grandes beneficios y ningún tribunal pudo reconocerlo como delito pese a las denuncias de los accionistas no conocedores de dicha información.

Por último, en Bélgica fue donde, dentro de la que posteriormente sería la Unión Europea, antes se desarrolló una legislación que castigaba los hechos de *insider trading* que estamos sometiendo a examen. De esta manera, en 1982 se produjo el caso Charleroi resuelto por el tribunal de la misma localidad, en el que el jefe de contabilidad de una empresa adquirió acciones de su misma empresa para posteriormente aumentar los dividendos de la misma con los resultados contables que él mismo publicó. Con ello, incrementó notablemente el valor de cotización de las acciones y obtuvo un enorme beneficio económico. El tribunal conocedor del asunto consideró que se trataba de una

operación de *insider trading* y penalizó al sujeto con una gran multa acompañada de prisión en caso de impago de la multa.

2.2.2. Delimitación de las operaciones basadas en *insider trading* y medidas cuantitativas del *insider trading*

Tras esta contextualización histórico-temporal del surgimiento del fenómeno de *insider trading*, diremos que cuando los agentes que hacen uso del mismo obtienen rentabilidades muy superiores a las que obtiene la media del mercado, entra en juego la problemática de determinar cuándo se ha producido el uso de información privilegiada y por tanto nos encontramos ante un delito de *insider trading*.

A la hora de establecer si nos encontramos o no ante esta consideración no nos queda sino acudir a la legislación que, como posteriormente observaremos, regula la realización y publicidad de este tipo de operaciones. Como analizaremos en el siguiente apartado, tanto nuestro Código de Comercio como la Ley del Mercado de Valores regulan este tema y establecen la prohibición de realizar este tipo de transacciones. A su vez, como explica Del Brío (2006), estas leyes establecen la obligación de comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) las operaciones que realizan inversores que cumplan determinados requisitos⁷ en un plazo no superior a los 15 días precedentes a la transacción, con el objetivo de conocer las transmisiones significativas de participaciones en el capital de las empresas y las razones que a ello han llevado, para alcanzar el fin último de evitar el *insider trading*.

Gracias a esta obligación legal, disponemos de un registro de operaciones relevantes en España, siendo la media diaria (teniendo en cuenta los 240 días hábiles anuales siguiendo la práctica de los analistas financieros) de 160 operaciones. Además, gracias a esta obligación legal no solo se conoce el número de operaciones relevantes sino también

⁷ Requisitos recogidos en la *Guía Operativa de la Comunicación de Operaciones Bajo MiFIR*, publicada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 23 de Febrero de 2018.

quienes son los agentes que las efectúan, siendo éstos por orden de frecuencia: presidente, vicepresidente, consejero delegado, director general y familiares.

Una vez contamos con estos datos, parece evidente que el punto siguiente a analizar es cuáles de las operaciones comunicadas a la CNMV son constitutivas de *insider trading* y para ello hemos de cuantificar este fenómeno.

A este respecto, para cuantificar el *insider trading* el criterio más relevante es el de la intensidad de la negociación de Glass (1966) y Lorie y Nedierhoffer (1968), que fue difundido por la obra de Jaffe (1974).

El criterio de intensidad de la negociación, definido por Del Brío (2006), consiste en la determinación de posesión privilegiada por parte de un *insider* mediante el establecimiento en un determinado plazo (mes) del ratio de las compras y ventas efectuadas. Así, si toman ciertos valores que indican la preponderancia de un tipo de operaciones sobre el otro, se hablará de intensivo en compras, en ventas o no intensivo si el número de compras y ventas coincide. En estas líneas, la preponderancia de un tipo de operaciones sobre el otro indica la posesión de información privilegiada además de la incidencia negativa o positiva de esta información sobre la empresa. Es decir, en un mes intensivo en ventas, el número de vendedores o de operaciones de venta es notablemente superior al de compradores o compras. Esto puede deberse a que haya existido información interna desfavorable para la empresa que recomienda la venta de los títulos que a ella afectan. Análogamente se establecería la definición de un mes intensivo en compras. No obstante, son muchas las personas y entidades que compran y venden títulos en el mercado bursátil y no hay que olvidar que los entornos micro económico y macro económico también influyen en las operaciones bursátiles. En consecuencia, el *insider trading* es un factor más que puede afectar, pero no el determinante.

El cumplimiento del criterio de intensidad constituye un indicador que no ha de ser ignorado en cuanto al tratamiento de información privilegiada, debiendo ponerse en marcha los pertinentes mecanismos legales.

2.2.3. Evolución legal

Una vez definido conceptualmente el fenómeno objeto de análisis en este estudio, parece necesario encuadrarlo en un marco legal. Para ello, en primer lugar nos fijaremos en la forma en el que el *insider trading* se fue regulando en los diferentes países de derecho comparado para posteriormente, centrarnos en Europa y por último concretar el caso de España.

2.2.3.1. Derecho Comparado – Estados Unidos de América

La primera aproximación legal que haremos del concepto de *insider trading* será la del derecho comparado. La regulación de este fenómeno en diferentes países va desde la ausencia de intervención estatal hasta la sanción penal y pasando por la sanción administrativa. Es la sanción penal la que mayormente se aplica como solución ante este delito, sin perjuicio de que a su vez se considere óptimo el uso de medidas de vigilancia disuasorias y protectoras del mercado o la imposición de deberes de información (Gaillard, 1992).

Una de las medidas que han adoptado diversos países es la creación de una comisión de vigilancia y control de mercado, instaurando las pertinentes medidas para la consecución de dicho control.

En este sentido, es pionero Estados Unidos, con la creación de la *Securities and Exchange Commission (SEC)* mediante la *Securities Exchange Act* de 1934. Esta comisión, además de las funciones de vigilancia y control que hemos mencionado, desarrolla e interpreta en el ámbito administrativo las leyes bursátiles.

Antes de proceder con el derecho comparado, consideramos conveniente hacer un estudio más detallado de la evolución legal en Estados Unidos, pues tal y como mencionamos anteriormente, se señala el crack de 1929 en la bolsa de Nueva York como el desencadenante del inicio de la regulación legal del tratamiento de la información privilegiada y el control de las conductas que a ella se refieren en los mercados

financieros. Es en 1934 cuando en este país se inicia la previsión de sanciones, con la *Securities Exchange Act*. La nota característica de la regulación norteamericana del *insider trading* es la redirección de la mayoría de las pretensiones al ámbito civil, alcanzándose numerosos acuerdos extrajudiciales en aras de evitar las declaraciones de culpabilidad penal (cosa que no ocurre, como veremos, en otros países). Estados Unidos se caracteriza por una legislación rica y abundante en la que existen sanciones civiles, mercantiles, administrativas y penales, así como una enorme evolución jurisprudencial que interpreta ampliamente los preceptos legales.

Cuando surgió en Estados Unidos el debate sobre si prohibir o no el *insider trading* se sostuvieron, por una parte, argumentos como el de Coffee, Klein y Partnoy (2010) de que el *insider trading* no era sino beneficioso para los mercados desde el punto de vista económico en tanto en cuanto se aumentaba la eficiencia del mercado pues los títulos reflejarían la incidencia de la información sobre los precios de forma más gradual, así como también se lograría la atribución a los títulos de su valor real. Además, se argumentaba que los beneficios conseguidos mediante el *insider trading* sería otra forma de remuneración a los agentes de las empresas sin coste para éstas. Por otra parte, doctrina entre la que destacan Reggiardo y Ugarte (1997) afirmó que el *insider trading* tenía efectos negativos pues no solo no aumentaba la transparencia del mercado sino que además provocaba el quebranto de la confianza de los inversores en los mercados, con el resultado directo de grave puesta en peligro del funcionamiento de los mercados y la subsistencia de los mismos, y de la negativa incidencia en el resultado empresarial debido a la utilización de información interna y privilegiada por los agentes que desde dentro de las empresas hagan uso de ella.

Fue tras este debate doctrinal cuando se produjo la inclinación hacia la prohibición del uso de información privilegiada en todos los países.

No obstante, la discusión que aún es candente respecto del *insider trading* versa sobre los medios que han de utilizarse para sancionar este fenómeno. Mientras una parte de la doctrina considera conveniente las sanciones penales, otra se opone por no considerar el bien jurídico suficientemente digno de protección penal o por considerar que la

jurisdicción penal no tiene los medios prácticos suficientes para la investigación y prueba de estas conductas. Es por esto, que se establece con preferencia la sanción administrativa, que se considera más eficaz en cuanto a su índole práctica y sancionadora.

De esta forma, el sistema que mayoritariamente se aplica en la actualidad en la mayoría de las legislaciones, véase como ejemplo EEUU, Francia, Holanda, Suiza, Italia o Gran Bretaña, es de carácter administrativo con el apoyo de sanciones penales. Alemania, por el contrario, sigue un sistema de autodisciplina privada que prescinde de la sanción penal por el cual son los propios operadores del mercado quienes se comprometen a no utilizar para su propio aprovechamiento la información privilegiada (como a continuación detallaremos fue Alemania quien se opuso a la Directiva comunitaria por la que los Estados miembros habían de aplicar medidas penales). A pesar de esto, cuando Alemania experimentó un evento de *insider trading* en su propio mercado, concretamente en 1994 en la Bolsa de Frankfurt, modificó en gran medida sus ideales planteándose incluso el uso de sanciones penales, tal y como explica Otto (1940).

Podemos resumir diciendo que la situación de partida de la regulación del *insider trading* era muy dispar, yendo desde Francia con sanciones penales desde 1964 hasta Alemania, que mantuvo hasta 1994 el sistema de autodisciplina privada.

La primera documentación relevante a efectos de intento de unificación fue el “Informe del grupo de expertos sobre la integración de los mercados de capitales de 1967”, que refleja la incipiente preocupación europea sobre las prácticas de abuso de la información privilegiada. Este informe destacó la necesidad de una armonización legislativa y de aproximación de los controles de los estados miembros a efectos de evitar la influencia en las cotizaciones de la información privilegiada.

Tras este informe, el siguiente paso fue la progresiva armonización de la regulación que alcanzó su máximo exponente con la aprobación de la Directiva 89/592, de 18 de noviembre de 1989 sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, cuyo contenido analizaremos en el apartado del ámbito legal europeo.

2.2.3.2. Europa

a) Directiva

Tras el *Informe del grupo de expertos sobre la integración de los mercados de capitales de 1967* que en el apartado anterior tratábamos como el primer intento de unificación, la comunidad europea empezó a generar medidas para frenar la utilización abusiva de información privilegiada.

En este sentido, el primer intento fue la Recomendación de la Comisión 77/534/CEE de 25 de julio de 1977, que establecía un Código de conducta europeo en referencia a las transacciones de valores mobiliarios. Se trataba de un intento de la Comisión de instaurar un código que implicara una ética común que llevara a una mayor integración y armonía en las actividades de operaciones y transacciones financieras entre las comunidades. En este Código primaba el aspecto ético y deontológico sobre el sancionador y reglamentario que unido a su emisión en forma de Recomendación otorgaba una nota de no obligatoriedad que limitó mucho la eficacia de sus postulados. A pesar de ello, influyó en las regulaciones nacionales, como es el caso de la Ley del Mercado de Valores española.

La primera regulación vinculante en materia de *insider trading* surgió el 25 de mayo de 1987, con la Propuesta de Directiva al Consejo sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones con información privilegiada por parte de la Comisión de las Comunidades Europeas, debido a la carencia de armonía legislativa en esta materia con la ausencia de normativa prohibitiva del *insider trading* en algunos de los estados miembros y las latentes diferencias entre las regulaciones existentes.

Tras las discusiones pertinentes de la Propuesta, se adoptó la Directiva del Consejo 89/592/CEE de noviembre de 1989, sobre coordinación de normativas relativas a las operaciones con información privilegiada. De acuerdo con dicha Directiva, todos los Estados miembros quedan obligados a implementar y ejecutar las medidas pertinentes para dar cumplimiento a lo establecido en esta Directiva que busca la protección contra los abusos de los *insiders*.

Esta Directiva es la que está hoy día vigente y la que, en consecuencia, venimos tratando en este trabajo, valiéndonos de ella para establecer el carácter, concepto, tipología, y el resto de elementos que configuran el *insider trading*.

Las razones por las que se decidió elaborar esa Directiva se encuentran en la exposición de motivos de la misma, en la que se pone de manifiesto dos cuestiones fundamentales:

- a) El importante papel en la financiación de los agentes económicos que el mercado secundario de valores negociables desempeña, por lo que se necesita garantizar su buen funcionamiento ya que de él depende la confianza en él depositada de los inversores que han de estar en igualdad de condiciones y protegidos, por tanto, contra el uso de información privilegiada.
- b) La conveniencia y necesidad de adoptar las medidas necesarias para evitar operaciones con información privilegiada que deteriore la confianza en los mercados y entorpezca y merme su buen funcionamiento.

En referencia a la sanción que habría de imponerse a las prácticas de *insider trading*, se produjo en el seno del Consejo una gran polémica respecto de si las sanciones penales habían de ser utilizadas o no. Se contemplaba, a su vez, si las sanciones penales habían de ser integradas en la propia Directiva o si debía ser cada Estado quien debía considerar si lo establecían en sus ordenamientos internos correspondientes. Fue esta última fórmula la que finalmente se adoptó.

Es por ello que la mayoría de Estados, como ya hemos mencionado, adoptaron en su derecho interno una doble vertiente penal y administrativa.

El 1 de julio de 2001, la Comisión presentó una nueva propuesta de Directiva sobre operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado debido a la ausencia en algunos Estados miembros de normas legales sobre manipulación de precios y difusión de información engañosa, así como la facilidad que la implantación de las nuevas tecnologías ha significado para la transmisión de información y el consiguiente

abuso del mercado. La principal novedad que se pretende implantar con esta Directiva se encuentra en su artículo 4 y se trata de la obligación para los Estados miembros de sancionar y prohibir, del mismo modo que se sanciona y prohíbe a los *insiders*, a toda persona que disponga de información privilegiada⁸.

2.2.3.3. España

En nuestro país, la primera regulación que trató el *insider trading* fueron los Reales Decretos 1848/1980 y 279/1984 que hacían referencia a las ofertas públicas de adquisición (OPAS) de valores mobiliarios e imponían la obligación de guardar secreto y el deber de abstenerse a actuar a aquellos que ostentaran información privilegiada, pero no imponía sanción en caso de infracción.

Con la entrada en vigor de la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores (LMV) se alcanzó una ordenación más completa. En ella, se incluyen unas normas de conducta que pretenden, tal y como expresa la Exposición de Motivos de la propia norma, “velar por la transparencia del mercado” y “defender la absoluta prioridad de los intereses de los inversores”, y que buscan evitar situaciones que den pie al uso de información privilegiada.

No hemos de pasar por alto la competencia que tiene la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de iniciar la instrucción de expedientes e imponer sanciones por infracciones graves y leves, ya que la imposición de sanciones por infracciones muy graves corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda.

Además de en el aspecto sancionador, la CNMV desarrolla una importante labor en la prevención de estos delitos pues la Unidad de Vigilancia de los Mercados dedica su labor a la prevención y detección de las prácticas de uso indebido de información privilegiada y manipulación de precios. De esta forma, es frecuente que, en vez de

⁸ Véase artículo 4 Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado), de 1 de junio de 2001.

llevarse a cabo la apertura de expedientes por irregularidades detectadas, se envíen recomendaciones a las entidades en cuestión a fin de que corrijan las deficiencias pertinentes y se evite la generación de dicha información confidencial. Se trata, por tanto, de un mecanismo que pretende evitar la generación y surgimiento de esos flujos de información indebida más que de sancionar su uso una vez ha sido generada la información y utilizada ilegítimamente.

Pasando a tratar el ámbito sancionador, se sancionarán administrativamente las actuaciones de poca relevancia, y penalmente aquellas de gran escala en las que los inversores institucionales burlan la fiscalización de los órganos de control. Es en este sentido donde cobra especial importancia y juega un papel fundamental, la evolución de la regulación del *insider trading* en nuestro Código Penal.

La Ley Orgánica 9/1991 supuso la nueva redacción de los artículos 367 y 368 del Código Penal de 1973, criminalizando la “revelación y el uso indebido de secretos e información privilegiada por funcionario público o autoridad”. Es con esta modificación cuando nuestro Código Penal cuenta con un delito por utilización indebida de información privilegiada pero cuya sanción se restringía a la Administración Pública si se realizara por funcionario público o autoridad, y si fuera otro el agente culpable, quedaría impune o como mucho desarrollaría responsabilidad como partícipe en un delito especial propio.

Es debido a esta falta de protección y de ausencia regulatoria para el resto de agentes que pudieran ser sujetos activos y culpables del tratamiento indebido y abuso de información privilegiada que el legislador lleva a cabo una reforma del Código Penal en 1995. De esta manera, en él incluye en los artículos 285 y 286 “el abuso de información privilegiada o reservada en los mercados financieros llevada a cabo por quienes tienen un acceso a la misma en el marco de su actividad empresarial o profesional”.

3. ÉTICA

En cuanto a la versión ética del uso de la información privilegiada, encontramos tanto argumentos que prohíben el uso de la misma en beneficio personal como artículos en la Ley de Mercado de Valores que establecen unos deberes de actuar ético.

Una vez realizado este recorrido ético, estaremos en disposición de valorar las consecuencias éticas del *insider trading* para las empresas y los particulares y así analizar los mecanismos que estos ponen en marcha para evitar que surja el mismo, tal y como veremos en el siguiente apartado.

En primer lugar, el uso de información privilegiada para operar con títulos valores es inmoral y por tanto no ético ya que viola los derechos de aquellos que también son accionistas de la empresa, daña la igualdad de oportunidades de la totalidad de los agentes del mercado y el bien de la sociedad en su conjunto, el funcionamiento de los mercados y la confianza depositada en los mismos.

Además, destacamos que si quien usa información privilegiada de manera indebida es un trabajador de la propia empresa, atenta contra su deber de fidelidad contra los dueños de la empresa (accionistas) que son quienes le retribuyen periódicamente y los restantes trabajadores de la misma.

Existen, como mencionábamos en el primer párrafo de este apartado y como presentan Arroyo y Vaquero (2005), cuatro argumentos básicos para confirmar la inmoralidad del *insider trading*, que detallamos a continuación.

3.1. Carácter de robo

En tanto en cuanto la posesión de esta información confidencial y su uso indebido puede producir ganancias o pérdidas patrimoniales, el uso de esta información afecta y perjudica directamente a los accionistas de la empresa de la que proceden los títulos. Esto

se debe a que dichos accionistas han dedicado sus recursos personales (tiempo y trabajo) para llegar a una situación determinada que aún no es de conocimiento público.

Por este motivo, la persona que utiliza información privilegiada para obtener un beneficio propio está robando a los accionistas de la empresa en cuestión, está robando un valioso activo de la empresa y obteniendo con él ganancias patrimoniales o evitando pérdidas.

3.2. La igualdad de oportunidades

El uso del *insider trading* constituye el quebranto de la igualdad de oportunidades de los diferentes agentes que intervienen en el mercado de títulos valores. Beltrán y Ríos (2002), así como también el Reglamento Interno de Conducta en el Ámbito del Mercado de Valores del Instituto de Crédito Oficial⁹, explican que “Se considerará información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado de valores” y cómo la mencionada información relevante ha de estar a disposición de todos los agentes que operan en el mercado de valores para que actúen en igualdad de oportunidades de inversión.

3.3. La confianza en el mercado financiero

Al igual que en el caso del argumento de igualdad de oportunidades, no son pocas las ocasiones en las que hemos comentado en este análisis cómo el uso indebido de información privilegiada daña al mercado y produce, en primer lugar, una reducción de

⁹ Reglamento Interno de Conducta en el Ámbito del Mercado de Valores del Instituto de Crédito Oficial, texto aprobado por el Consejo General de 22 de febrero de 2017.

Su apartado 6 dispone:

“Se considerará información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adoptar decisiones de inversión respecto de valores o instrumentos financieros, instrumentos y, por tanto, pueda influir de forma sensible en su precio o valor de cotización en un mercado regulado, SMN o SOC”.

su tamaño ya que se reducen los agentes y con ello la liquidez y las personas que soportan el riesgo del mercado. En consecuencia, la reducción de liquidez produce una disminución del número de transacciones en el mercado de valores. En segundo lugar, un aumento de costes de transacción ya que, para evitar incurrir en pérdidas en un futuro, los inversores exigen una mayor diferencia de precios entre compra y venta. Todo ello se traduce en un grave perjuicio en el funcionamiento de los mercados de valores.

3.4. El deber de fidelidad

El deber de fidelidad afecta a los empleados de las empresas, que tienen un especial deber de fidelidad hacia los dueños de las mismas. El empleado recibe una contraprestación por su trabajo a la que hace frente el empresario y si además de ella percibe el beneficio resultado de la negociación con información privilegiada estará percibiendo una doble retribución, toda ella a cuenta del empresario que será no solo injusta sino excesiva.

En nuestra Ley del Mercado de Valores (LMV)¹⁰ y Ley de Sociedades Anónimas (LSA) encontramos varios artículos referidos al deber de fidelidad que obligan a la

¹⁰ Ley 9/1991, de 22 de marzo, por la que se modifican determinados artículos de la Ley 25/1983, de 26 de diciembre, de Incompatibilidades de Altos Cargos; de la Ley 7/1985, de 2 de abril, reguladora de las Bases del Régimen Local; de la Ley de Contratos del Estado, y de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

El artículo 81 de esta ley dispone:

“1. Todas las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general cualquiera que por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones posea datos o informaciones relativos a los mismos, deberán salvaguardar dichos datos e informaciones, sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales o administrativas en los términos previstos en ésta o en otras leyes. En particular, impedirán que tales datos o informaciones puedan ser objeto de utilización abusiva o desleal, denunciarán los casos en que ello hubiera tenido lugar y tomarán de inmediato las medidas necesarias para prevenir, evitar y, en su caso, corregir las consecuencias que de ello pudieran derivarse.

2. Todo el que disponga de alguna información privilegiada deberá abstenerse de ejecutar, por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, las conductas siguientes: a) Preparar o realizar cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a que la información se refiera. b) Comunicar dicha información a terceros, salvo en ejercicio normal de su trabajo, profesión, cargo o funciones. c) Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores o que haga que otro los adquiera o ceda, basándose en dicha información.

conducta ética en el uso de la información confidencial y privilegiada. Nos parecen especialmente interesantes el artículo 81, que se refiere al deber de salvaguardia o discreción e impone el deber de abstención o pasividad, y el artículo 127 quáter de la LSA que recoge el deber de secreto o silencio.

3.4.1. El artículo 81 LMV establece el deber de salvaguardia o discreción

El artículo 81 de la LMV en su primer párrafo recoge la obligación que tienen todas las personas poseedoras de información privilegiada por su cargo o funciones que desempeñan en las entidades emisoras de la misma de salvaguardar dicha información sin perjuicio de sus obligaciones de comunicación y colaboración con las autoridades pertinentes. Concretamente, han de procurar impedir que los datos e información privilegiada se utilicen de forma abusiva y desleal y, en caso de que ello ocurra, denunciarlo y tomar toda medida necesaria para prevenir y evitar sus consecuencias.

3.4.2. El artículo 81 LMV impone el deber de abstención o pasividad

El párrafo segundo de este artículo impide a todo aquel que esté en poder de información privilegiada, la ejecución por cuenta propia, ajena, directa o indirecta, de determinadas conductas. Estas conductas son: (i) llevar a cabo cualquier operación en el mercado de valores que afecte a los valores sobre los que se dispone la información privilegiada, (ii) comunicar la información a terceros y (iii) recomendar al adquisición o enajenación de valores a un tercero o recomendar a un tercero que a su vez recomiende a otra persona la adquisición o enajenación de valores a los que se refiere la información privilegiada que se posea.

3. A los efectos de la presente Ley se entiende por información privilegiada toda información de carácter concreto, que se refiera a uno o varios emisores de valores o a uno o varios valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría o habría podido influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores”.

3.4.3. El artículo 127 quáter LSA establece el deber de secreto o silencio

El artículo 127 quáter de la LSA¹¹ recoge el deber de secreto o silencio cuando dispone que los administradores están obligados a guardar silencio respecto de toda información confidencial aun cuando hayan cesado en sus funciones. Además, establece que los administradores han de impedir que la información privilegiada sea transmitida a terceros o se constituya como objeto de divulgación si ello producirá consecuencias negativas en cuanto a lo que el interés social se refiere.

3.5. Ética Institucional/Empresarial

Dentro de la cultura organizacional de la empresa, parece fundamental no solo disminuir sino prevenir el *insider trading*, para lo que las empresas se valen de herramientas y mecanismos de gobierno corporativo.

El tema que al gobierno corporativo de una empresa le preocupa es el desarrollo y mantenimiento de una red de relaciones empresariales estables y prolongadas en el tiempo, salvaguardada de los comportamientos oportunistas de los diferentes agentes. El problema y la pregunta que se hacen los gobiernos corporativos es cómo el triángulo de agentes (gestores, consejo de administración y propietarios), con sus diferentes intereses,

¹¹ 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.

El artículo 127 quáter de esta ley dispone:

“1. Los administradores, aun después de cesar en sus funciones, deberán guardar secreto de las informaciones de carácter confidencial, estando obligados a guardar reserva de las informaciones, datos, informes o antecedentes que conozcan como consecuencia del ejercicio del cargo, sin que las mismas puedan ser comunicadas a terceros o ser objeto de divulgación cuando pudiera tener consecuencias perjudiciales para el interés social.

Se exceptúan del deber a que se refiere el párrafo anterior los supuestos en que las leyes permitan su comunicación o divulgación a tercero o que, en su caso, sean requeridos o hayan de remitir a las respectivas autoridades de supervisión, en cuyo caso la cesión de información deberá ajustarse a lo dispuesto por las leyes.

2. Cuando el administrador sea persona jurídica, el deber de secreto recaerá sobre el representante de ésta, sin perjuicio del cumplimiento de la obligación que tengan de informar a aquélla”.

pueden alinear sus expectativas y de esa manera lograr el fortalecimiento y bien global de la empresa (Rico, 2014).

En este sentido, hay varios elementos clave para el control del *insider trading* dentro de las empresas como a continuación detallamos.

3.5.1. Sistemas de remuneración y nombramiento

Debido al papel fundamental que el liderazgo y la ética corporativa juegan en la calidad de los gobiernos corporativos de las empresas, son fundamentales las notas de transparencia y estructura del sistema de remuneración de los altos directivos. De esta manera, y tal y como Jordan (1999) expone, es vital la transparencia en aras de evitar que se acuda al *insider trading*, en el salario, retribuciones con acciones y beneficios a empleados.

3.5.2. Tamaño e independencia de los Consejos de Administración

El segundo factor fundamental a la hora de evitar las prácticas del *insider trading* es el tamaño del Consejo de Administración. Tal y como explican Berger y Young (1997), los extremos en tamaño, es decir, un Consejo muy grande o muy pequeño, llevan a una mayor tendencia de incurrir en *insider trading*. Si se trata de un Consejo demasiado grande, el control que se ejerce sobre él y sus flujos de información será mínimo y si es un Consejo demasiado pequeño, hay mayor facilidad para que los consejeros y directivos alineen sus intereses y se vean tentados por los beneficios del *insider trading*.

3.5.3. Comités de auditoría y auditorías externas

A pesar de que las auditorías externas no son un mecanismo de gobierno corporativo puesto que no forman parte de la propia empresa, juegan un papel muy importante en la lucha contra el *insider trading*.

Al igual que la auditoría externa, los comités internos de auditoría son una herramienta básica en la documentación de información y formalización de la misma, erigiéndose como un mecanismo de control básico e indispensable en toda empresa.

No obstante, es una moneda que presenta las dos caras ya que, a su vez, la auditoría externa y los comités de auditoría pueden facilitar la transmisión de información y práctica de *insider trading* en la empresa, debido y como resultado de su actividad de revisión y evaluación, pasando por manos de numerosos agentes dentro de las empresas y divulgando información indebidamente.

En consecuencia, observamos como un gobierno corporativo riguroso y exigente en cada una de las empresas no solo impediría el tratamiento indebido de información privilegiada dentro de las organizaciones sino entre todo el sistema en su conjunto.

4. DESARROLLO ACTUAL DEL *INSIDER TRADING*

En cuanto a lo que se refiere al desarrollo del *insider trading*, en la actualidad se está produciendo el surgimiento de teorías a favor de esta práctica. Lo que hoy en día se debate es si cuando una persona obtiene una información privilegiada (los ya mencionados *insiders* a lo largo del presente trabajo) ha de permitirse o no, directa o indirectamente, el uso de dicha información para el propio beneficio del *insider*.

Si bien ya hemos desarrollado a lo largo de este estudio que la persona estaría engañando a la persona en perjuicio de quien realiza la operación (por ejemplo, si compra acciones engañaría al vendedor ya que conoce información que el vendedor desconoce) y por tanto ha de prohibirse el *insider trading*, hoy en día esta visión se discute e incluso es refutada por teorías que defienden el uso del *insider trading*. Esta nueva perspectiva evidencia que la respuesta ante el uso de información privilegiada no es tan fácil ni directa como prohibir el uso de la misma, sino que hay que tomar en consideración otros factores otros factores que están en juego para quien incurre en *insider trading* (Reggiardo y Ugarte, 1997).

En primer lugar, el *insider* asume riesgos en la transacción ya que si bien se cree que lo más seguro es que obtenga ganancias en la operación, la realidad es que para obtener las mencionadas ganancias, ha de anticiparse al mercado. En segundo lugar, si algo caracteriza al mercado es la incertidumbre en la manera en que reacciona ante nuevas informaciones, además de la siempre presente posibilidad de que suceda un evento de cualquier otra índole que produzca que el precio del título no se comporte como el *insider* o el resto de los agentes esperan. De esta forma se evidencia como las ganancias para el *insider* no están en absoluto garantizadas, sino que están sujetas a los mismos riesgos que cualquier tercero que opera en el mercado. En tercer lugar, cuando el *insider* lleva a cabo una transacción (de compra o venta) hay otro agente involucrado (quien le vende o compra al *insider*) que observa un beneficio en la transacción, pues de otra forma no la llevaría a término. Dicho de otra forma, la persona que opera con el *insider* cree poseer información que el *insider* no tiene y, por tanto, de igual modo, intenta engañar al *insider*. Esto se debe a que todas las personas disponemos de información personal privilegiada

que proviene de nuestra experiencia y hace que cada uno de los agentes que operan del mercado valoren e interpreten los datos de forma notablemente distinta haciendo que lo que para uno puede ser positivo para otro sea negativo. No obstante, y ante esto, nadie afirma que todos los agentes tengan información privilegiada y se beneficien de ella a la hora de operar en el mercado bursátil. En cuarto lugar y por último, como defiende Rothbard (1970) en su obra, los *insiders* dan información al mercado cuando llevan a cabo sus transacciones y esta información llega antes al mismo gracias a ellos, haciendo posible de esta manera que el precio de los títulos se aproxime más rápidamente a su valor real (Herrera, 2013).

Esta actual visión que defiende el *insider trading* se ha concretado en el surgimiento de diversas teorías a favor del mismo y en contra de su regulación.

4.1. Teoría de la información

Esta teoría tiene como eje principal el ya mencionado argumento de que el *insider trading* es un mecanismo eficaz e importante para transmitir información relevante al mercado, que una vez divulgada se reflejará en el precio de los títulos. Esta teoría defiende que con ello se obtiene una maximización de beneficios sociales en tanto en cuanto la información que el *insider* aporta al mercado no ha de buscarse y por tanto se ahorran los costes que ello conllevaría. Además, porque el precio del título se acerca de manera progresiva a su precio real al incorporar la información del *insider*, de igual forma que hubiera ocurrido si se hubiera divulgado y hecho pública la información privilegiada, pero sin conmocionar al mercado.

Macey (1991) en su estudio defiende que la prohibición de realizar transacciones a los *insiders* con información privilegiada “representa un despilfarro de recursos sociales” ya que, argumenta, se habrán de emplear “multitud de recursos y energías” para obtener y procesar una información que los *insiders* ya tienen y han obtenido a un coste infinitamente menor.

En el mismo sentido, defensores de esta teoría como Easterbrook y Posner (1996) señalan que permitir a los *insiders* actuar libremente es la mejor forma de dotar de agilidad a la línea de información dentro de los mercados bursátiles y que solo permitiendo su libre actuación se logrará la minimización del coste de obtener información sobre los títulos que operan en dichos mercados.

4.2. Teoría de la compensación

La segunda teoría que apoya el uso de información privilegiada sostiene que el *insider trading* no es más que una forma de compensar y retribuir el éxito de la administración de la empresa por parte del *insider*. Además, defienden que supone un gran incentivo para que los objetivos de los *shareholders* y de los administradores de la empresa estén alineados ya que ambos obtendrán un gran beneficio a la hora de invertir en acciones de su firma. De esta manera, si los administradores localizan oportunidades de negocio para la empresa no solo obtendrán un mejor rendimiento que se traducirá en mejora del precio de cotización de los títulos en beneficio de los accionistas, sino que también podrán comprar acciones antes de llevar a cabo la oportunidad de negocio para posteriormente venderlas y ganar la diferencia, pues al fin y al cabo ésta se ha debido a su buena gestión (Coffee, Klein y Partnoy, 2010).

Esta teoría argumenta a su vez la mayor facilidad que este tipo de operaciones logra a la hora de obtener compensaciones frente al tradicional método de pedir aprobaciones, negociar compensaciones con los accionistas, etc. Además, defienden que no siempre se generan ganancias ya que de igual modo que se retribuye a los administradores si la gestión es positiva, se les castiga si es negativa pues en caso de obtener pérdidas la empresa y sus accionistas por una mala administración, los administradores incurrirán en las mismas pérdidas proporcionalmente con su patrimonio personal invertido (Payet, 1996).

5. CASOS ACTUALES

Una vez enunciado el marco teórico y analizados los aspectos más relevantes del *insider trading*, consideramos relevante mostrar su manifestación práctica con varios ejemplos de casos reales. En primer lugar, trataremos casos acontecidos en nuestro país, haciendo un recorrido desde la primera sanción impuesta en España por este concepto hasta los casos más relevantes y sonados a día de hoy. Posteriormente trataremos de forma más resumida casos acontecidos en Estados Unidos pues, al ser el primer lugar en el que esta práctica surgió hay una gran e interesante casuística. Por último y con el objeto de someter a comparación el tratamiento que los casos obtienen en España y Estados Unidos, analizaremos un caso que afecta a ambos países.

5.1. En España

En nuestro país se produjo el primer caso, así como su sanción, por *insider trading* en 1992, cuando el director de administración de la empresa Dragados y Construcciones, Luis Baltanás, obtuvo una ganancia de 25 millones de pesetas gracias a una operación bursátil que había realizado en 1990 y en la que utilizó información interna y privilegiada de la compañía. Se abrió expediente contra Baltanás en 1990 pero no fue hasta 1992 que la Comisión Nacional del Mercado de Valores pudo cerrarlo ya que hubo de mediar el Ministerio de Economía para imponer la sanción debido a la gravedad del caso. El caso se fundó en la existencia de documentos oficiales acreditativos de la adquisición que Baltanás había realizado, mediante una sociedad propia denominada Luvic, S.A., de acciones de la empresa Construcción y Aplicaciones S.A. (CAE) tres semanas antes de que Dragados llevara a cabo una oferta pública de adquisición por el 100% de CAE. Tras la apertura del expediente y la mediación del Ministerio de Economía, se aprobó la sanción de una multa por valor de 75 millones de pesetas a Luis Baltanás.

Pasando a analizar casos más actuales por orden cronológico, el caso más actual más relevante se produjo en 2002: El caso Tabacalera. Pese a presentarse la querrela que desveló el caso en 2002, las transacciones que dieron como resultado dicha querrela se produjeron en 1997. El que por entonces era el presidente ejecutivo de Telefónica S.A.

César Alierta llevó a cabo una compra de acciones de la compañía Tabacalera (la actual Altadis tras la fusión con Seita en 1999) junto con su mujer Ana Cristina Placer y su sobrino Luis Javier Placer. Realizaron la compra ya que Alierta, como presidente ejecutivo de Telefónica, disponía de información confidencial y privilegiada sobre la adquisición que Tabacalera iba a realizar en un futuro cercano de la compañía de tabacos estadounidense Havatampa, La adquisición de Havatampa elevó enormemente el valor de las acciones que había comprado y por ello obtuvieron un beneficio de 1,86 millones de euros. Este beneficio lo justificaron con la supuesta venta de la empresa de inversiones de Alierta y su mujer, llamada Creaciones Baluarte, a su sobrino, quien según se investigó era imposible que tuviera fondos para comprar la empresa. No fue hasta 2002 que, como hemos mencionado, la Asociación de Consumidores y Usuarios de Servicios Generales de Banca y Bolsa (AUGE), presentó una querrela contra el matrimonio Alierta y su sobrino por *insider trading* y prevaricación. Dicha querrela fue admitida en 2003 pero se declara que no se hizo uso de información privilegiada y se atribuye a la Fiscalía Anticorrupción el caso. Tras mediar en el caso numerosas influencias políticas, en 2007 AUGE retira su acusación por lo que tan solo permanece la de la Fiscalía Anticorrupción. En 2009 se dicta sentencia tras volver a ser acusados por la fiscalía en concepto de *insider trading*, en la que se considera probado el uso de información privilegiada pero se acepta la prescripción del delito y son absueltos de la acusación.

En el 2006, en los momentos previos al estallido de la burbuja inmobiliaria y detonante de la crisis financiera, se produjo el “Caso Parquesol”. En este caso, Francisco Garriga Miró utilizó información privilegiada que su amigo Jose Luis Zanetti le había proporcionado sobre la oferta pública de adquisición (en concreto sobre el precio final de la OPA) que el grupo constructor San José iba a realizar sobre la inmobiliaria Parquesol. Zanetti disponía de esta información pues en esos momentos era el director de la financiera Eurohypo AG, que fue la encargada de financiar la operación y además por su gran amistad con Jacinto Rey, que era el presidente del grupo constructor San José. Gracias a la compra de títulos que Garriga Miró realizó cuando disponía de esta información, obtuvo un beneficio de 2,2 millones de euros. Como resultado de la investigación de la CNMV, José Luis Zanetty fue condenado a 4 años de prisión por facilitar a Garriga Miró información privilegiada sobre el precio de las acciones de la

operación así como por un delito de blanqueo de capitales en 2006 y Garriga Miró fue multado en 2017, tras una investigación exhaustiva sobre el caso, con 4,4 millones de euros por llevar a cabo la operación disponiendo de información privilegiada.

Ante la reciente venta del Banco Popular al Santander, en 2017, se están investigando posibles manipulaciones del mercado gracias a la mediación de información privilegiada en los días anteriores a la operación que tuvo lugar el 7 de junio, sin descartarse que fueran autoridades o funcionarios públicos quienes pudieran haber incurrido en *insider trading*. La investigación se produjo a petición del Banco Central Europeo (BCE), que instó a la justicia y supervisores bursátiles españoles a indagar sobre la existencia de información privilegiada y la razón por la que se produjo la fuga de depósitos bancarios, que sufrieron retiradas masivas los días previos a la operación. Cabe destacar curiosamente cómo entre los que retiraron sus depósitos están presentes numerosos gobiernos regionales y ayuntamientos. No obstante, hasta el día de hoy no se han publicado resultados de esta investigación.

El año pasado, en 2018, se produjo el Caso Borrell. El actual ministro de asuntos exteriores, Josep Borrell, fue sancionado por la CNMV con una multa de 30.000 euros ya que su mujer, Carolina Mayeur, llevó a cabo la venta de 10.000 acciones de Abengoa obteniendo un beneficio de 9.030 euros en 2015, año en el que Borrell era consejero de Abengoa. Por su condición de consejero, Borrell poseía información privilegiada que utilizó para encomendar a su mujer que vendiera sus títulos. Abengoa se encontraba en el 2015 en un momento crítico y estaba realizando una ampliación de capital con el objetivo de salvar su mala situación financiera. En ese contexto, Borrell, tan solo dos días antes de la presentación del precurso de acreedores de Abengoa, vendió las acciones (indirectamente con la ayuda de su mujer) con el evidente objetivo de reducir sus pérdidas tras conocerse públicamente la solicitud de suspensión de pagos de Abengoa.

5.2. En Estados Unidos

Los dos casos más importantes de *insider trading* en Wall Street fueron el caso de Robert Foster Winans y el de Ivan Boesky, que sentaron jurisprudencia para todos los

casos venideros. Robert Foster Winans era un periodista norteamericano que tenía una columna en el Wall Street Journal: *Head on The Street*, y gran influencia entre sus lectores. Winans, en 1982, vio en su columna una gran oportunidad de obtener ganancias económicas filtrando información privilegiada sobre los contenidos de su columna a un tercero, Peter N. Brand, que era bróker en un conocido banco de inversor. Brand negociaba con acciones en el mercado de valores utilizando la información privada facilitada por Winans y con ello, ambos obtenían elevados beneficios económicos que se elevaron a 31.000 dólares de entonces. Por estos hechos, tanto Winans como Brand fueron condenados en 1985 por un delito de *insider trading* y hubieron de cumplir nueve meses en prisión.

Ivan Boesky, conocido como el “*The King of Wall Street*” era conocido por su capacidad de prever las adquisiciones que las empresas realizarían, lo que le convirtió rápidamente en uno de los más ricos y famosos brokers de Wall Street. Fue en 1986 cuando fue condenado a 3 años de prisión por un delito de *insider trading* tras ser descubierto obteniendo información de empleados de las empresas con las que operaba. Tras negociar con las autoridades, logró rebajar su pena de prisión a seis meses pagando una fianza de 100 millones de dólares, junto con la liquidación de su agencia y la prohibición vital del ejercicio financiero.

5.3. Comparación España y Estados Unidos

A la hora de realizar una comparación entre el tratamiento que en la actualidad y la práctica recibe el *insider trading* en España y en Estados Unidos, parece conveniente analizar un mismo caso que involucre a ambos países.

En este sentido, concluiremos el apartado de casos actuales con el Caso Cañas, que dividiremos en dos instancias: en primer lugar, la absolución de Cedric Cañas por parte de la Audiencia Nacional en España y en segundo lugar, la posterior acusación de Cañas por parte de Estados Unidos tras ser absuelto en España. Cedric Cañas era el antiguo asesor ejecutivo del ex consejero delegado del Banco Santander, Alfredo Sáenz. Cañas fue acusado en 2014 de uso de información privilegiada junto con blanqueo de capitales

en el contexto en que el Banco Santander iba a realizar una OPA a favor de la minera británica BHP Billiton sobre la empresa de fertilizantes canadiense Potash, ya que realizó operaciones de compraventa de acciones de Potash por valor de 827.357 euros. Como resultado de su acusación, fue despedido del Banco Santander y, tras ser absuelto, indemnizado con 130.000 euros.

Sin embargo, en 2015 la fiscalía estadounidense presentó dos cargos contra Cañas por obtener un beneficio de 917.239 dólares gracias al *insider trading* y fraude de valores, cada uno de ellos castigado con un máximo de 20 años de cárcel y 5 millones de dólares de multa. No obstante, Cañas está en España y no está detenido en EEUU. Además, todo apunta a la dificultad de que Estados Unidos obtenga su extradición por haber sido ya juzgado en España por el mismo caso.

6. CONCLUSIÓN

En sintonía con el desarrollo histórico de los mercados bursátiles y el surgimiento de instrumentos financieros, la picaresca que caracteriza al ser humano lleva a que a su vez se desarrollen prácticas oportunistas que busquen obtener un beneficio del mercado, que cada vez son más discretas e indetectables. En este sentido, el *insider trading* es una figura que no hace sino evolucionar y que provoca, como hemos analizado a lo largo del presente trabajo, graves perjuicios en la totalidad de los agentes de los mercados financieros que revierten a su vez en la sociedad en general. Además, como hemos definido de acuerdo con lo que Prat y Arroyo sostienen, una visión ética de las finanzas critica duramente el uso de información privilegiada pues con su carácter de robo y su incumplimiento del deber de fidelidad, daña la igualdad de oportunidades y la confianza que han de caracterizar el mercado financiero.

En aras de evitar y restringir este fenómeno, hemos definido mecanismos para la prevención y censura de estas prácticas que radican en los elementos de control dentro de las propias empresas, como son el control de: la remuneración y los nombramientos, el tamaño de los consejos de administración y las auditorías que han de llevarse a cabo tanto interna como externamente. Además de estos mecanismos ya existentes, a la hora de establecer la vertiente ética del concepto de *insider trading*, y a modo de conclusión de nuestro análisis, proponemos ciertos cambios que consideramos necesarios para reducir notablemente e incluso evitar el *insider trading*. Podemos agrupar estos cambios en políticos y empresariales, así como también en cambios éticos, de los que nos ocuparemos al final de la conclusión para cerrar este trabajo.

Por una parte y en cuanto a los cambios políticos, creemos que existe una fina línea entre la política y el sistema financiero ya que la regulación financiera requiere del gobierno para una mejor gestión, responsabilidad y control. Así, la necesidad de que los políticos estén interesados e implicados totalmente en una legislación clara en materia de *insider trading* y la responsabilidad de terceros como gestores e intermediarios. Además, parece necesaria una mayor facilidad para la constitución de comisiones parlamentarias que investiguen, junto a la CNMV, actuaciones irregulares. Por otra parte, refiriéndonos

a los cambios empresariales, detectamos cuatro cuestiones fundamentales: la concentración empresarial como son los monopolios, que facilitan las prácticas irregulares; la competencia que por tanto hay que fortalecer y defender; la defensa de los accionistas minoritarios de las empresas en términos de información y control; la independencia de los consejeros; y la rigurosidad de los códigos y procedimientos de conducta. Además, cabe destacar la importancia de la rigurosidad en la sanción a nivel interno en las empresas en caso de detección de un uso o intento de uso ilegal de información privilegiada. Todo ello consideramos debería estar acompañado de un organismo supervisor competente, riguroso, inflexible y fuerte en la organización corporativa de cada una de las empresas.

Podemos concluir que hemos logrado los objetivos específicos en los que descompusimos nuestro objetivo principal de analizar la evolución y vertiente ética del *insider trading*. Así, se ha definido el concepto y comprendido el alcance del uso de información privilegiada, se ha determinado la tipología de *insider trading*, se ha analizado su evolución conceptual y legal en las regiones geográficas en las que tiene más relevancia y nos resultaban más interesantes para nuestro trabajo. Además, se ha logrado comprender la vertiente ética del *insider trading* y lo que incurrir en un delito de este tipo conlleva a nivel personal y para el resto de agentes del mercado, y se ha aportado una visión actual y casos reales de *insider trading*.

Con todo, una regulación dotada de la flexibilidad acorde a las circunstancias y necesidades de cada mercado, que pueda ser fácilmente internalizada por cada una de las empresas que lo integran permitirá otorgar la protección debida a los inversores. Con ello, se logrará la transparencia y equidad que ha de caracterizar a cada mercado y a cada uno de los títulos que no conforman.

Tras efectuar el análisis del *insider trading* que hemos llevado a cabo con este trabajo, nos parece muy conveniente mencionar la relevancia que tiene el uso de las tecnologías que analizan grandes volúmenes de datos (*Big Data*) para detectar estas conductas. Como hemos ejemplificado previamente, si ocurre que la mayoría de los agentes en el mercado bursátil están comprando un título y en el contexto de esta

tendencia un agente interno y de alto cargo de la entidad emisora vende un volumen significativo del título de en cuestión, se podría estar incurriendo en *insider trading*. Parece que esta conducta podría ser un claro indicador del uso de información privilegiada y para detección la tecnología de análisis de datos o *Big Data* sería de gran ayuda. Esta tecnología ya está siendo utilizada para detectar conductas que permitan identificar a potenciales delincuentes antes de que comentan delitos por los departamentos de policía de numerosas ciudades del mundo (como por ejemplo Washington D.C., Los Ángeles o Nueva York en Estados Unidos, y Berlín y Londres en Europa) pues incorporan a la información públicamente disponible los datos de las autoridades locales y la información proveniente de las oficinas de inteligencia, detectando los problemas y evitando que surjan. Esto mismo podría realizarse en el contexto de las operaciones bursátiles, adaptando por supuesto las fuentes de la información y el procesamiento la misma, con el objetivo de evitar el *insider trading* o, e su defecto, obtener pruebas fehacientes de que se ha cometido un delito de tráfico de información privilegiada.

Sobre este aspecto se han pronunciado Pérez y Badía (2014) al analizar el informe de la Fundación Telefónica sobre la sociedad de la información en España, afirmando que ya se han digitalizado muchas actividades económicas pero que en la actualidad se observa una gran innovación en cuanto a elementos tecnológicos que podrían tener importantes efectos. Describen la “proliferación” de sensores que analizan y recogen datos a tiempo real que, mediante técnicas *Big Data*, podrían ser de gran utilidad en el entorno bursátil. Sobre el mismo estudio de la Fundación Telefónica se pronuncia Davenport (2014) destacando los grandes beneficios a nivel económico y empresarial que puede suponer el análisis de datos mediante *Big Data*.

Por último y para concluir este trabajo, nos gustaría recalcar la vertiente ética del *insider trading* pues afecta al entorno financiero, económico y social en general. En materia financiera y respecto del uso de información privilegiada, la avaricia y el egoísmo individual son vías de acceso directo a conflictos de intereses que van en contra del régimen ético establecido por la sociedad. Para evitar estos conflictos de intereses, los agentes individuales han de equilibrar la avaricia y egoísmo individual y el régimen ético

a la hora de llevar a cabo todas sus actividades profesionales. De esta forma, el profesional de las finanzas ha de responsabilizarse de las conductas corruptas y concienciar al resto de profesionales, pues el desarrollo de sus funciones le confiere una obligación de compromiso social en la medida en que estas funciones han de asegurar que la economía dé frutos y lleve al progreso y bienestar social. El bien común es el fin que ha de perseguir una economía ética y conocedora de moralidades y para ello ha de valerse de herramientas como son la imparcialidad, el equilibrio y la justicia financiera.

En definitiva, las cuestiones éticas no han de plantearse como un fin en sí mismo sino como un medio, una forma de vivir y de comportarse que asegura el bienestar social y la coexistencia social óptima de la sociedad cuyos individuos efectúan sus actividades diarias respetando los principios y valores morales individuales. Para llegar a una sociedad íntegra, recta e incorrupta en la que los rendimientos, producción y ventura social se multiplica, los individuos han de tener como pilar fundamental de su comportamiento un modo de ser moral y ético. Por todo ello, un profesional de las finanzas tiene como responsabilidad inherente a su cargo fomentar la confianza financiera para, tal y como mantiene el axioma financiero que tratamos en la introducción, asegurar la estabilidad del sistema económico y financiero. Al fin y al cabo, se trata, como Immanuel Kant formulaba, de reparar sobre el efecto que tendrían nuestras acciones si todas las personas actuaran de igual modo.

“Actúese tan sólo sobre la base de aquella máxima según la cual, aquello que se haga, deberá convertirse en una ley universal”

- Immanuel Kant

BIBLIOGRAFÍA

Obras doctrinales

- Arévalo, A.R. (2013). Cómo hacer un trabajo de investigación. *Revista Médica La Paz*, 19 (1).
- Arroyo, A.M. y Vaquero, E. (2005). La ética en el uso de la información privilegiada. Universidad Pontificia Comillas, *Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, (64), pp. 225-250.
- Astarita, M.J. (2000). Insider trading: legal vs. illegal. *SEC Law of the Financial Markets*, 4, pp. 13-57.
- Baesel, J. y Stein, G.R. (1979). The value of information, inferences from the profitability of insider trading. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14 (3), pp. 553-571.
- Beltrán, L.C. y Ríos, M. (2002). Las obligaciones de información sobre hechos relevantes y sobre transacciones con personas vinculadas en el proyecto de ley financiera. *Actualidad Jurídica Uría y Menéndez*, (3), pp. 39-48.
- Benston, G.J. (2002). Enron: What happened and what we can learn from it. *Journal of Accounting and Public Policy*, 21 (2), pp.105-127.
- Berger, A.N. y De Young, R. (1997). Problem loans and costs efficiency in commercial banks. *Journal of Banking and Finance*, 21, pp. 849-870.
- Del Brío, E. (2006). Medición del insider trading en el mercado de valores español. *Revista española de financiación y contabilidad*, 35 (128), pp. 115-136.
- Cheeseman, H.R. (2006). *Essentials of Business and Online Commerce Law*. California, United States of America: Pearson Education.
- Coffee, J.C., Klein, W.A. y Partnoy, F. (2010). *Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles (Concepts and Insights)*. New York, United States of America: Thomson Reuters Foundation Press.
- Cortina, A. (2005). *Ética de la empresa*. Madrid: Trotta.
- Davenport. (2014). *Big Data at Work*. Boston, United States of America: Harvard Business School Publishing.
- Dolpogolov, A. y Stanislav, D. (2008). Insider trading. *Concise Encyclopedia of Economics*, 3, pp. 103-125.

- EasterBrook, F. y Posner, R.A. (1996). *Antitrust: Cases, Economic Notes and Other Materials*. Washington D.C., United States of America: West Group Editorial.
- Gaillard, E. (Ed.). (1992). *Insider trading, The Laws of Europe, United States and Japan*. Boston, United States of America: Kluwer Law and Taxation Publishers.
- Harris, L. (2003). Insider Trading. *Oxford Press: Trading & Exchanges*, 29, pp. 39-56.
- Hartman, L.P., DesJardins, J. y MacDonald, C. (2014). *Business Ethics: Decision Making for Personal Integrity and Social Responsibility*. Chicago, United States of America: McGraw-Hill.
- Herrera, F. (2013). Una solución de libre mercado al insider trading. *X Harvard Course in Law and Economics*, 10, pp. 3
- Jordan, J. (1999). Bank managers' opportunistic trading of the firms' shares. *Financial Management*, 28 (4), pp. 36-51.
- Krawiec, K.D. (2001). Fairness, efficiency, and insider trading: deconstructing the coin of the realm in the information age. *Northwestern University School of Law*, 95 (2), pp. 443-503.
- López Barja de Quiroga, J. (1993). El insider trading. *Anuario de Derecho Penal y Ciencias Penales*, (3), pp. 1031-1060.
- Madura, J. y Wiant, K. (1995). Information content of bank insider trading. *Applied Financial Economics*, 5 (5), pp. 219-227.
- Macey, J.R. (1991). *Insider trading: Economics, Politics and Policy*. Washington D.C., United States of America: The AEI Press Publisher for the American Enterprise Institute.
- Millán, J. (2002). Repercusiones del caso Enron en los mercados de valores y en el mundo de los negocios. *Revista Contaduría y Administración*, (207), pp. 13-25.
- Monroy, A. (2006). *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*. Madrid, España: Dykinson.
- Otto. (1994). *Der Mißbrauch von Insiderinformationen*. Alemania, p.450.
- Payet, J.A. (1996). El mercado de valores y la protección a los inversionistas. *Ius et Veritas*, 12, pp. 69-79.
- Pérez, J., y Badía, E. (2014). *El debate sobre la privacidad y seguridad en la red: Regulación y mercados*. Barcelona, España: Fundación Telefonica-Ariel.

- Ramírez, G. y Yung, K. (2000). Firm reputation and insider trading: The investment banking industry. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 39 (3), pp. 49-67.
- Prat, M. y Arroyo, A.M. (2001). *Ética Financiera*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas.
- Reggiardo, D. y Ugarte, M. (1997). La transparencia del mercado y el insider trading. *Themis*, (35), pp. 273-274.
- Rico, C.O. (2014). Insider trading y el rol del gobierno corporativo. *Activos*, 12 (22), pp. 25-37.
- Rothbard, M.N. (1970). *Poder y mercado: El gobierno y la economía*. Guatemala, Guatemala: Unión Editorial.
- Slovin, M., Sushka, M. y Polonchek, J. (1991). Restructuring transactions by bank holding companies: The valuation effects of sale-and-leasebacks and divestitures. *Journal of Banking and Finance*, 15 (2), pp. 237-255.
- Zunzunegui, F. (2006). ¿Qué es el insider trading?. *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, pp. 1-2.
- Zurita, J., Martínez, J.F. y Rodríguez, F. (2009). La crisis financiera y económica del 2008: Origen y consecuencias en los Estados Unidos y México. *El cotidiano*, (157), pp. 17-27.

Legislación

- Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.
- Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado).
- Ley 9/1991, de 22 de marzo, por la que se modifican determinados artículos de la Ley 25/1983, de 26 de diciembre, de Incompatibilidades de Altos Cargos; de la Ley 7/1985, de 2 de abril, reguladora de las Bases del Régimen Local; de la Ley de Contratos del Estado, y de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. «BOE» núm. 74, de 27/03/1991.
- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. «BOE» núm. 181, de 29/07/1988.

Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado), de 1 de junio de 2001.

Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. «BOE» núm. 310, de 27/12/1989.

Reglamento Interno de Conducta en el Ámbito del Mercado de Valores del Instituto de Crédito Oficial, texto aprobado por el Consejo General de 22 de febrero de 2017.