



FACULTAD DE DERECHO

IMPACTO DEL PROCESO DE INTEGRACIÓN EUROPEA EN LOS SISTEMAS DE CONTROL DE ABUSO DE MERCADO

Autor: Lourdes Menéndez Ramos

5º E3 B

Derecho Mercantil

Tutor: Ignacio Ramos Villar

Madrid
Abril, 2017

RESUMEN EJECUTIVO

La confianza de los inversores es un elemento clave para que el mercado financiero sea eficiente en la asignación de capital a emisores que buscan financiación. Si los inversores desconfían del mercado debido a que determinados agentes operan utilizando información privilegiada, no invertirán. Consecuentemente, se frenará el crecimiento económico de los emisores. Los legisladores comunitarios, conscientes de este problema, han perfeccionado la protección del inversor frente a posibles abusos mediante unas nuevas regulaciones. A través de una exposición de la razón y del contenido del uso de información privilegiada, este Trabajo va a analizar críticamente como el nuevo reglamento amplía considerablemente el ámbito de aplicación objetivo y subjetivo tanto a nivel comunitario como nacional. Asimismo, se contempla como la nueva directiva va a dotar al sistema jurídico comunitario de un marco uniforme en la materia y así potenciar un trato igualitario en la totalidad del mercado común.

Palabras clave: abuso de mercado, uso de información privilegiada, MAR y MAD II

ABSTRACT

The trust of investors is essential to the smooth running of the financial market. Consequently, trust is also essential for the distribution of equity to a range of investment-seeking issuers; where investors suspect dealings based on inside information, they simply will not invest. This, in turn, results in an economic downturn to the detriment of those issuing securities. In order to prevent this problem, European legislators have placed emphasis on improving the protection of investors against such abuse through a strict common regulatory policy. The following study provides a critical analysis into both the causes and the content of insider dealing provisions. In doing so, it assesses how the new regulation has enlarged both the objective and subjective scope of insider dealing in the EU and in Spain. Lastly, it shall also be examined the arrival of a new directive that provides the European legal system with added rules in the area as it will bring further uniformity to the common financial market.

Key words: *market abuse, insider trading, MAR, MAD II*

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. Objetivos.....	1
1.2. Estado de la cuestión	1
1.3. Metodología.....	2
1.4. Plan de trabajo	3
2. MARCO TEÓRICO	4
2.1. Evolución histórica	4
2.2. Debate sobre la idoneidad de esta regulación como método de prevención	6
2.2.1. En contra de la regulación	6
2.2.2. A favor de la regulación	7
2.3. Legislación aplicable vigente hasta la fecha.....	8
2.3.1. Legislación comunitaria	9
2.3.2. Legislación nacional	10
2.4. Consideraciones generales sobre el uso de información privilegiada	10
2.4.1. Información privilegiada	11
2.4.2. Sujetos pasivos	12
2.4.3. Conductas que suponen un abuso de mercado	13
2.4.4. Exenciones.....	13
2.4.5. Sanciones	15
2.4.6. Abuso de información privilegiada en el Derecho Penal	15
2.4.7. Acciones de prevención.....	17
2.5. <i>Insider Trading</i> en Estados Unidos	18
3. MAR: UN NUEVO MARCO PARA EL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	21
3.1. Justificación jurídico-económica de MAR.....	21

3.2.	Aportaciones de MAR al ámbito objetivo del abuso de mercado	22
3.3.	Aportaciones de MAR al ámbito subjetivo del abuso de mercado.....	24
3.4.	Aportación de MAR a la definición de información privilegiada	25
3.5.	Aportación de MAR a la definición de uso de información privilegiada.....	26
3.6.	Aportación de MAR a las prácticas de uso de información privilegiada	28
3.6.1.	Prospecciones de mercado.....	28
3.6.2.	Lista de Iniciados.....	29
3.6.3.	Operaciones de directivos.....	30
3.6.4.	Prevención y detección del abuso de mercado	32
4.	MAD II: UN NUEVO MARCO SANCIONADOR	33
4.1.	Justificación jurídico-económica de MAD II	33
4.2.	Aportación de MAD II al ámbito objetivo de las sanciones penales.....	34
4.3.	Aportación de MAD II al ámbito subjetivo de las sanciones penales	34
4.4.	Aportaciones de MAD II a su aplicación práctica.....	35
5.	CONCLUSIONES	36
6.	BIBLIOGRAFÍA	38
	ANEXO I Crisis Financiera como detonante de MAR	43

LISTADO DE ABREVIATURAS

ART.	Artículo
CEE	Comunidad Económica Europea
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
EEUU	Estados Unidos
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i> (Autoridad Europea del Mercado de Valores)
LMV	Ley de Mercado de Valores
MAD	<i>Market Abuse Directive</i> (Directiva de Abuso de Mercado)
MAD II	<i>Market Abuse Directive II</i> (Directiva de Abuso de Mercado II)
MAR	<i>Market Abuse Regulation</i> (Reglamento de Abuso de Mercado)
OPA	Oferta Pública de Adquisición
SEA	<i>Securities Exchange Act</i>
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SMN	Sistema Multilateral de Negociación
SOC	Sistemas Organizados de Contratación
SOCIMI	Sociedad de Inversión en el Mercado Inmobiliario
STOR	<i>Suspicious Transaction and Order Reporting</i>
TJUE	Tribunal de Justicia de la Unión Europea
UE	Unión Europea

1. INTRODUCCIÓN

1.1.Objetivos

Este trabajo tiene como propósito analizar críticamente los avances de la nueva regulación comunitaria en materia de abuso de mercado y lo que estos supondrán para el sistema jurídico comunitario en general y al sistema jurídico español en particular.

El objetivo general formulado como propósito del trabajo, se concreta en los siguientes objetivos específicos:

- Analizar el desarrollo legislativo a nivel internacional, comunitario y nacional en materia de abuso de mercado.
- Analizar la argumentación de las distintas corrientes doctrinales jurídico-económico sobre la necesidad o justificación de la regulación en esta materia.
- Establecer unas consideraciones generales sobre el concepto de abuso de mercado contenido en la legislación existente hasta la nueva regulación.
- Analizar críticamente los avances del nuevo reglamento en base a la legislación comunitaria y nacional preexistente y los cambios que supondrán para el sistema normativo comunitario y español actual.
- Analizar críticamente los avances de la nueva directiva en base a la legislación comunitaria y nacional preexistente y los cambios que supondrán para el sistema normativo comunitario y español actual.

1.2.Estado de la cuestión

Desde finales del siglo XX hasta la actualidad el mercado financiero ha ido desarrollándose a pasos agigantados. Este crecimiento se ha producido en términos objetivos y geográficos. Comenzando por el primero, los continuos avances tecnológicos producen que constantemente surjan nuevos y cada vez más complejos productos financieros así como nuevas plataformas donde negociar los mismos. En lo que respecta al segundo de los crecimientos, con la globalización, las fronteras de los mercados financieros nacionales se traspasan y se da la oportunidad a los inversores de invertir en un mayor número de mercados y a los emisores de obtener más financiación con un menor coste. Todo estos avances derivan en mercados financieros muy complejos y competitivos.

Ante esta situación, ciertos agentes pueden estar tentados, con el fin de obtener un mayor beneficio, de realizar conductas que perjudican al resto de inversores. Estas

actuaciones se engloban en el concepto de abuso de mercado y incluye conductas tales como el uso de información privilegiada. También conocido como *insider trading*, es una práctica que realiza una persona que posee información privilegiada y que la utiliza para realizar operaciones sobre los instrumentos financieros en los que se basa la información.

El uso de información privilegiada afecta a la liquidez y eficiencia del mercado¹. Este tipo de conductas minoran la confianza del inversor y por tanto la financiación de los emisores. Además como la crisis financiera ha demostrado, las actuaciones del mercado financiero no afectan solo a sus participantes sino que a la sociedad en general.

Ante esta disyuntiva, está demostrado que cuanto más exhaustiva es la regulación más efectiva es en su práctica². Los legisladores comunitarios son conscientes de ello y han publicado Market Abuse Regulation (en adelante, MAR) y Market Abuse Directive II (en adelante, MAD II). Estas dos regulaciones introducen cambios y nuevas provisiones cuya idoneidad va a ser objeto de análisis en el presente Trabajo.

1.3. Metodología

La metodología del presente trabajo se basa principalmente en una revisión de la legislación, la jurisprudencia y la doctrina en materia de abuso de mercado. Todo ello va a permitir llegar a un marco conceptual para poder desarrollar los temas sujetos a análisis. Posteriormente, se procederá a hacer un análisis crítico comparativo de las nuevas regulaciones con respecto de la anterior.

Las fuentes de información académicas utilizadas han sido JSTOR, Westlaw (sobretudo para la jurisprudencia), SSRN, EBSCO, Google Scholar y de manera residual Dialnet. A través de estas se han obtenido unos resultados relacionados con el tema de estudio. Adicionalmente, como fuentes no académicas han sido empleados informes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o de la Autoridad Europea del Mercado de Valores.

En lo que respecta a los criterios de búsqueda, las palabras claves para la búsqueda han sido tales como "*insider trading*", "abuso de mercado", "*insiders*". Una vez encontrados documentos afines al tema, se ha dado mayor importancia a los más recientes sobre aquellos con mayor antigüedad y los autores más citados sobre los que menos. Para la

1 Goshen, Z., Parchomovsky, G. "On Insider Trading, Markets, and "Negative" Property Rights in Information." *Virginia Law Review*, 2001, pp. 1231

2 Bris, A. "Do insider trading laws work?." *European Financial Management*, vol. 11, No. .3, 2005, p. 2

legislación, se ha aplicado la misma preferencia temporal. Para la jurisprudencia, las sentencias de los Tribunales superiores han prevalecido sobre los inferiores.

1.4. Plan de trabajo

Con el fin de conseguir los objetivos expuestos es necesario llevar a cabo el siguiente proceso de investigación:

En primer lugar, para la realización de un marco teórico, será necesario revisar el marco jurídico a nivel comunitario en esta materia que se centra sobretudo en la Directiva 2003/6/CE sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado,³ para luego estudiar como ha sido su implementación de manera particular en la Ley de Mercado de Valores⁴ y normativa complementaria.

Posteriormente, será necesario hacer una revisión de la literatura secundaria (artículos, libros, artículos de prensa). A través de las distintas corrientes doctrinales, se podrá llegar a una mayor comprensión e interpretación crítica de las provisiones normativas.

Para realizar un estudio jurídico completo, es necesario conocer como se ha llevado a cabo la interpretación práctica en la materia, es decir, analizar las decisiones tomadas tanto por la jurisprudencia como por las autoridades sancionadoras competentes. Por ello se analizarán los casos llevados a cabo en los tribunales comunitarios y los nacionales, así como la opinión de la *European Securities and Markets Authority* (de ahora en adelante ESMA, Autoridad Europea del Mercado de Valores) y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (de ahora en adelante, CNMV).

A continuación, se procederá al análisis crítico comparativo del nuevo reglamento. Se estudiarán las modificaciones e incorporaciones y como afectarán al mercado comunitario y al nacional. Este mismo sistema de trabajo, se aplicará también para el análisis de la nueva directiva.

Por último, se extraerán unas conclusiones de todo lo expuesto y se dejará indicada la bibliografía utilizada.

³ Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado).

⁴ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (Vigente hasta el 13 de Noviembre de 2015).

2. MARCO TEÓRICO

A continuación se va a exponer las bases teóricas necesarias para el posterior estudio de la nueva regulación. Todo lo contenido en este apartado es en base a la legislación preexistente en la materia, no se introduce ningún avance del nuevo Reglamento ni de la nueva Directiva.

2.1. Evolución histórica

Desde la creación de los mercados de valores, principios del siglo XVI, los inversores han podido interactuar en el mismo con escasas restricciones. Es ya durante el siglo XX cuando se empieza a controlar más intensamente el buen funcionamiento del mercado en general y en particular en materia de abuso de mercado e *insider trading*. Autores como BATTACHARYA y DAOUK demuestran como antes de 1990 solo había 34 países con una regulación en la materia, de los cuales 9 la hacían cumplir, y como a partir de esa década, 83 países la regulan e implementan 38. Estos datos en términos porcentuales supone que en la década de los 90, el cien por cien de los países desarrollados y ochenta por ciento de los países en vías de desarrollo regulaban e implementaban un control sobre las operaciones de información privilegiada⁵.

La implementación del *insider trading* no ha sido un proceso gradual a nivel global. El primer país en regularlo fue Estados Unidos (EEUU) con el *Securities Exchange Act* (SEA) en 1934, después del *crack* bursátil de 1929.⁶

Antes de la década de los sesenta, el número de personas que poseían inversiones en mercados financieros en EEUU era inapreciable. El control de la mayoría de las empresas americanas estaba reservado a un grupo reducido con gran poder, normalmente miembros de la familia de los fundadores. A partir de 1960, el número de inversores en el mercado aumenta y se va produciendo una separación entre los propietarios de la empresa y los encargados de su gestión y funcionamiento. Esto se puede observar de manera indirecta a través de investigaciones que determinan que, en 1952, el número de personas con activos financieros era de 6.5 millones mientras que en 1970 la cantidad ascendía a 31 millones⁷. Si añadimos a éste fenómeno un aumento del

⁵ Bhattacharya, U. Daouk, H., "The World Price of Insider Trading", *The Journal of Finance*, vol. 57, n. 1, 2002 pp. 77 y 88.

⁶ "The World Price of Insider Trading", cit. p.88.

⁷ Khanna, N. "Why Both Insider Trading and Non-Mandatory Disclosures Should Be Prohibited" *Managerial and Decision Economics*, vol. 18, no. 7/8, The Use of Finance and Economics in Securities Regulation and Corporation Law, 1997, p. 676.

número de fusiones y adquisiciones⁸, entorno propicio para esta conducta, se entiende la razón del comienzo de la imposición del cumplimiento de las provisiones en materia de *insider trading*. El primer caso americano de esta tendencia fue *Cady, Roberts & Co*⁹ en 1961, por el cual se condena a un socio de una casa de bolsa ya que, conocedor de la reducción de dividendos de las acciones de una sociedad, procedió a vender sus acciones antes del anuncio de la noticia¹⁰.

Después de EEUU el siguiente Estado que reguló la cuestión fue Francia en 1967. Ya es a partir de 1990 con la publicación de la Directiva 89/592 CEE¹¹ que empiezan a recoger en bloque la materia en sus sistemas normativos todos los Estados Miembros de la Comunidad Económica Europea (de ahora en adelante, CEE).

Es con el Acta Única Europea en 1986 que la CEE se compromete a la creación de un mercado común, es decir, un espacio donde se garantice la libertad de circulación de mercancías, personas, capitales y servicios.¹² Este mercado común nace con el objetivo de lograr un crecimiento económico de la comunidad así como un incremento del empleo. La libertad de capitales y por tanto el crecimiento económico se garantiza, entre otros, a través del buen funcionamiento de los mercados financieros, es decir, es necesario que exista un mercado eficiente e integrado. Como la integridad se ve minorada por la pérdida de confianza de los inversores por abusos de mercado¹³, es en este contexto, donde se ve como uno de los instrumentos necesarios de política económica es la regulación común para todos los Estados Miembros en materia de *insider trading*.

Con la directiva comunitaria que se ha mencionado previamente¹⁴, se restringen las operaciones y en ella se recoge las consideraciones generales sobre *insider trading* y, de manera destacada, otorga a los Estados miembros la libertad de determinar las sanciones a imponer.

⁸ “Why Both Insider Trading and Non-Mandatory Disclosures Should Be Prohibited”, cit. p. 675.

⁹ Securities and Exchange Commission de 8 de Noviembre de 1961, file no. 8-8925, *Cady, Roberts & Co.*

¹⁰ Vega Gutiérrez, J.Z., *Mercado de Valores en Derecho Penal, abuso de información privilegiada bursátil: “Insider Trading”*, Edisofer, Madrid, 2013 p.10.

¹¹ Directiva del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre la coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada (89/592/CEE).

¹² Upegui, C., *La Responsabilidad Civil por “Abuso de Mercado” en el Mercado de Valores*, Barcelona, 2014 p. 142.

¹³ *La Responsabilidad Civil por “Abuso de Mercado” en el Mercado de Valores*, cit. p. 141.

¹⁴ Directiva del Consejo de 13 de noviembre de 1989, sobre la coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada (89/592/CEE).

España se sumó a la corriente global y comunitaria con la inclusión de la persecución de esta conducta por primera vez en la Ley de Mercado de Valores de 1989 que veremos con mayor detenimiento en apartados siguientes.

2.2. Debate sobre la idoneidad de esta regulación como método de prevención

La idoneidad económica sobre regular o no estas conductas bursátiles ha sido y es objeto de gran debate por la doctrina jurídico-económica. Por una parte están aquellos que defienden que es necesario regular la conducta para mantener la confianza en el mercado, mientras que otros defienden la necesidad de no regular para preservar la eficiencia del mismo.

2.2.1. En contra de la regulación

Autores como MANNE defienden que desde un punto de vista económico la regulación del *insider trading* es perjudicial para la eficiencia del mercado. Es beneficioso permitir el *insider trading* ya que por una parte con estas operaciones se incorpora al mercado información valiosa, y por otra, se alinean los intereses de los accionistas y los directivos al ser las operaciones una forma extraordinaria de remunerar a los directivos por todas las innovaciones o incorporaciones que realizan para grandes corporaciones, evitando así el problema de la agencia¹⁵. Además los resultados del autor demuestran que los beneficios obtenidos por los *insiders* no son acosta de cualquier otro inversor¹⁶.

Hay otra opiniones como LELAND que considera que el *insider trading* será beneficioso o perjudicial en función del mercado en el que se de la conducta pero que en general aquellos sujetos que buscan financiación y los *insiders* saldrán beneficiados, en cambio los *outsiders* saldrán perjudicados y el mercado será menos líquido y más volátil¹⁷. El modelo de dicho autor fue corregido y mejorado por REPULLO. Con su modelo se determinó empíricamente que, si bien en el mercado secundario los efectos beneficiosos de la permisión del *insider trading* son tan despreciables que llevan a una reducción en el nivel de inversión, en el mercado primario esta conducta conlleva unos efectos positivos al aumentar el nivel de la inversión¹⁸.

¹⁵ Manne, H. "In Defence of Insider Trading" *Harvard Business Review*, vol. 44, p. 116.

¹⁶ Manne, H.G., *Insider Trading and the Stock Market*, Free Press, Nueva York, 1966.

¹⁷ Leland, H.E., "Insider Trading: Should It Be Prohibited?", *Journal of Political Economy*, vol. 100, n. 4, 1992, p. 883.

¹⁸ Repullo, R., "Some Remarks on Leland's Model of Insider Trading" *Economica*, New Series, vol. 66, No. 263, 1999, p. 372.

Ya dando un paso más y no considerando *insider trading* como una conducta sujeta a sanción administrativa pero sujeta a delito, VEGA GUTIÉRREZ defiende que se trata de un crimen sin víctima (*victimless crime*). La contraparte, el *outsider*, no va a tener ningún perjuicio por esa causa ya que iba a llevar a cabo la misma operación independientemente de que el *insider* hubiera actuado o no.¹⁹

2.2.2. A favor de la regulación

Parte de la doctrina jurídico-económica está en desacuerdo con todo lo anteriormente expuesto. Independientemente de que la conducta sea justa o no para los inversores, empresas o la sociedad en general; ellos defienden la necesidad económica de regular y prohibir la conducta *insider trading*. Utilizan como principal argumento que la regulación permite aumentar la eficiencia del mercado, reducir la volatilidad de los precios y reducir los problemas de agencia entre accionistas y directivos.

Autores como AUSUBEL defienden la idoneidad de la regulación de *insider trading* ya que la prohibición de esta conducta aumenta la confianza del inversor y esto da liquidez al mercado y por tanto una mayor eficiencia²⁰. Este argumento se puede desarrollar en mayor detalle de la siguiente manera. Es necesario partir de la distinción de dos etapas en la conducta del inversor, una fase de toma de decisión y posteriormente una fase de interacción con el resto de inversores, incluidos los *insiders* en el mercado. Si los inversores saben ya en la fase de toma de decisión que en la etapa de comercio los *insiders* cuya conducta no está prohibida, van a sacar un mayor beneficio a su costa, entonces desconfiarán del mercado y decidirán no invertir reduciendo así la liquidez del mismo. Ahora bien, se dará el efecto contrario si saben que esa conducta está perseguida, tienen confianza en el mercado y por tanto invertirán más. Esto además de beneficiar al mercado, también beneficia al *insider* ya que, al prometer no actuar en base a información privilegiada, va a tener más contrapartes para sus operaciones. Según demuestra empíricamente AUSUBEL a través de una serie de modelos, esto llevaría al óptimo de Pareto (se consigue mejorar la situación de uno más sin perjudicar al resto).²¹

¹⁹ “Mercado de Valores en Derecho Penal, abuso de información privilegiada bursátil: “Insider Trading”, cit. p. 21.

²⁰ Ausubel, L.M., “Insider Trading in a Rational Expectations Economy”, *The American Economic Review*, vol. 80, n. 5, 1990, p.1023.

²¹ “Insider Trading in a Rational Expectations Economy”, cit. p. 1036.

Esta postura ya fue expuesta con anterioridad por otros autores tales como FARRAR que relacionaban la pérdida de confianza antes expuesta con una aversión al riesgo del inversor²². Relacionado también con la eficiencia está el estudio de BHATTACHARYA y DAOUK que demostraron que la regulación en esta materia reduce de un 0,3% a un 7% el coste de capital para las empresas²³ así como permite una mejor comunicación en el mercado²⁴.

Otro efecto positivo que tiene la regulación en esta materia es una disminución de la volatilidad de los mercados. Autores como DU y WEI demuestran con una serie de modelos como los *insiders* van a poder sacar un beneficio en momentos donde el precio de un valor vaya a subir o bajar drásticamente y por lo tanto van a tener incentivos para manipular dicha información para conseguir un beneficio mayor, causando así una alteración de precios mayor.²⁵

Por último, autores como HAFT (1982) y VEGA GUTIÉRREZ defienden que con el objetivo de conseguir un mayor beneficio que el que su propio salario les reporta, los directivos pueden buscar maximizar sus propios intereses a través de prácticas abusivas en el mercado con información privilegiada y por tanto descuidar el de los accionistas, creando así problemas de agencia²⁶.

Como se ha podido demostrar, el debate es claro en la doctrina. Sin embargo dicho debate es inexistente entre los legisladores de distintos países, la necesidad de regular y prohibir esta conducta es esencial y clara.

2.3. Legislación aplicable vigente hasta la fecha

Como se ha demostrado en la evolución histórica y el debate doctrinal descrito anteriormente, la concienciación de los Estados es rotunda en lo que respecta a una regulación del *insider trading*, A continuación se va a presentar la legislación actual en la materia, tanto a nivel comunitario como a nivel nacional.

²² John H. Farrar and Brenda Hannigan, *Farrar's Company Law* (2nd ed London 1988) p. 365 y ss.

²³ "The World Price of Insider Trading" cit. p. 78.

²⁴ Bhattacharya, U., Spiegel, M., "Insiders, Outsiders, and Market Breakdowns", *The Review of Financial Studies*, vol. 4, n. 2, 1991, p. 273.

²⁵ Du, J., Wei, S.J., "Does Insider Trading Raise Market Volatility?" *The Economic Journal*, vol. 114, n. 498, 2004, p. 917.

²⁶ *Mercado de Valores en Derecho Penal, abuso de información privilegiada bursátil: "Insider Trading"*, cit. p. 23.

2.3.1. Legislación comunitaria

Actualmente, los Estados Miembros están cada vez más interconectados entre sí. Con el objetivo de conseguir un mercado común europeo transparente es necesario eliminar cualquier obstáculo que frene el comercio y que provenga de la divergencia legislativa de los Estados. Como consecuencia de ello, el sistema normativo comunitario en materia de abuso de mercado recoge las siguientes regulaciones:

- **Reglamento (UE) No 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado** (en adelante para referirnos a este Reglamento se adoptarán las iniciales MAR, *Market Abuse Regulation*). Al ser el objeto de este trabajo se describirá con mayor detalle posteriormente todos los cambios que se introducen con esta regulación. Este reglamento tiene una serie de reglamentos de ejecución de aspectos concretos a desarrollar:

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2016/1055** sobre modalidades técnicas de la difusión y del retraso de la difusión pública de información privilegiada.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2016/959** sobre las prospecciones de mercado.
- **Reglamento Delegado 2016/958 de la Comisión** sobre la presentación objetiva de recomendaciones de inversión.
- **Reglamento Delegado 2016/957** sobre procedimientos para prevenir, detectar y notificar prácticas abusivas u órdenes u operaciones sospechosas.
- **Reglamento Delegado 2016/909** sobre las notificaciones a las autoridades competentes.
- **Reglamento Delegado 2016/960** sobre la realización de prospecciones de mercado por parte de los participantes del mercado que comunican información.
- **Reglamento de Ejecución 2016/347** sobre las listas de iniciados y sus actualizaciones.
- **Reglamento de Ejecución 2016/523** sobre la notificación y publicación de las operaciones realizadas por directivos.
- **Reglamento Delegado 2016/522** sobre la exención relativa a determinados bancos centrales y organismos públicos de terceros Estados.

- **Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado.** (en adelante para referirnos a esta Directiva se adoptarán las iniciales MAD II, *Market Abuse Directive II*). Junto con MAR va a ser objeto de análisis en profundidad del presente Trabajo.

- **Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado)**” (en adelante para referirnos a esta Directiva se adoptarán las iniciales MAD, *Market Abuse Directive*). MAD nace con la intención de dar una mayor protección a la integridad del mercado financiero que la anterior y es por ello que expresamente recoge la derogación de la Directiva 89/592/CE. Además en ella se puede encontrar una mayor delimitación de los sujetos o un mayor número de actuaciones sujetas a la regulación. Cabe destacar una mayor concienciación comunitaria de la necesidad de la imposición de sanciones penales y administrativas por parte de los Estados, medidas ya existentes en el sistema normativo español.²⁷

2.3.2. Legislación nacional

En lo que respecta a la normativa nacional, aunque a día de hoy todavía no se ha llevado a cabo la adaptación de los avances de MAR, la regulación sobre abuso de mercado viene contenida en:

- **Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (Vigente hasta el 13 de Noviembre de 2015)**, (de aquí en adelante nos referiremos a la misma como LMV).
- **Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores**: el objetivo de este texto refundido es unificar el bloque normativo del mercado de valores pero sin embargo todavía tiene que adaptarse la normativa española a MAR. Ésta normativa recoge la materia de abuso de mercado de los artículos 225 al 232.
- **Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado**. Con carácter complementario a la LMV, este Real Decreto desarrolla y adapta la normativa española a todos los avances que MAD supuso.

2.4. Consideraciones generales sobre el uso de información privilegiada

Una vez presentado el marco jurídico de esta materia, es conveniente proseguir analizando su contenido.

²⁷ *Mercado de Valores en Derecho Penal, abuso de información privilegiada bursátil: “Insider Trading”*, cit. p.39.

2.4.1. Información privilegiada

Cuando los inversores llevan a cabo operaciones en el mercado, éstas responden a un proceso de información para poder llegar a tomar una decisión. En ese proceso existen dos tipos de información: por una parte está la información a disposición de la totalidad del mercado, por ejemplo desde información sobre la situación económica de la Zona Euro hasta información más concreta sobre la empresa y como ésta está funcionando (estructura de financiación, beneficios...). El otro tipo de información es aquella que no está disponible a la totalidad del mercado y que solo tienen acceso determinadas personas porque por poseer unas características determinadas que analizaremos más adelante.²⁸

Este segundo tipo de información es la que se conoce como información privilegiada y en el art. 1 MAD viene determinado las características que debe poseer:

- Carácter concreto,
- Que no se haya hecho pública²⁹,
- Que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros³⁰,
- Que de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos. Esta afirmación no es fácil de aplicar en la práctica y es por ello que se especifica que se entenderá que influye en la cotización si aquella información la utilizaría un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión.³¹

Asimismo, también es necesario tener en cuenta la definición de información privilegiada para productos derivados el art.1.1 segundo párrafo establece que la información privilegiada tiene que tener las siguientes características:

- Carácter concreto,
- Que no se haya hecho pública,

²⁸ French, D., Mayson, W., Ryan, C. *Mayson, French & Ryan on Company Law*, Oxford, 2015, 31ª edición, p. 342

²⁹ Por lo general al información se considerará que es pública cuando sea comunicada a la CNMV no por filtraciones públicas

³⁰ Art. 1 Directiva 2003/6/CE (MAD)

³¹ Art. 1.2. Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado.

- Que se refiera directa o indirectamente a uno o varios de esos instrumentos derivados,
- Que los usuarios de los mercados en que se negocien esos productos esperarían recibir con arreglo a las prácticas de mercado aceptadas en dichos mercados.^{32 33}

2.4.2. Sujetos pasivos

Los sujetos pasivos, iniciados o *insiders* son aquellas personas que poseen información privilegiada y la utilizan con el fin de adquirir o ceder o por lo menos intentar ambas, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros de los que hace referencia la información³⁴. A nivel comunitario, en el art. 2 MAD recoge además, que esos sujetos no son cualquier persona, si no que da una lista cerrada con las personas consideradas *insiders*:

- Por su condición de miembros de los órganos de administración, gestión o control del emisor de los instrumentos,
- Por su participación en el capital del emisor,
- Por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones,
- Debido a sus actividades delictivas³⁵.

Adicionalmente también es necesario vincular a aquellas personas que posean información privilegiada cuando dicha persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de este tipo de información³⁶.

Como se ha podido observar, la normativa comunitaria en MAD hace cierta distinción de manera implícita sobre dos tipos de *insiders*, los primarios (aquellos que posean una relación laboral o profesional con el emisor) y secundarios (aquellos que saben o podrían saber que se trata de información privilegiada). Sin embargo, la LMV española tan solo recoge en su articulado lo segundo, sin hacer ninguna distinción en base a una relación laboral y por lo tanto teniendo un alcance mayor.

Por último, cabe destacar que los *insiders* primarios acceden a la información privilegiada en base a una relación de confianza de la cual se derivan dos deberes. En

³² Art. 1.1. segundo párrafo Directiva 2003/6/CE.

³³ Estas dos definiciones han sido traspuestas en su totalidad al sistema español en el art. 81.1. LMV

³⁴ Art. 2 Directiva 2003/6/CE (MAD)

³⁵ Art. 2 Directiva 2003/6/CE (MAD)

³⁶ Art. 4 Directiva 2003/6/CE (MAD) y art. 81.2 párrafo dos LMV.

primer lugar el deber de salvaguardia por el cual el *insider* reserva y guarda esta información hasta que sea posible canalizarla al mercado de valores. Con acierto se afirma que el *insider* asume en cierta forma una posición de garante de la información.³⁷ En segundo lugar, también tienen el deber de abstención. Este último es más genérico y amplía el alcance del primer deber. No es necesaria una relación de confianza para que nazca dicho deber, con este se incluye a todo aquel que posea información privilegiada.³⁸

2.4.3. Conductas que suponen un abuso de mercado

Una vez que hemos analizado la definición de información privilegiada y los sujetos que la poseen, es necesario analizar las conductas que llevan a cabo esos sujetos con esa información, que suponen un quebrantamiento del deber de abstención y que por tanto son perjudiciales para la eficiencia e integridad del mercado.

Primero, no se permitirá que un *insider* utilice la información privilegiada a la que tiene acceso para adquirir, ceder o intentar ambas acciones, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a los que haga referencia esa información.³⁹ Existen ciertas dudas al respecto de esta definición que serán analizadas con mayor profundidad en apartados posteriores.

Segundo, no está permitido revelar información privilegiada a ninguna persona⁴⁰.

Tercero, se perseguirá a aquellas personas que, en base a información privilegiada, recomienden o induzcan a otra persona a adquirir o ceder instrumentos financieros⁴¹.

2.4.4. Exenciones

No se considerarán conductas sujeta a abuso de mercado:

- La revelación de información privilegiada necesaria para el desarrollo normal de su trabajo o profesión⁴².
- Operaciones realizadas en cumplimiento de una obligación, ya vencida, de adquirir o ceder instrumentos financieros, cuando esta obligación esté

³⁷ “La Responsabilidad Civil por “Abuso de mercado” en el mercado de valores”, *cit.* p. 441

³⁸ *Ibid* p.442

³⁹ Art. 2 Directiva 2003/6/CE (MAD)

⁴⁰ Art. 3 Directiva 2003/6/CE.

⁴¹ Art. 3 Directiva 2003/6/CE.

⁴² Art. 3.a) Directiva 2003/6/CE.

contemplada en un acuerdo celebrado antes de que la persona entre en posesión de la información privilegiada.⁴³

- Conductas para aplicar políticas monetarias, de tipo de cambio o de gestión de deuda pública llevadas a cabo por los Estados miembros, el Sistema Europeo de Bancos Centrales, bancos centrales nacionales o cualquier otro organismo oficial o persona designada para actuar en su nombre.⁴⁴
- Operaciones con acciones propias en programas de recompra ni a la estabilización de un instrumento financiero, siempre que dichas operaciones se desarrollen de conformidad con el procedimiento determinado⁴⁵.

En cuanto al primero de los supuestos de exención, revelación de información necesaria para el desarrollo normal de la actividad profesional, resulta interesante analizar la jurisprudencia europea que determina que conductas son consideradas corrientes para el desarrollo normal de un trabajo. Este problema se presentó en los tribunales daneses los cuales tuvieron que plantear una cuestión prejudicial ante el TJUE de cómo debería de ser la interpretación del art. 3. 2 de MAD⁴⁶.

En el caso, *Grøngaard*, el representante de los trabajadores en el Consejo de una Sociedad transmite información privilegiada de una futura fusión de esa sociedad con otra, ambas cotizadas, al presidente del sindicato de profesionales de su sector, *Bang*. Este último transmite dicha información a sus colaboradores, uno de ellos lleva a cabo operaciones en el mercado en base a esa información por la que obtiene en el momento que se hace pública la información un beneficio de 180.000 euros. No cabe duda del delito cometido por el último, pero lo que es difícil determinar es si *Grøngaard* y *Bang*, al revelar la información cometieron una de las conductas perseguidas.

A esto el TJUE responde que esa conducta está prohibida en base a la Directiva⁴⁷ con la salvedad de que legalmente esté establecida como necesaria para el normal desarrollo del trabajo, es decir, la prohibición no es absoluta. Para que esté exenta es necesario que, junto con el requisito legal, exista un vínculo estrecho entre la revelación y el ejercicio de su trabajo y que esa revelación sea estrictamente necesaria para el ejercicio

⁴³ Art.2.3 Directiva 2003/6/CE y en el art. 81.3 LMV.

⁴⁴ Art. 7 Directiva 2003/6/CE.

⁴⁵ Art. 8 Directiva 2003/6/CE.

⁴⁶ Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea Gran Sala de 22 de noviembre de 2005, C-384/02 *Grøngaard y Bang*.

⁴⁷ Directiva 2003/6/CE (MAD).

del mismo⁴⁸. El Tribunal incide en que la interpretación debe de ser estricta y con la consideración de que cada revelación aumenta el riesgo de explotar esta información de manera contraria a la Directiva⁴⁹. Esto coincide con las conclusiones del abogado general, POIARES MADURO, que establece que podrán revelar información *Grøngaard y Bang* en el ejercicio de su actividad en el sindicato⁵⁰, la protección de los derechos de los trabajadores⁵¹. Dado que esto fue lo sucedido, quedaron exentos de sanción.

2.4.5. Sanciones

Como se ha expuesto anteriormente, la regulación en materia de abuso de mercado contiene ciertas conductas que no están permitidas ya que alteran la eficiencia y la integridad del mercado. Consecuentemente, estas normas tienen un carácter imperativo, es decir, es de obligado cumplimiento para los operadores del mercado. La violación de esas normas imperativas supondrá una infracción sujeta a sanciones.

En MAD se otorga la competencia en materia sancionadora a los Estados que podrán imponer sanciones administrativas o penales. En el caso de las sanciones administrativas en el sistema normativo español, las conductas tratadas son objeto de sanciones graves o muy graves dependiendo del caso concreto (volumen de beneficios, condición del sujeto pasivo).

2.4.6. Abuso de información privilegiada en el Derecho Penal

El abuso de información privilegiada es un delito reconocido recientemente en el sistema penal español al aparecer por primera vez regulado en el Código Penal de 1995. La conducta se encuentra contenida en el art. 285 del Código Penal y determina que cuando, con la operación en base a información privilegiada, se obtuviera un beneficio económico superior a 600.000 euros, el sujeto será castigado con la pena de prisión de hasta cuatro años, multa e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o

⁴⁸ Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea Gran Sala de 22 de noviembre de 2005, C-384/02 *Grøngaard y Bang*. p. 9971

⁴⁹ Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea Gran Sala de 22 de noviembre de 2005, C-384/02 *Grøngaard y Bang*. p. p. 9980

⁵⁰ Conclusiones del Abogado General Sr. M. Poiares Maduro, presentadas el 25 de mayo de 2004 sobre C- 384/02 *Grøngaard y Bang*

⁵¹ Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea Gran Sala de 22 de noviembre de 2005, C-384/02 *Grøngaard y Bang*. p. 9958 considerando 71

actividad de dos a cinco años.⁵² Existe además un tipo agravado para una serie de supuestos.⁵³

Teniendo en cuenta lo contenido en el artículo podemos determinar que se trata de un delito especial, es decir, es necesario que el sujeto cumpla unas determinadas características para que se le aplique el mismo.

Existen distintas teorías sobre el bien jurídico que se intenta proteger en este delito pero la doctrina mayoritaria reconoce la protección de una pluralidad de intereses jurídicos⁵⁴. En primer lugar, supone un abuso de la confianza de la sociedad en la que el *insider* ejerce su actividad profesional (violación del deber de lealtad). Para continuar, dado que no todos los inversores poseen la misma información, que el *insider* posea más información en la que basar su decisión supone una clara violación del principio de igualdad de oportunidades con respecto del resto de inversores. Por último, con esta actuación puede llegarse a perjudicar los intereses generales al crear un sentimiento de desconfianza de un correcto y transparente funcionamiento del sistema de mercado de capitales.⁵⁵

La frecuencia con la que éste artículo se ha invocado es escasa por no decir casi inexistente, el primer caso fue el caso “*Asturiana de Zinc*” (2000-2001). Éste comenzó con la investigación de la CNMV por ciertas irregularidades en la Oferta Pública de Adquisición (en adelante, OPA) lanzada por la empresa suiza Xstrata S.A. contra la firma metalúrgica española Asturiana de Zinc S.A. Al haber ciertos indicios de una conducta delictiva, se remitió el caso a la Fiscalía General del Estado. La conducta perseguida fue la llevada a cabo por un miembro del consejo de Xstrata, Thomas Schmidheiny, el cual meses antes de la publicación de la OPA, había adquirido acciones de la empresa asturiana por valor de varios millones de euros. Cabe resaltar de este caso que, aunque el autor al no vender los títulos no llegó a materializar sus ganancias, eso no fue impedimento para que el Juzgado estableciera que se trataba de una conducta subsumida en el tipo de *insider trading*.

⁵² Art. 285.1 del Código Penal.

⁵³ Art. 285.2 Código Penal: supuestos de habitualidad en la práctica, que obtuviera un beneficio de notoria importancia o que perjudique a los intereses generales.

⁵⁴ *Mercado de Valores en Derecho Penal, abuso de información privilegiada bursátil: “Insider Trading”*, cit. p.103.

⁵⁵ *Ídem*.

Otro caso interesante de analizar es el caso Tabacalera⁵⁶. César Alierta, en el momento que era el Presidente del Consejo de Administración de la Sociedad Tabacalera transmitió información a su sobrino sobre la compra de la sociedad Havatampa por Tabacalera, en base a la cual llevaron a cabo operaciones en el mercado que les reportaron unos beneficios de 1,86 millones de euros. A pesar de que fue reconocido por la Sala de lo Penal del Tribunal Supremo indicios delictivos en su conducta, fueron absueltos al haber prescrito el delito.

2.4.7. Acciones de prevención

El sistema normativo comunitario y nacional contiene distintas formas de prevenir el uso de información privilegiada para fines incorrectos. En primer lugar, a través de la revelación simultánea al mercado y a la CNMV de dicha información, se permite un acceso igualitario y evita cualquier tipo de infracción⁵⁷. En segundo lugar, funciona como medida de prevención el cumplimiento del deber de salvaguarda de los *insiders*⁵⁸. Para el caso de entidades que presten servicios de inversión y además presten servicios de asesoramiento de inversión en el mercado de valores, es necesaria la creación de barreras claras (*chinese wall*) para separar las distintas actividades.

Adicionalmente a estas medidas, el art. 83 bis de la LMV propone más que a juicio de la CNMV, su aplicación en las entidades emisoras son susceptibles de mejora.⁵⁹ Consecuentemente, la CNMV pone a disposición de los emisores una guía de medidas que, si bien orientativas y flexibles, servirán para evitar filtraciones. Son clasificadas en diversas categorías:

- Desde un plano organizativo, es necesario delimitar un procedimiento interno para el uso de la información a través de por ejemplo la creación de un departamento de asesoría jurídica en la materia o del nombramiento de un directivo determinado encargado de la operación⁶⁰.
- Desde un plano de formación/información, resultaría conveniente la creación de una cultura de cumplimiento de las medidas⁶¹.

⁵⁶ Sentencia del Tribunal Supremo Sala de lo Penal de 21 de diciembre 1136/2010.

⁵⁷ Art. 82.2 LMV

⁵⁸ Art. 81.4 LMV

⁵⁹ Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Guía de actuación para la transmisión de información privilegiada a terceros” de 9 de marzo de 2009, p.3.

⁶⁰ *Ibid* p. 5

⁶¹ *Ibid*. p. 6

- Desde un plano de salvaguarda y control de la información, sería recomendable identificar la operación con un nombre especial.⁶²
- Por último, como medida importante y dado que en la mayoría de las ocasiones los receptores de información se convierten en transmisores, es necesario la realización de una lista de iniciados, es decir, una lista en la cual aparezca los detalles de todas las personas conocedoras así como el motivo de su conocimiento⁶³.

2.5. Insider Trading en Estados Unidos

Una vez que ya ha sido cubierto el marco normativo comunitario y nacional de esta materia conviene hacer mención del sistema americano por suponer la base de la regulación en esta materia. Como se pudo ver en la introducción histórica, el primer país en regular el uso de información privilegiada fue Estados Unidos. Su implementación fue a través de la sección 10, 10B.5 y 16 de *Securities Exchange Act* de 1934 (en adelante, SEA). La autoridad competente de la supervisión de su cumplimiento es la *Securities and Exchange Commission* (en adelante, SEC). La regulación descansa sobre tres teorías: la primera, igual acceso a la información, segunda deber fiduciario y tercera apropiación indebida.

En lo que respecta a la primera, publicación o abstención, comenzó a cobrar forma gracias al caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co*⁶⁴ (1968). Con el fin de proteger la igualdad en el acceso de información, cualquier persona que tuviera información privilegiada tenía que, o bien hacerla pública antes de operar en el mercado, o bien abstenerse de hacerlo. Si por las obligaciones fiduciarias que hubiera contraído no era capaz de hacer la información pública, entonces tendría que limitarse a abstenerse⁶⁵.

Posteriormente, esta teoría dio un giro con *Chiarella v. United States*⁶⁶. El Tribunal Supremo americano eliminó la base de igualdad en el acceso a la información para tan solo considerar la existencia del deber de confidencialidad o fiduciario previo a operar en el mercado. Esta nueva interpretación de *Chiarella* por parte del Tribunal dejaba

⁶² “Guía de actuación para la transmisión de información privilegiada a terceros” *cit.* p. 7

⁶³ *Ibid* p. 11

⁶⁴ Sentencia del U.S. Court of Appeals for the Second Circuit de 13 de Agosto de 1968, 401 F.2d 833, SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.: empleados a raíz del descubrimiento de unos yacimientos de minerales operaron en base a esa información que no era pública.

⁶⁵ Bainbridge, S. “Insider Trading: an Overview” *UCLA School of Law*, 2000, p. 2

⁶⁶ Sentencia del U.S Supreme Court de 18 de Marzo de 1980, No. 78-1202 445 U.S. 222, *Chiarella v. United States*.

ciertos vacíos en la regulación. Por ejemplo, un *insider* que poseyera un deber de confidencialidad de una oferta de adquisición, podría operar con los valores de la parte contraria con la que tiene ese deber. Es por ello que la SEC promulga la regla 14e-3, prohibiendo a ambas partes de una oferta de adquisición de divulgar información confidencial.

Relacionado también con el caso de *Chiarella* se desarrolló la teoría de la apropiación indebida. El *insider* en esta situación no tiene que tener un deber fiduciario con respecto al inversor con el que opera ni tampoco con el emisor de esos valores. Bajo esta teoría será ilícita aquella operación realizada en el mercado que suponga un incumplimiento del deber de confidencialidad o el deber fiduciario con respecto de la fuente de dicha información.

Las provisiones contenidas en SEA han sido aplicadas por la SEC de manera diligente para garantizar la protección del inversor como se puede observar en los siguientes casos de gran repercusión. Es necesario partir de la base de que a partir de 1980, dado el aumento en las adquisiciones, se produjo un incremento en el número de casos de uso ilícito de información privilegiada.

Boesky⁶⁷, especialista en operaciones de arbitraje, le fue impuesta una multa de 100 millones de dólares y cooperó con las autoridades tras llevar a cabo operaciones con información privilegiada. Las cuatro adquisiciones que realizó AT&T Corporation reportaron 2.6 millones de dólares para 17 *insiders*⁶⁸. El antiguo director de Goldman Sachs y asesor de Bill Gates y Bill Clinton en temas filántropos fue condenado a dos años de prisión y una multa de 5 millones de dólares por facilitar información privilegiada a Rajaratman, billonario que fue condenado a once años de prisión⁶⁹.

Dentro de los casos de mayor envergadura se encuentra la venta de acciones de Enron en base a información privilegiada que reportó 1.1 billón de dólares de beneficios ilícitos a los *insiders*. Conscientes de las pérdidas que la sociedad estaba incurriendo,

⁶⁷ Sentencia del U.S. District Court, S.D. New York de 24 de Septiembre de 1987, No. M21-45-MP, USA v Ivan F. Boesky

⁶⁸ Securities and Exchange Commission de 31 de Octubre de 1995, No. 14706, SEC v. Charles Brumfield, Joseph Brumfield, Robert Allen, William Mylett, Joseph Penna, Joseph Cusimano, Alfred Volpe, James Galante, Thomas Alger, John O'Brien, Lawrence Friedman, Robert Flanagan, Thomas Flanagan, Sharon Seiden, Warren Smith, John Lynch and Albert Brody.

⁶⁹ Sentencia del U.S. Court of Appeals for the Second Circuit de 25 de Marzo de 2014, No. 12-4448, USA v Rajat K. Gupta.

muchos directivos vendían sus acciones de la sociedad a la vez que incentivaban al mercado su compra. Entre los directivos se encontraba Kenneth L. Lay, presidente de la sociedad y Jeffrey K. Skilling que fue condenado en principio a 24 años de prisión que luego fueron reducidos a 10⁷⁰. Esta actuación junto con la manipulación de documentos contables, llevó a la quiebra de la sociedad y de su auditora, Arthur Andersen. Es principalmente a raíz de este caso que entra en vigor *Sarbanes-Oxley Act* en 2002, una regulación más estricta que pretende evitar abusos como los mencionados.

Por último de la comparación entre la normativa americana y la comunitaria, se puede observar como, a pesar de existir una influencia de la primera sobre la última, también hay ciertas diferencias. Por ejemplo, la normativa americana basa su regulación en la teoría del deber fiduciario mientras que la comunitaria en la teoría de la posesión de información privilegiada⁷¹. Si se analiza conceptos tales como información privilegiada se puede observar como la normativa comunitaria es más completa y clara que la americana⁷². La razón principal de estas diferencias es el momento temporal de la promulgación de cada una, la americana después de la gran depresión de 1930 mientras que la comunitaria a finales del siglo XX⁷³.

⁷⁰ Sentencia del U.S. Supreme Court de 24 de Junio de 2010, No. 08-1394, *Skilling v United States*.

⁷¹ Engle, E. "Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison" *European Business Law Review*, Vol. 26, 2010 p. 28

⁷² La definición americana aparece en el caso *US v. Svoboda* 347 F.3d 471, 475 n. 3 (CA 2 (NY), 2003) como información material no hecha pública mientras que la comunitaria viene contenida en el art. 1 MAD desarrollado anteriormente.

⁷³ Engle, E. *op. cit.* p. 27

3. MAR: UN NUEVO MARCO PARA EL USO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Hasta ahora hemos analizado como es el sistema normativo con MAD, sin embargo, el mercado financiero evoluciona y así debe de hacer también su regulación. A continuación se va a comenzar razonando la necesidad de esta nueva regulación. Se procederá analizando las aportaciones que realiza al marco subjetivo y objetivo del abuso de mercado. Posteriormente se analizarán cambios en las definiciones de información privilegiada y de uso de la misma. Se concluirá con una revisión de las modificaciones en ciertas prácticas destacadas.

3.1. Justificación jurídico-económica de MAR

Como ya se explicó en el apartado de contextualización histórica, uno de los objetivos principales de la Unión Europea es potenciar el mercado común como fuente de crecimiento económico y de creación de empleo. El mercado financiero, como parte del mercado común, tiene que ser eficiente, transparente e integrado para garantizar el buen funcionamiento y la confianza de los agentes del mismo.

Sin embargo, a partir de 2007, primero Estados Unidos y posteriormente la UE entran en una crisis financiera muy profunda. Desde una perspectiva macroeconómica, en la UE esto se tradujo en una desconfianza en los mercados por la crisis de la deuda bancaria que desembocó en un aumento de la deuda soberana hasta alcanzar máximos históricos. Consecuentemente se produjo un aumento del desempleo y una reducción del crecimiento económico, es decir, lo contrario al objetivo buscado con el mercado común⁷⁴. Asimismo cabe resaltar que esta crisis afectó de manera asimétrica a los distintos Estados Miembros⁷⁵. El Informe de De Larosière establece que ante esta situación, la regulación financiera ha sido muy débil o ha dado los incentivos incorrectos⁷⁶.

La normativa en materia de abuso de mercado, MAD, no se adaptaba a los cambios que había sufrido el mercado, la legislación y las tecnologías⁷⁷. Con el objetivo de velar por el buen funcionamiento del mercado fue creado MAR. Esta vez se trata, en vez de una

⁷⁴ Para ver el desarrollo más pormenorizado de la situación económica durante la crisis financiera, ver Anexo I

⁷⁵ Lane, P. R., “The European Sovereign Debt Crisis. The Journal of Economic Perspectives” , vol. 26, n. 3, 2012, p. 51

⁷⁶ De Larosière, J. “The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report” de 25 de Febrero de 2009, p. 10

⁷⁷ Considerando 3 Reglamento 596/2014 (MAR)

directiva, de un reglamento, para así evitar las divergencias en la transposición a los sistemas nacionales y que el contenido sea de aplicación directa⁷⁸. Además de buscar la integridad del mercado financiero, el reglamento también busca garantizar que los inversores se encuentren en una situación de igualdad de condiciones y protegidos ante conductas abusivas⁷⁹.

3.2. Aportaciones de MAR al ámbito objetivo del abuso de mercado

El primero de los cambios que MAR ha realizado es un aumento del ámbito de aplicación del Reglamento.

- Mercados regulados

En el artículo 9 de MAD tan solo se reconocía como objeto de la directiva, primero, los instrumentos financieros admitidos en un mercado regulado o para el que se haya cursado una solicitud de admisión. Segundo, estaban sujetos a la Directiva los instrumentos que no habían sido admitidos a negociación pero su valor dependía de un instrumento financiero contenido en un mercado regulado⁸⁰.

MAR sigue considerando los instrumentos financieros de mercados regulados como ámbito de aplicación pero ha actualizado la definición del mismo. Se entiende ahora por mercado regulado, *“un sistema multilateral, operado o gestionado por un organismo rector del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de reunir los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto de los mismos”*⁸¹.

Para el caso de los mercados españoles, como mercados regulados encontramos las Bolsas de valores, MEF⁸², mercado de renta fija y AIAF⁸³. Los instrumentos financieros que se negocian en estos mercados son dos.

Primero, valores mobiliarios que según el art. 2.1 de la LMV hacen referencia a cualquier derecho de contenido patrimonial, independientemente de su calificación, que por su configuración jurídica y régimen de transmisión son susceptibles de tráfico generalizado e impersonal. Bajo estas características existen muchos valores negociables desde acciones de sociedades, bonos, participaciones preferentes hasta

⁷⁸ Considerando 5 Reglamento 596/2014 (MAR)

⁷⁹ Considerando 24 Reglamento 596/2014 (MAR)

⁸⁰ Art. 9 Directiva 2003/6/CE (MAD)

⁸¹ Art. 4.1.21 Directiva 2014/65 UE

⁸² Mercado Español de Futuros Financieros

⁸³ Asociación de Intermediarios de Activos Financieros

warrants⁸⁴. Como se puede ver en casos tales como la sanción de 600.000 euros impuesta a un sujeto por la realización de operaciones en base a información privilegiada de Jazztel, los instrumentos financieros eran unas acciones de una sociedad cotizada en la Bolsa de Madrid⁸⁵.

Segundo, tienen la consideración de instrumentos financieros pero no de valores, los derivados normalizados del artículo 2.2. de la LMV. Podemos encontrar entre ellos, opciones, futuros, permutas y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados, por ejemplo, con valores⁸⁶.

Como se ha podido observar, el alcance de la definición de instrumentos financieros de mercados regulados que consideraba MAD era muy amplio. Sin embargo quedaban fuera del ámbito de aplicación, instrumentos financieros de otros sistemas de negociación.

- **Sistemas Multilaterales de Negociación**

La introducción de MAR supuso un aumento del ámbito de aplicación al incluir instrumentos financieros negociados en Sistemas Multilaterales de Negociación (en adelante, SMN) y aquellos admitidos a negociación o para los que se haya solicitado la admisión a negociación. Se entiende por SMN como aquellos sistemas operados por una empresa de servicios de inversión o por un organismo rector del mercado que permite reunir los intereses de compra y de venta de terceros sobre instrumentos financieros múltiples⁸⁷.

La definición de SMN de la directiva concuerda con la contenida en el artículo 118 de la LMV. Con este aumento pasarían a estar sujetos a la normativa comunitaria los activos financieros negociados en Latibex⁸⁸, MaB⁸⁹ y SENAF⁹⁰. En este aspecto la normativa española va más adelantada que la comunitaria. Con la introducción del texto refundido de la LMV se especifica como los SMNs forman parte del ámbito de aplicación de abuso de mercado⁹¹.

⁸⁴ Art. 2.1 LMV

⁸⁵ Sentencia de la Audiencia Nacional, Sala de lo Contencioso-administrativo, Sección 6ª de 5 de marzo de 2009, 2009/411580

⁸⁶ Art. 2.2 LMV

⁸⁷ Art. 4.1.22 Directiva 2014/65 UE

⁸⁸ Mercado de Valores Latinoamericanos en euros

⁸⁹ Mercado alternativo Bursátil

⁹⁰ El Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros

⁹¹ Art. 322.3 LMV

La razón por la que se ha procedido a este aumento en MAR y no en MAD es principalmente el rápido avance que los mercados están teniendo en la actualidad. MAD entró en vigor unos años antes de que sistemas tales como MaB comenzaran a funcionar. Dado que en éste último sistema se negocian valores tales como los de Sociedades de Inversión de Capital Variable (en adelante, SICAV) o los de Sociedades de Inversión en el Mercado Inmobiliario (en adelante, SOCIMI) cuya importancia en el mercado va siendo cada vez mayor, es necesario que el mercado por completo sea íntegro y transparente para que los inversores estén protegidos de posibles *insiders*.

- Sistemas Organizados de Contratación

Otra importante aportación de MAR es la inclusión de instrumentos financieros negociados en otros Sistemas Organizados de Contratación (en adelante, SOC). Se entiende por SOC como aquel sistema multilateral, distinto a los anteriores donde interactúan los intereses de compra y venta de bonos y obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión o derivados de múltiples terceros para dar lugar a contratos⁹².

Este tipo de sistemas no existen en la actualidad en España y se ha retrasado su implementación a 2018 por lo que no sería necesario llevar ninguna modificación. A partir del momento que entre en vigor tendrán que someterse a la regulación de MAR.

Adicionalmente, para no dejar fuera del ámbito regulación ninguna situación que pueda ir en contra de los objetivos perseguidos por MAR, se incluirán aquellos instrumentos financieros que no han sido explícitamente nombrados y que su precio o valor dependen de los instrumentos previamente mencionados⁹³.

A modo de conclusión se puede destacar como nunca antes ha sido tan amplio el ámbito objetivo de aplicación de esta materia. Esto va a suponer un gran avance para la confianza del inversor.

3.3. Aportaciones de MAR al ámbito subjetivo del abuso de mercado

En lo que respecta al ámbito subjetivo de MAR, las características que tenía que reunir el *insider*, expuestas ya con anterioridad, se mantienen⁹⁴.

Por cada instrumento financiero existe una serie de personas que cumplen con las características de MAD y ahora MAR: miembro del órgano de administración,

⁹² Art. 4.1.23 Directiva 2014/65 UE

⁹³ art. 2.1.d) del Reglamento 596/2014 (MAR)

⁹⁴ El contenido del artículo 2 de Directiva 2003/6/CE se traslada al artículo 8.4 de MAR

participación en el capital del emisor o poseer acceso a la información privilegiada gracias al ejercicio de su trabajo⁹⁵.

En general, el número de sujetos afectados por la regulación aumenta si aumenta el número de instrumentos financieros objeto de regulación. Dado que MAR amplía el número de instrumentos financieros, entonces se puede deducir que lógicamente también aumenta el número de sujetos a los que les resulta de aplicación esta normativa. Por ejemplo, un abogado, consultor o incluso traductores que por el ejercicio de sus trabajos conozcan información privilegiada sobre instrumentos financieros negociados en el MaB, ahora ya no van a poder realizar operaciones en base a esa información.

3.4. Aportación de MAR a la definición de información privilegiada

Con respecto a la definición de “información privilegiada” MAR introduce un nuevo criterio para delimitar cuando cierta información es considerada privilegiada.

El criterio objetivo de “influencia en el precio” establecido en MAD es mantenido por MAR como se puede observar en el artículo 7.1.a)

Se entiende por información privilegiada [...]: La información de carácter concreto que no se haya hecho pública, [...] y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de dichos instrumentos o de los instrumentos derivados relacionados con ellos⁹⁶.

La aplicación de este criterio está presente en el caso de Tabacalera anteriormente mencionado. El Tribunal Supremo apreció como la operación de compra de acciones de Tabacalera por la sociedad relacionada con el Presidente del Consejo de Administración de la misma tuvo como consecuencia un alza en los precios de las acciones⁹⁷.

Además de este criterio, MAR lleva a cabo una ampliación de la definición de información privilegiada con la introducción del criterio de “inversor razonable”:

A efectos del apartado 1, se entenderá por información que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de instrumentos financieros [...], aquella información que un inversor razonable utilizaría probablemente como uno de los elementos de la motivación básica de sus decisiones de inversión.

⁹⁵ Art. 8.4 Reglamento 596/2014 (MAR)

⁹⁶ Art. 7.1.a) Reglamento 596/2014 (MAR)

⁹⁷ Sentencia del Tribunal Supremo Sala de lo Penal de 21 de diciembre 1136/2010, Fundamento Jurídico VI

A raíz de esta nueva introducción y poniendo al caso de Tabacalera como ejemplo, este criterio se podría interpretar como: si un hipotético inversor razonable en la misma posición que la sociedad vinculada al Presidente del Consejo de Administración de Tabacalera, hubiera sabido que Tabacalera iba a adquirir la sociedad Havatampa, hubiera utilizado esa información como un elemento básico para motivar su decisión de adquirir acciones de Tabacalera.

En lo que respecta al ordenamiento español, la definición de información privilegiada de la LMV no abarca el nuevo criterio del inversor razonable. En este sentido, sería necesario la realización de modificaciones para adaptar su contenido. Sin embargo, cabe resaltar que éste ya ha sido utilizado anteriormente por los Tribunales españoles para analizar la inclusión de determinada información en la definición de información privilegiada. El Tribunal Supremo conoció sobre una operación de compra de acciones de la sociedad Filo por un asesor financiero de Pluripar. Esta sociedad había realizado una oferta de adquisición de una participación significativa a través de una OPA. Cuando se estudió si la información que poseía dicho asesor era privilegiada, se determinó que era difícil establecer que hubiera habido una influencia en el precio. Sin embargo, el Tribunal determinó que la información que poseía el sujeto hubiera sido utilizado por un inversor razonable para tomar una decisión de invertir por lo que era la información podría clasificarse como privilegiada⁹⁸.

Consecuentemente, con la introducción de este nuevo criterio se deduce que el criterio de influencia en el precio queda vacío de contenido y es innecesaria su aplicación. Es de extrañar que ésta sea la intención de los legisladores comunitarios teniendo en cuenta su mantenimiento en la legislación. Por ello, siguiendo la actuación de los tribunales, sería aconsejable la consideración de ambos criterios para determinar si la información es privilegiada o no hasta que las autoridades competentes lleven a cabo una mayor concreción.

3.5. Aportación de MAR a la definición de uso de información privilegiada

En relación con que tipo de operación constituye uso de información privilegiado, MAR mantiene la definición de MAD pero a la vez introduce nuevas consideraciones. Es por ello que primero se analizará la definición previa y los problemas que esta plantea para continuar con las nuevas aportaciones.

⁹⁸ Sentencia del Tribunal Supremo Sala de lo Contencioso de 27 de septiembre de 2011, 5944/2011, Fundamento Jurídico II

Como se mencionó en el marco teórico, con la definición de las conductas perseguidas del artículo 2.1 de MAD no quedaba claro si el uso de información privilegiada se cumplía cuando se daba un requisito objetivo o subjetivo. Es decir, no quedaba claro si, objetivamente, con la mera posesión de información bastaba para cumplir el presupuesto de hecho. O si, subjetivamente, era necesario para cumplir la definición que el *insider* hubiera actuado en el mercado con conocimiento de esta información⁹⁹. Ciertos Estados miembros como Reino Unido o Francia aplicaban el criterio subjetivo, mientras que otros como Bélgica y Alemania aplicaban el criterio objetivo¹⁰⁰.

El Tribunal de Justicia de la Unión Europea (en adelante, TJUE) resolvió esta controversia con el caso *Spector Photo Group*¹⁰¹. A este respecto, la conclusión a la que llega la Abogado General Kokott es a la ausencia de mención en el artículo 2.1 de MAD a la realización de la conducta con conocimiento de una información privilegiada, si no que tan solo basta con que se utilice la información privilegiada. Asimismo, se entiende que la prohibición tiene un sentido amplio tendiente a aplicarse en la práctica de forma sencilla para poder garantizar la integridad del mercado. Por todo ello, entre el conocimiento de cierta información y la toma de decisión en una operación no debe existir una relación causal estricta¹⁰². Esta opinión concordó con la resolución del TJUE; no existe un elemento subjetivo en el supuesto de hecho de la definición del artículo 2.1 de MAD¹⁰³.

Con posterioridad a esta sentencia, entra en vigor MAR. La regulación no aclara explícitamente la controversia o modifica o adapta la definición para asemejarla con el caso Spector. Al mantenerse constante la definición del artículo 2.1 de MAD en el artículo 8.1 de MAR, se entiende que la interpretación en Spector sigue siendo de aplicación en la actualidad.

Asimismo, en el contenido de la definición también se puede observar avances en aras de una mayor protección de los mercados. A partir de su entrada en vigor, estará prohibido la cancelación o modificación de una orden de un instrumento financiero

⁹⁹ Conclusiones del Abogado General Sra. Juliane Kokott, presentadas el 10 de septiembre de 2009 sobre C-45/08 Spector Photo Group contra CBFA

¹⁰⁰ *Ibid.* párrafo 48

¹⁰¹ Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 23 de diciembre de 2009, C-45/08 Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck y Commissie voor het Bank-, Financie-en Assurantiewezen (CBFA).

¹⁰² Conclusiones del Abogado General Sra. Juliane Kokott *op. cit* párrafo 59

¹⁰³ Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 23 de diciembre de 2009, C-45/08 Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck y Commissie voor het Bank-, Financie-en Assurantiewezen (CBFA), sobre la cuestión segunda y tercera.

sobre el que se posee información privilegiada, cuando se hubiese dado la orden antes de poseer dicha información¹⁰⁴. También la simple recomendación o inducción a otra persona sobre la realización de operaciones con información privilegiada constituye uso de información privilegiada¹⁰⁵.

3.6. Aportación de MAR a las prácticas de uso de información privilegiada

Hasta este punto hemos analizado el alcance del Reglamento así como las implicaciones de las definiciones básicas. A continuación se va a analizar las aportaciones que MAD realiza a ciertas prácticas financieras destacadas. Se analizarán a continuación las prospecciones de mercado, la lista de iniciados, las operaciones de directores y por último la prevención y detección del abuso de mercado.

3.6.1. Prospecciones de mercado

MAR es el primer reglamento que somete las prospecciones de mercado a regulación. El reglamento entiende como prospección de mercado, aquella práctica que consiste en la comunicación de información a uno o más potenciales inversores antes del anuncio de una operación para conocer el interés de los mismos en la hipotética operación y sus condiciones¹⁰⁶. El objetivo de su inclusión es el control de la transmisión de la información privilegiada que se realizar en esta práctica.

Las prospecciones de mercado son de gran utilidad para los emisores de activos financieros para predecir la reacción de inversores a transacciones de gran envergadura. Este tipo de operaciones han empezado a tener especial importancia a partir de la crisis financiero de 2009, las empresas quieren tener certeza de que sus activos van a ser bien recibidos por el mercado y que por tanto no es un esfuerzo en vano que lleve a la empresa a incurrir en costes innecesarios.

Los legisladores comunitarios son conscientes de la importancia que tiene esta herramienta para tomar decisiones estratégicas y es por ello que está admitido la transmisión de esta información privilegiada como una conducta lícita de cumplirse ciertos requisitos desarrollados por ESMA.

Este tipo de operaciones las lleva a cabo un emisor, un oferente en el mercado secundario de un instrumento financiero, un participante del mercado o un tercero que

¹⁰⁴ Art. 8.1 Directiva 2003/6/CE (MAD)

¹⁰⁵ Art. 14 Directiva 2003/6/CE (MAD)

¹⁰⁶ Art. 11 Reglamento 596/2014 (MAR)

actúa en nombre propio o ajeno¹⁰⁷. Para el desarrollo de un procedimiento armonizado en la UE, se han publicado varios reglamentos de desarrollo¹⁰⁸ así como ESMA ha publicado unas guías que recogen como debe de funcionar el proceso. En ellas viene recogido desde la determinación de la información que se va a revelar¹⁰⁹, consentimiento de los participantes hasta la revelación de la información.

Si se analizan las ventajas e inconvenientes de esta nueva inclusión se llega a lo siguiente. Por una parte, esta regulación trae grandes costes para los sujetos que realizan las prospecciones. A partir de la entrada en vigor de MAR es obligatorio que se forme al personal de dichos sujetos para que realicen la actividad conforme las normas de procedimiento previstas por ESMA. Asimismo, es necesario que mantengan un registro de el desarrollo de la actividad. Todo ello va a suponer un aumento del coste de dicha actividad.

Por otra parte, MAR va a aportar una serie de beneficios. La inclusión de estos nuevos estándares técnicos va a dar claridad y seguridad legal a estas actuaciones además de permitir un enfoque coherente y único para reducir el riesgo de uso de información privilegiada. Asimismo va a facilitar la tarea de control de las autoridades competentes, por lo que se podría deducir que en general va a mejorar a la transparencia e integridad del mercado financiero.

En cuanto al sistema jurídico español, la regulación de las prospecciones en el sistema comunitario no ha sido extendida todavía al sistema nacional. Al no estar previsto en la LMV ni en otra norma española de desarrollo, es necesario que los legisladores lleven a cabo su inclusión para que ambos niveles jurídicos funcionen a la par.

3.6.2. Lista de Iniciados

MAD contenía entre sus provisiones, la obligación de recolectar datos de aquellos sujetos que poseyeran información privilegiada sobre un instrumento financiero, es decir, la obligación de realizar lo conocido como una lista de iniciados¹¹⁰. Esta provisión era objeto de muchas críticas. En primer lugar, suponía por muchos una violación de privacidad de los empleados al tener que ceder datos personales para

¹⁰⁷ Art. 11.a Reglamento 596/2014 (MAR)

¹⁰⁸ Reglamento de Ejecución (UE) 2016/959 sobre las prospecciones de mercado y Reglamento Delegado 2016/960 sobre la realización de prospecciones de mercado por parte de los participantes del mercado que comunican información.

¹⁰⁹ ESMA, “Final Report: Draft Technical Standard on the Market Abuse Regulation”, *ESMA*, No. 2015/1455, 2015, p. 80.

¹¹⁰ Art. 6.3. Directiva 2003/6/CE (MAD).

conformar la lista¹¹¹. En segundo lugar, fue muy criticado el incremento de costes para los emisores por la obligación de recolección y conservación de los datos de la listas¹¹². Sin embargo, todos estos inconvenientes son justificados por la importancia que tiene la lista como herramienta para que las autoridades competentes persigan estas conductas. Con la lista de iniciados se consigue controlar de manera más eficiente quienes poseen este tipo de información y dar una mayor integridad al mercado.

A pesar de ya estar incluida en MAD, MAR perfecciona esta herramienta y facilita la tarea de las autoridades al establecer una provisión más pormenorizada de los datos a incluir. El artículo 18 de MAR establece el contenido exacto de las listas (identidad, la razón de su inclusión y fecha) y posteriormente las provisiones de ESMA aumentan el contenido incluyendo detalles tales como cargo profesional y compañía¹¹³. Al incluir más detalles sobre los *insiders*, MAR busca dar una mayor uniformidad del contenido de las mismas.

En lo que respecta al ordenamiento jurídico español, dado que la LMV mantiene lo provisto en MAD, será necesario que se adapte la regulación nacional para poder así conseguir una uniformidad comunitaria en el contenido.

3.6.3. Operaciones de directivos

Los directivos o personas con responsabilidades de dirección poseen información privilegiada sobre el funcionamiento del emisor de instrumentos financieros para el que ejercen dicha actividad. Consecuentemente, dado que reúnen los requisitos para ser un *insider*, es necesario que sus actuaciones estén sujetas a un control para evitar un posible uso de información privilegiada.

Con MAD ya se establecía un sistema de notificación de las operaciones realizadas por dichos sujetos, sin embargo, este era muy escueto¹¹⁴. Con la entrada en vigor de MAR, se puede observar como se amplía la regulación considerablemente en determinados aspectos.

En primer lugar, con el fin de prevenir y detectar el abuso de mercado, se crea un marco uniforme para la notificación de operaciones realizadas por los directivos, así como una

¹¹¹ ESMA, *op. cit.* p. 58.

¹¹² *Ídem.*

¹¹³ “Final Report: Draft Technical Standard on the Market Abuse Regulation”, *cit.* p. 58.

¹¹⁴ Art. 6.4 Directiva 2003/6/CE (MAD).

plantilla para la misma¹¹⁵. Esto va a suponer una reducción del plazo de notificación de 5 a 3 días hábiles¹¹⁶ de todas las operaciones que realice el directivo, ya sea por cuenta propia o ajena¹¹⁷. Además la notificación se realizará cuando la operación exceda los 5.000 euros dentro de un año natural.¹¹⁸

En segundo lugar, dado que MAR ha aumentado el ámbito objetivo de su aplicación. Ahora pasarán a estar sujetos de esta notificación, los directivos de emisores de instrumentos financieros que hayan solicitado o haya sido ya aprobada la solicitud de admisión a negociación en los mercados regulados, y los instrumentos negociados en un SMN y en un SOC. Asimismo, estos sujetos tienen que notificar de cualquier operación que realicen; MAR incluso añade la necesidad de notificación de préstamos de instrumentos financieros o de operaciones realizadas en el marco de una póliza de seguro de vida¹¹⁹.

En último lugar, la gran novedad para el sistema comunitario en general y en particular para el sistema jurídico nacional, va a ser la introducción de un período de *blackout*. Este período se caracteriza por la prohibición de operar para los directivos y ocasiona una reducción del problema de asimetría de información que se produce cuando los directivos operan con información privilegiada a costa del resto de inversores del mercado que desconocen dicha información¹²⁰. Con MAR, ese período está limitado a 30 días y admite ciertas excepciones, caso por caso, dadas unas circunstancias excepcionales¹²¹.

Consecuentemente, en línea con todas las modificaciones de este nuevo reglamento, MAR va a permitir una mayor uniformidad entre los Estados miembros en aras de una transparencia e integridad del mercado. En cuanto a la regulación nacional, la CNMV todavía mantiene el sistema de notificación de MAD por lo que sería necesario la adaptación a MAR incluyendo la novedad del período de *blackout*.

¹¹⁵ Anexo Reglamento Delegado (UE) 2016/957

¹¹⁶ Según el art. 19.e Reglamento 596/2014 (MAR), 3 días hábiles a partir de la fecha de la operación.

¹¹⁷ Art. 19.1 Reglamento 596/2014 (MAR)

¹¹⁸ Según el art. 19.8 Reglamento 596/2014 (MAR), el cálculo de los 5.000 se realizará mediante la suma de compensaciones de todas las operaciones.

¹¹⁹ Art. 19.7 Reglamento 596/2014 (MAR)

¹²⁰ Richardson, S., Teoh, S.H. y Wysocki, P. "The Walk-down To Beatable Analyst Forecasts: The Role of Equity Issuance and Insider Trading Incentives." *Contemporary Accounting Research*, Vol. 21, No. 4, 2004, p. 891

¹²¹ Art. 19.12 Reglamento 596/2014 (MAR)

3.6.4. Prevención y detección del abuso de mercado

El control de conductas abusivas no debería dejarse en exclusiva a las autoridades competentes. Al contrario, los organismos gestores así como otras empresas de servicios de inversión que gestionan centros de negociación tendrán que velar por la integridad del mercado¹²². Esta provisión es introducida con acierto por MAR, ampliando considerablemente el ámbito subjetivo de prevención y detección previsto por MAD¹²³.

Se puede deducir del contenido del artículo 16 de MAR, que la obligación es la misma para ambos sujetos independientemente de los instrumentos financieros que se negocien, la cantidad de los mismos e incluso del tipo de clientes o de a nombre de quien se introduzca una orden¹²⁴. Sin embargo, resulta razonable entender que la extensión de la obligación no se aplica de forma igualitaria. La acción y el alcance de control que tiene un organismo gestor del mercado es distinto al que tiene una entidad de asesoramiento financiero.

El ámbito objetivo de detección y prevención se ha visto ampliado al introducir junto con operaciones financieras, también meras órdenes, tales como cancelaciones o modificaciones de operaciones con información privilegiada¹²⁵.

Por último, para que sea efectivo el contenido del artículo 16 de MAR, ha entrado en vigor un reglamento en el cual establece los procedimientos a seguir, tales como la creación de una plantilla electrónica, conocida como STOR¹²⁶. Si se realizan estas listas con información útil y clara, se reducirá mucho tiempo y esfuerzo de las autoridades y se protegerá a los inversores más eficazmente.

Consecuentemente, MAR aumenta claramente el contenido de MAD. Esto se traduce en la implementación de nuevas medidas y modificaciones en la regulación nacional, más concretamente en la LMV y en toda la normativa que desarrolle la misma.

¹²² Considerando 63 Reglamento 596/2014 (MAR)

¹²³ Ver art. 6.6 y 6.9 de MAD

¹²⁴ ESMA, *op. cit.* p. 34

¹²⁵ Art. 16.1 Reglamento 596/2014 (MAR)

¹²⁶ Suspicious Transaction and Order Reporting

4. MAD II: UN NUEVO MARCO SANCIONADOR

Junto con la publicación de MAR también entró en vigor una segunda Directiva sobre abuso de mercado, MAD II. El análisis que se va a realizar a continuación de la misma sigue una estructura similar al análisis de MAR. Primero se expondrán la razón de ser de MAD II para continuar con un análisis de las aportaciones objetivas, subjetivas y prácticas de esta nueva Directiva.

4.1. Justificación jurídico-económica de MAD II

MAD vio la luz con el objetivo de que los Estados pudieran tomar medidas o imponer sanciones administrativas contra aquellos sujetos que infringían las provisiones en materia de abuso de mercado. Todo esto se realizaba sin perjuicio del derecho que poseían los Estados miembros de imponer sanciones penales por estas conductas¹²⁷.

Partiendo del informe realizado por el grupo de Expertos de Alto Nivel, el ya mencionado informe de Larosière, se puede llegar a la conclusión de la necesidad de autoridades con capacidad suficiente para supervisar y sancionar conductas que minoran la solidez y prudencia del mercado financiero¹²⁸. Sin embargo, los Expertos de Alto Nivel consideran que los regímenes sancionadores actuales de los Estados miembros son débiles y heterogéneos. Al no poseer todas las autoridades nacionales las mismas competencias en la materia, esta heterogeneidad se percibe en el grado de las sanciones impuestas por diferentes Estados miembros. Desde simples sanciones pecuniarias hasta penas de prisión. Consecuentemente, al no existir un marco común, autores de prácticas abusivas pueden aprovecharse de la existencia de regímenes menos estrictos, trayendo graves consecuencias para la integridad del mercado común. El informe resalta la necesidad de establecer un régimen comunitario de sanciones penales que demuestren una desaprobación social más severa frente a las que denotan las sanciones administrativas¹²⁹, así como la necesidad de establecer un mayor número de recursos y más sofisticados¹³⁰.

MAD II culmina las recomendaciones del Informe de Larosière. Con un mercado carácter sancionador, persigue el establecimiento de un marco común de sanciones penales como medida para un mejor cumplimiento de la política europea en la materia.

¹²⁷ Considerando 2 Directiva 2014/57/UE (MAD II)

¹²⁸ “The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report” *cit.* párrafo 83

¹²⁹ Considerando 6 Directiva 2014/57/UE (MAD II)

¹³⁰ De Larosière, *op. cit.*, párrafo 84

Los Estados van a tener que implementar una serie de medidas para cumplir con este mínimo marco común pero también se les va a poder permitir el establecimiento de un régimen nacional más estricto.

4.2. Aportación de MAD II al ámbito objetivo de las sanciones penales

En lo que respecta al ámbito de aplicación de la Directiva, éste va a ir en concordancia con MAR. Serán objeto de supervisión los mercados regulados, SMN y SOC, entendiendo por tales los explicados anteriormente.

4.3. Aportación de MAD II al ámbito subjetivo de las sanciones penales

Con el objetivo de unificar los sistemas normativos para alcanzar una mayor integración y eficiencia en el mercado, es necesario establecimiento de sanciones penales efectivas, proporcionales y disuasorias a las personas físicas.

Como novedad, MAD II establece la necesidad de imponer medidas con el fin de considerar responsables a las personas jurídicas.

Las personas jurídicas pueden ser consideradas responsables de las infracciones [...] que hayan sido cometidas en beneficio de aquellas por cualquier persona, ya sea que actúe a título individual o como parte de un órgano de la persona jurídica y que ocupe un cargo directivo dentro de la persona jurídica¹³¹.

Para que este control sea eficaz, MAD II establece la necesidad de imponer multas de carácter penal y administrativo, igual que sucedía con las personas físicas. Además añade otro tipo de sanciones tales como la exclusión del disfrute de ventajas o ayudas públicas, la prohibición temporal o permanente del ejercicio de actividades comerciales, la vigilancia judicial, la disolución judicial e incluso el cierre temporal o definitivo de los establecimientos utilizados para cometer la infracción¹³².

Esto supone una clara evolución para la integración legislativa comunitaria mientras que para el derecho español no resulta tan novedoso. Con la modificación del CP llevada a cabo en 2015¹³³ se introdujo el artículo 33 bis por el cual las personas jurídicas pasan a ser sujetos del Derecho Penal. Ésta modificación rompe con el principio *societas deliquere non potest* que había gobernado el sistema penal español hasta el momento.

¹³¹ Art. 8 Directiva 2014/57/UE (MAD II)

¹³² Art. 9 Directiva 2014/57/UE (MAD II)

¹³³ Ley Orgánica 1/2015, de 30 de marzo, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal

Consecuentemente, el artículo que pena el uso de información privilegiada (art. 285) es de aplicación a las personas jurídicas y no procede ampliación alguna en el sistema penal español por la transposición de MAD II.

Cabe destacar para concluir y en relación con el tema, que no supone un problema para la efectividad del derecho comunitario que las normas de un estado sean más estrictas que la propia normativa europea. Como determinó el TJUE en el caso *Verdonck, Everaert y Baedts*, no será ningún impedimento siempre que se respete el alcance de la definición de información privilegiada que se tiene que aplicar igualmente tanto a personas físicas como a personas jurídicas¹³⁴. Consecuentemente, partiendo de los mínimos sancionadores penales comunitarios, los Estados miembros pueden desarrollar un régimen tan estricto como deseen.

4.4. Aportaciones de MAD II a su aplicación práctica

Por último cabe destacar la inclusión de responsabilidad penal por la incitación, complicidad y tentativa de cometer una infracción en materia de abuso de mercado¹³⁵.

Asimismo, el aumento de las operaciones transfronterizas hace necesario aumentar la competencia de los jueces y que estos conozcan de casos en los que el autor tuviera residencia habitual en su territorio o que la infracción beneficiara a una persona jurídica establecida en su territorio¹³⁶.

¹³⁴ Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 3 de mayo de 2001, C-28/99, *Jean Verdonck, Ronald Everaert y Edith de Baedts*.

¹³⁵ Art. 6 Directiva 2014/57/UE (MAD II)

¹³⁶ Art. 10 Directiva 2014/57/UE (MAD II)

5. CONCLUSIONES

El pasado siglo, comenzó uno de los procesos de integración económica más ambiciosos de la historia, la Unión Europea. Con el fin de potenciar el crecimiento económico y el empleo de todos sus miembros, se creó una unión económica, el mercado común. El mercado financiero, como parte del mercado común, tiene que velar por estos objetivos y crear un espacio de actuación transparente y eficiente. Un marco jurídico común que regule el mercado financiero en general, y en particular el abuso de mercado que produce el uso de información privilegiada supone una pieza clave.

Como se ha podido observar, a medida que aumenta la integración económica, aumenta y se perfecciona también el sistema jurídico que protege a los inversores del mercado financiero. El último avance se dio el 3 de Julio de 2016 con la entrada en vigor de MAR.

Con este nuevo reglamento, se ha producido un aumento considerable del ámbito objetivo de aplicación del abuso de mercado. La ausencia de regulación en mercados financieros de reciente desarrollo puede crear una situación ventajosa para los *insiders* y minar la confianza de los inversores. Es por ello que con MAR pasan a estar sujetos a regulación y control los Sistemas Multilaterales de Negociación y los Sistemas Organizados de Contratación. Al incrementarse el ámbito objetivo de aplicación de MAR, inevitablemente, también aumenta el ámbito subjetivo del mismo. Ahora quedan sujetos un mayor número de personas relacionadas con los nuevos instrumentos financieros incorporados.

Asimismo, MAR ha introducido un nuevo criterio para la consideración de información privilegiada, el criterio del inversor razonable. Dado que no se ha producido ningún cambio con respecto al criterio de influencia de precio presente en MAD, no queda clara la intención de los legisladores comunitarios con respecto a la continuación del uso de este último. Por tanto, hasta que no se aclare la disyuntiva, parece razonable tener en consideración ambos criterios.

En cuanto a las prácticas contenidas en MAR, dada la importancia que ha ido adquiriendo en la actualidad las prospecciones de mercado, ha sido necesario su regulación en cuanto a que suponen un traslado de información privilegiada. Asimismo, MAD no contemplaba en gran profundidad la lista de iniciados, las operaciones realizadas por directivos o la prevención y detección del abuso de mercado. Al respecto,

MAR ve la luz con el objetivo de perfeccionar y profundizar en el contenido de los mismos.

Junto con MAR ha entrado en vigor también MAD II, una directiva que persigue una unificación en materia de sanciones penales para evitar desigualdades entre Estados miembros. Entre esas medidas, va a ser muy efectivo para la persecución de esta conducta, someter a responsabilidad penal a las personas jurídicas.

Todos estos avances se traducen en ciertos cambios y ampliaciones en el sistema jurídico español. Si bien ya estaba regulado por ejemplo la inclusión de Sistemas Multilaterales de Negociación, la LMV tiene que ser adaptada para incluir el criterio de inversor razonable, las prospecciones de mercado y los períodos de *blackout*.

Para concluir, MAR y MAD II han apostado por una mayor y más intensiva regulación como medio para proteger al inversor. Dada su reciente entrada en vigor y la ausencia de su completa adaptación en Estados miembros tales como España, resulta difícil determinar, en principio, que tan efectivas van a ser en la práctica las medidas introducidas en el mismo. Sin embargo, por el contenido del reglamento se puede deducir que el control sobre las actuaciones del *insider* a día de hoy es pleno y que los inversores deberían de confiar en el mercado ya que éste es más transparente e íntegro que nunca.

6. BIBLIOGRAFÍA

Legislación

Comunitaria

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

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

Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado.

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

Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

Reglamento (UE) No 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado.

Reglamento Delegado (UE) 2016/957 de la Comisión de 9 de marzo de 2016 por el que se completa el Reglamento (UE) n.o 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación aplicables a los mecanismos, sistemas y procedimientos apropiados, así como a las plantillas de notificación, que deben utilizarse para prevenir, detectar y notificar prácticas abusivas u órdenes u operaciones sospechosas.

Reglamento Delegado (UE) 2016/957 de la Comisión de 9 de marzo de 2016 por el que se completa el Reglamento (UE) n.o 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación aplicables a los mecanismos, sistemas y procedimientos apropiados, así como a las plantillas de notificación, que deben utilizarse para prevenir, detectar y notificar prácticas abusivas u órdenes u operaciones sospechosas.

Nacional

Código Penal de 1995.

Ley Orgánica 1/2015, de 30 de marzo, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal (BOE 31 de marzo de 2015)

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE 24 de octubre de 2015).

Jurisprudencia

Securities and Exchange Commission de 8 de Noviembre de 1961, file no. 8-8925, *Cady, Roberts & Co.*

Securities and Exchange Commission de 31 de Octubre de 1995, No. 14706, SEC v. Charles Brumfield, Joseph Brumfield, Robert Allen, William Mylett, Joseph Penna, Joseph Cusimano, Alfred Volpe, James Galante, Thomas Alger, John O'brien, Lawrence Friedman, Robert Flanagan, Thomas Flanagan, Sharon Seiden, Warren Smith, John Lynch and Albert Brody.

Sentencia de la Audiencia Nacional, Sala de lo Contencioso-administrativo, Sección 6ª de 5 de marzo de 2009, 2009/411580

Sentencia del Tribunal Supremo Sala de lo Contencioso de 27 de septiembre de 2011, 5944/2011.

Sentencia del Tribunal Supremo Sala de lo Penal de 21 de diciembre, 1136/2010.

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea Gran Sala de 22 de noviembre de 2005, C-384/02 *Grøngaard y Bang*.

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 23 de diciembre de 2009, C-45/08 *Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck y Commissie voor het Bank-, Financie-en Assurantiewezen (CBFA)*.

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 3 de mayo de 2001, C-28/99, *Jean Verdonck, Ronald Everaert y Edith de Baedts*.

Sentencia del U.S. Court of Appeals for the Second Circuit de 13 de agosto de 1968, 401 F.2d 833, SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.

Sentencia del U.S. Court of Appeals for the Second Circuit de 25 de marzo de 2014, No. 12-4448, United States v Rajat K. Gupta.

Sentencia del U.S Supreme Court de 18 de marzo de 1980, No. 78-1202 445 U.S. 222, Chiarella v. United States.

Sentencia del U.S. Supreme Court de 24 de junio de 2010, No. 08-1394 Skilling v United States.

Sentencia del U.S. District Court, S.D. New York de 24 de septiembre de 1987, No. M21-45-MP, USA v Ivan F. Boesky.

Obras Doctrinales

Ausubel, L.M., “Insider Trading in a Rational Expectations Economy”, *The American Economic Review*, vol. 80, n. 5, 1990, pp. 1022-1041.

Baldwin, R., Wyplosz, C. *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill Education, 5ª Edición, Londres, 2006.

Bainbridge, S., “Insider Trading: an Overview” *UCLA School of Law*, 2000.

Bhattacharya, U. Daouk, H., “The World Price of Insider Trading”, *The Journal of Finance*, vol. 57, n. 1, 2002 pp. 75-108.

Bhattacharya, U., Spiegel, M., “Insiders, Outsiders, and Market Breakdowns”, *The Review of Financial Studies*, vol. 4, n. 2, 1991, pp. 255-282.

Bris, A. "Do Insider Trading Laws Work?." *European Financial Management*, vol. 11, No. .3, 2005, pp. 267-312

Davies, P., Worthington, S., *Gower & Davies: Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, Londres, 2008, 10ª edición.

De Larosière, J., “The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report” de 25 de Febrero de 2009.

Du, J., Wei, S.J., “Does Insider Trading Raise Market Volatility?” *The Economic Journal*, vol. 114, n. 498, 2004, pp. 916-942.

Engle, E., “Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison” *European Business Law Review*, vol. 26, 2010 pp. 465-490.

French, D., Mayson, W., Ryan, C. *Mayson, French & Ryan on Company Law*, Oxford, 2015, 31ª edición.

- Goshen, Z., Parchomovsky, G. "On Insider Trading, Markets, and" Negative" Property Rights in Information." *Virginia Law Review*, 2001, pp. 1229-1277.
- Khanna, N., "Why Both Insider Trading and Non-Mandatory Disclosures Should Be Prohibited" *Managerial and Decision Economics*, vol. 18, no. 7/8, The Use of Finance and Economics in Securities Regulation and Corporation Law, 1997, pp. 667-679.
- Lane, P. R., "The European Sovereign Debt Crisis. The Journal of Economic Perspectives" , vol. 26, n. 3, 2012, pp. 49-67.
- Leland, H.E., "Insider Trading: Should It Be Prohibited?" *Journal of Political Economy*, vol. 100, n. 4, 1992, pp. 859-887.
- Manne, H., "In Defence of Insider Trading" *Harvard Business Review*, vol. 44, pp. 113-122.
- Manne, H.G., *Insider Trading and the Stock Market*, Free Press, Nueva York, 1966.
- Mishkin, F. S., "Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis" *The Journal of Economic Perspectives* , vol. 25, n. 1, 2011.
- Richardson, S., Teoh, S.H. y Wysocki, P. "The Walk-down To Beatable Analyst Forecasts: The Role of Equity Issuance and Insider Trading Incentives." *Contemporary Accounting Research*, Vol. 21, No. 4, 2004, pp. 885-924.
- Repullo, R., "Some Remarks on Leland's Model of Insider Trading" *Economica*, New Series, vol. 66, n. 263, 1999, pp. 359-374.
- Spiegel, M. (2011). "The Academic Analysis of the 2008 Financial Crisis: Round 1". *The Review of Financial Studies* , vol. 24, n. 6, 2011, pp. 1773-1781.
- The Economist "Monetary Policy After the Crash Controlling Interest". *The Economist*, 13 de Septiembre de 2013.
- Tobar Arias, J.E., *Regulación y Gobierno Corporativo como Mecanismos de Control del Uso de Información Privilegiada. Estudio Comparativo de España y Reino Unido*, Salamanca, 2011.
- Upegui, C., *La Responsabilidad Civil por "Abuso de Mercado" en el Mercado de Valores*, Barcelona, 2014.
- Vega Gutiérrez, J.Z., *Mercado de Valores en Derecho Penal, abuso de información privilegiada bursátil: "Insider Trading"*, Edisofer, Madrid, 2013.

Otros

Conclusiones del Abogado General Sra. Juliane Kokott, presentadas el 10 de septiembre de 2009 sobre C-45/08 Spector Photo Group contra CBFA.

Conclusiones del Abogado General Sr. M. Poiares Maduro, presentadas el 25 de mayo de 2004 sobre C- 384/02 Grøngaard y Bang.

Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Guía de actuación para la transmisión de información privilegiada a terceros” de 9 de marzo de 2009.

ESMA, “Final Report: Draft Technical Standard on the Market Abuse Regulation”, *ESMA*, No. 2015/1455, 2015.

ANEXO I Crisis Financiera como detonante de MAR

Como se ha podido ver en el desarrollo del Trabajo, una de las principales causas por las que MAR vio la luz fue las consecuencias que había producido una regulación débil en la crisis de 2008¹³⁷. Para poder entender con mayor profundidad la razón de ser de este nuevo reglamento y directiva, a continuación se va a exponer un análisis sobre la crisis financiera de 2008, sus causas y consecuencias.

Los primeros años del siglo XXI se caracterizan por un sentimiento generalizado de prosperidad especialmente en el mercado financiero. Se experimentó un incremento del número de hipotecas, sobretodo en EEUU donde eran conocidas con el nombre de *subprime*. Las razón principal era la confianza que tenían los bancos en titulares que tenían una alta probabilidad de impago pero que podían contraer deudas elevadas debido a una regulación débil.

Sin embargo, cuando en 2008 cae Lehman Brothers y se rescata dos días después a la Aseguradora American International Group, los agentes del mercado empiezan a ser conscientes de como ignoraban el riesgo tan excesivo que se había asumido y la fragilidad del mercado¹³⁸. El estallido de la crisis provocó una situación en la que los bancos no eran capaz de satisfacer sus deudas lo que llevó a la intervención de las autoridades monetarias¹³⁹.

En EEUU, la Reserva Federal (en adelante, FED) intervino inmediatamente con un paquete de medidas, unas normales (bajadas de los tipos de interés e inyección de capital en las instituciones financieras) y otras menos convencionales (*quantitative easing*¹⁴⁰). Todas estas políticas fueron efectivas como demuestran ciertos estudios. Por ejemplo, las medidas de *quantitative easing* ayudaron a reducir el coste del endeudamiento a largo plazo entre un 0,15 y 0,20%¹⁴¹.

La crisis financiera americana fue rápidamente contagiada a los Estados miembros de la UE. Igual que en EEUU, la autoridad monetaria, el Banco Central Europeo (en adelante,

¹³⁷ “The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report” *cit.p.*

¹³⁸ Mishkin, F. S., “Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis” *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 25, n 1, 2011. p. 55

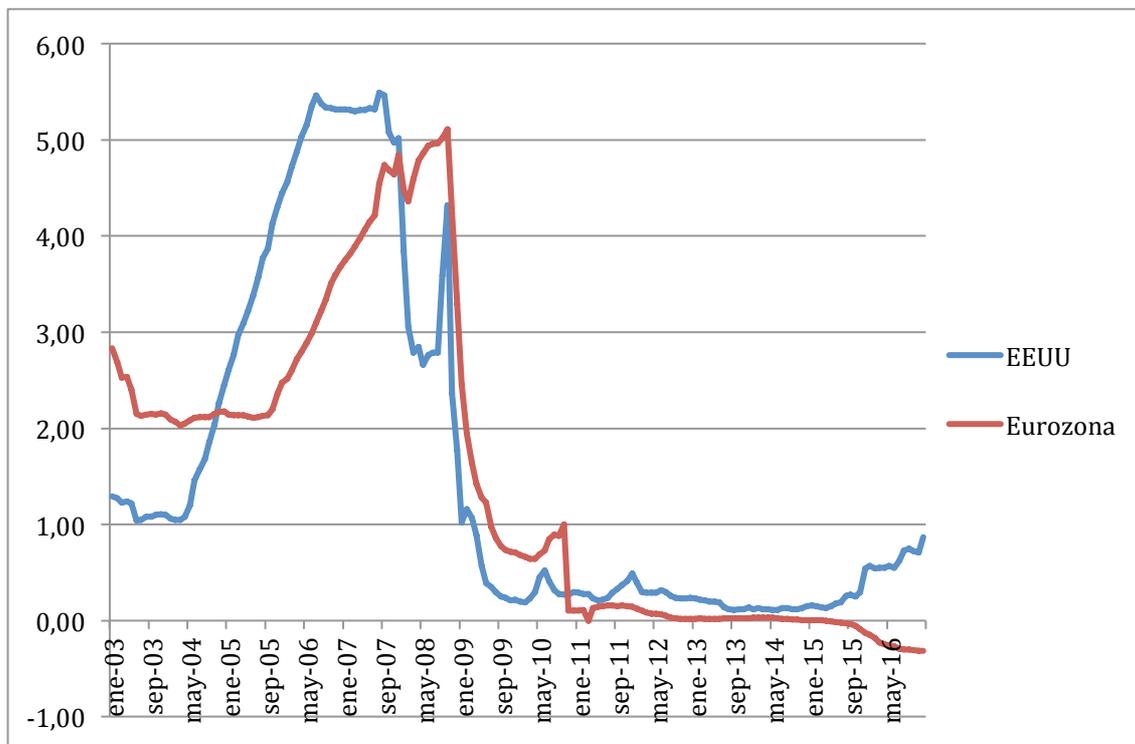
¹³⁹ Spiegel, M. (2011). “The Academic Analysis of the 2008 Financial Crisis: Round 1”. *The Review of Financial Studies*, vol. 24, n 6, 2011, p. 1778

¹⁴⁰ Esta herramienta de política monetaria surge por primera vez en la crisis japonesa de finales del siglo XX y tiene como objetivo la reducción de los costes de la deuda a largo plazo a través de la compra de la compra de títulos hipotecarios y de bonos del gobierno central

¹⁴¹ The Economist “Monetary Policy After the Crash Controlling Interest”. *The Economist*, 13 de Septiembre de 2013

BCE), tuvo que intervenir a través de una bajada de tipos y de una inyección de capital a los bancos. Fue criticado del BCE su tardía en vez de proactiva respuesta¹⁴²; como se puede observar en el gráfico 1 la bajada de los tipos en EEUU fue anterior a la europea.

Gráfico 1: Tipos de Interés de 2003 a 2016 (en %)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la OECD, última consulta: 05/03/17

Las consecuencias que tuvo la crisis en los países afectados fue la entrada en una recesión económica. El crecimiento económico se vio profundamente afectado (gráfico 2) y la tasa de desempleo aumentó exponencialmente en España y en Grecia (gráfico 3).

Pasado el máximo de decrecimiento económico entre 2008 y 2010 (gráfico 2) la UE entra en una crisis de deuda soberana. Los gobiernos habían abandonado una disciplina presupuestaria en aras de salvaguardar los mercados financieros. Como se puede observar en el gráfico 3, la deuda pública de los gobiernos había sido en su mayoría constante a principios de siglo XXI pero sufre un gran aumento a partir de 2010 y 2011.

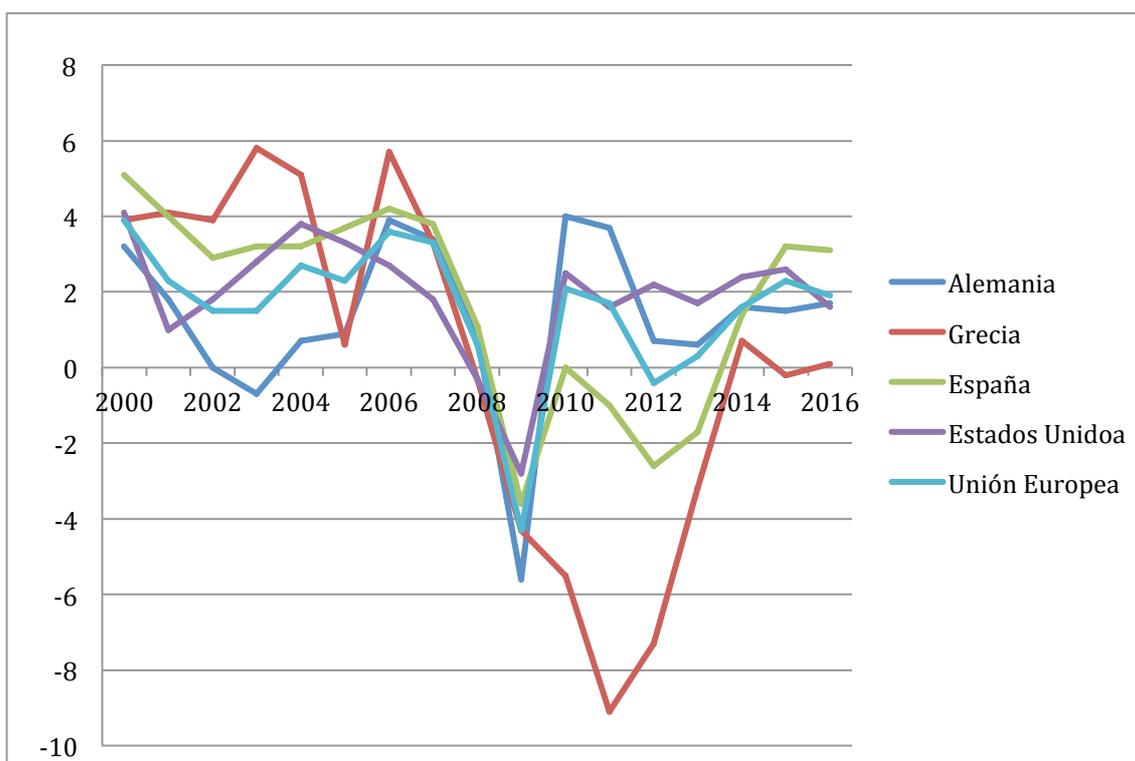
La situación económica de algunos países, tales como Grecia, llegó a ser insostenible. Máximos de deuda pública de entorno al 130% sobre el PIB desembocaron en la concesión de un paquete de ayuda por el BCE, la UE y el Fondo Monetario

¹⁴² Baldwin, R., Wyplosz, C. *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill Education, 5ª Edición, Londres, 2006.

Internacional. Esta crisis de deuda soberana fue contagiada a Estados como España o Portugal.

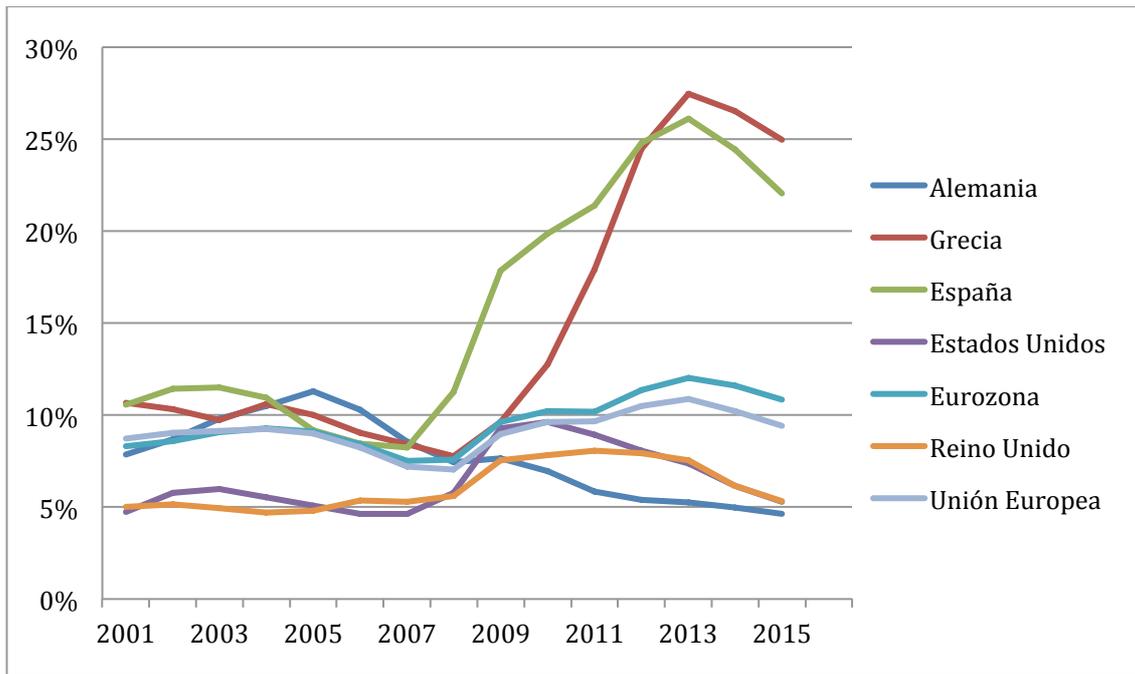
Para concluir, se ha podido observar como actuaciones inapropiadas en el mercado financiero pueden afectar en gran medida a los sujetos del mercado, a los gobiernos y a la sociedad en general. Es por esto que resulta necesario y apropiado implementar una nueva regulación en materia financiera más estricta y que se adapte mejor a la situación actual.

Gráfico 2: Tasa de crecimiento del PIB de 2000 a 2016 (en %)



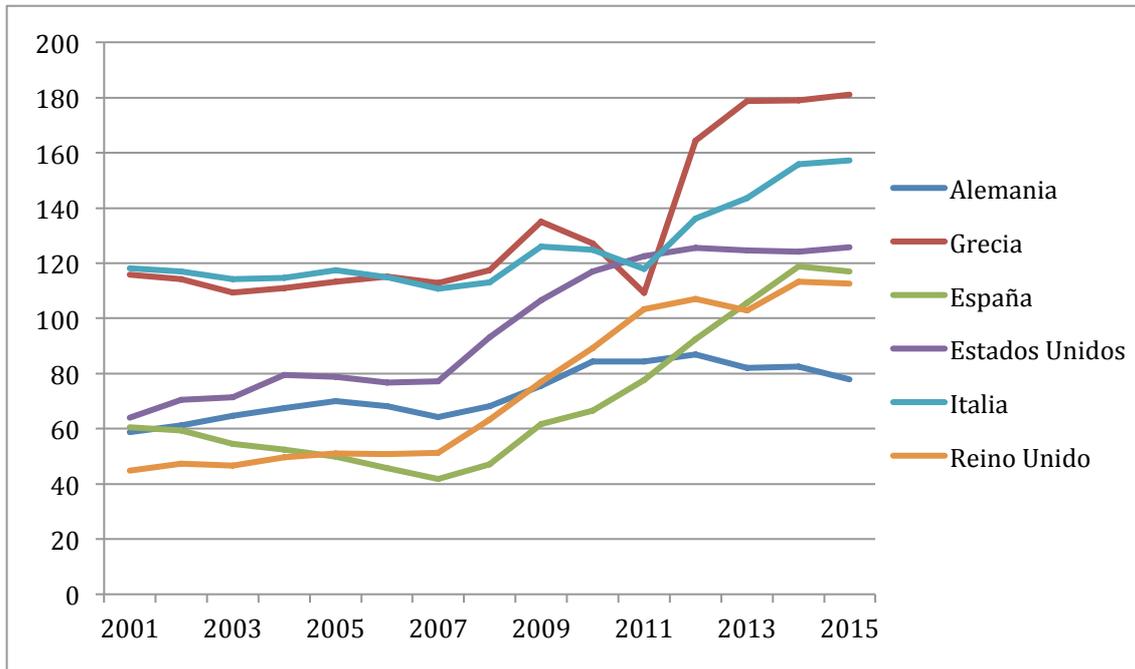
Fuente: elaboración propia a partir de datos del FMI, última consulta: 04/03/2017

Gráfico 3: Tasa de desempleo armonizada de 2001 a 2015 (en %)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la OECD, última consulta: 03/03/2017

Gráfico 4: Deuda Pública de 2001 a 2015 (en % sobre el PIB)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la OECD, última consulta: 03/03/2017

