



FACULTAD DE DERECHO

**Evaluación crítica de la posición de
España y Reino Unido en relación a la
UE, en el abuso de mercado.**

Autor: Miguel Del Río Aguiar

5º, E-3, D

Derecho Mercantil

Tutor: Bruno Martín Baumeister

RESUMEN

Se ha convertido en un asunto esencial para los estados miembros y los principales organismos europeos gozar de unos mercados secundarios protegidos y fuertes. La regulación del abuso de mercado ha sido un área que ha crecido de manera espectacular en la última mitad de siglo. Este crecimiento ha ido acompañado de continuas directivas europeas que han creado, a día de hoy, un mercado completamente uniformado. La última incorporación ha sido el Reglamento de Abuso de Mercado que, tras un largo proceso legislativo entró en vigor el 3 de Junio de 2016.

A lo largo del presente trabajo de investigación, exponemos la última norma promulgada comparándola con las versiones nacionales preexistentes en España y Reino Unido. Las operaciones con información privilegiada y la manipulación de mercado se han regulado de una manera concreta no dando lugar a la interpretación gracias, a haberse elaborado prestando especial atención a la jurisprudencia existente en esta materia. De esta manera, podemos llegar a comprender las razones del legislador para diferenciar entre las prácticas de mercado aceptadas y las ilegítimas

Tras elaborar la norma, se ha delegado en las principales autoridades competentes de cada país, el control y sanción de las malas prácticas en el mercado. Podemos apreciar, como la autoridad inglesa (FCA) se ha mostrado más activa en el control de la información privilegiada y la manipulación de mercado que la española (CNMV).

Uno de los aspectos más impresionantes y, que nos muestra la fortaleza y eficiencia de la norma, es el probable mantenimiento de la norma en Reino Unido tras el llamado “brexit”. El largo proceso legislativo ha dado sus frutos generando una norma que presenta una gran afinidad por parte de todos los estados miembros y asegura un mercado fuerte basado en la confianza y la transparencia.

Palabras clave

Abuso de Mercado, Información privilegiada, manipulación de mercado, MAR, sondeos de mercado, CNMV, FCA, ESMA.

ABSTRACT

It has become an essential issue for the member states and the main European organizations to have protected and strong secondary markets. The regulation of market abuse has been an area that has grown exponentially in the last half century. This growth has been accompanied by continuous European directives that have created, today, a fully uniformed market. The latest addition has been the Market Abuse Regulation that, after a long legislative process, came into effect on June 3, 2016.

Throughout the present research paper, we expose the last regulation promulgated, comparing it with the pre-existing national versions in Spain and the United Kingdom. The operations with inside information (inside dealing) and market manipulation have been regulated in a concrete way, without giving rise to interpretation, thanks to having been paying special attention to the existing jurisprudence in this matter. In this way, we can understand the legislator's reasons for differentiating between accepted and illegitimate market practices.

After elaborating the regulation, the control and sanction of the wrong practices in the market, has been delegated in the main competent authorities of each country. We can appreciate, as the English authority (FCA) has been more active and tough in the control of insider dealing and market manipulation than the Spanish one (CNMV).

One of the most impressive aspects and, which shows us the strength and efficiency of the latest European regulation, is the probable maintenance of the act in the United Kingdom after the so-called "brexit". The long legislative process has paid off, generating a rule that shows great affinity with all the member states and ensures a strong market based on trust and transparency.

Key words

Market Abuse, Insider Dealing, Market manipulation, market soundings, MAR, CNMV, FCA, ESMA.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. Introducción	7
2. Abuso de Mercado en España.....	11
2.1 Información privilegiada.....	12
2.1.1 Concepto.....	12
2.1.2 Difusión pública información privilegiada.....	22
2.1.3 Prospecciones de Mercado	24
2.1.4 Lista de iniciados	27
2.2 Manipulación de Mercado.....	28
2.2.1 Concepto.....	28
2.3 Puertos Seguros a ambas conductas.....	36
2.3.1 Programa de recompra de acciones.....	36
2.3.2 Medidas de estabilización de precios.....	40
2.3 Operaciones realizadas por consejeros y directivos.....	42
2.4 Investigación y sanciones civiles por Abuso de Mercado	44
2.4.1 Whistle blow.....	44
2.4.2 Investigación por las autoridades competentes.....	46
2.4.3 Sanciones Civiles Abuso de Mercado.....	48
3. Abuso de Mercado en Reino Unido	49
3.1 Información privilegiada y manipulación de mercado.....	52
3.2 Sanciones civiles por Abuso de Mercado	56
3.3 Brexit.....	56
4. Conclusión.....	58
5. Bibliografía.....	61

LISTA DE ABREVIATURAS

CESR: Comité Europeo Responsable de la Reglamentación de Valores

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

DTR: Disclosure and transparency rules

ESMA: Autoridad Europea de Valores y Mercados

FCA: Finance Conduct Authority

FSMA: Financial Securities Market Act 2000

HTF: High Frequency Trading

LMV: Ley Nacional del Mercado de Valores.

MAB: Mercado Alternativo Bursátil

MAD: Directiva de Abuso de Mercado.

MAR: Reglamento de Abuso de Mercado

PMCI: Participante del Mercado que comunica Información

PRPM: Persona Receptora de las Prospecciones de Mercado

UE: Unión Europea

Evaluación crítica de la posición de España y Reino Unido en relación a la UE, en el Abuso de Mercado.

1. INTRODUCCIÓN

Los mercados financieros se han convertido en un activo esencial de nuestra sociedad siendo los principales indicadores de la situación financiera en la llamada economía real. El mercado secundario funciona gracias a la oferta y la demanda, donde la información sobre el producto que se oferta, ha de ser veraz para que el mercado pueda funcionar correcta y eficientemente. Estos mercados se basan en una relación de confianza entre la parte compradora y vendedora, lo cual implica que sea necesario una regulación estricta y un organismo que controle las transacciones evitando posibles engaños que vulneren la confianza en el mercado. Estos mercados funcionan, como todos sabemos, en base a una serie de normas y valores tasados por la Ley de Mercado de Valores (en adelante “LMV”) en España y cuentan con la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante “CNMV”) como autoridad competente encargada de los mismos.

Como acabamos de mencionar, mantener la confianza en los mercados se ha convertido en algo clave y básico a la hora de su correcto funcionamiento. Poseer unos mercados financieros transparentes conlleva que estos sean capaces de mostrar la situación de la economía real con mayor verosimilitud.

En España encontramos un término jurídico, el abuso de mercado, que engloba las dos principales acciones que destruyen la confianza en los mercados como son la información privilegiada y la manipulación de mercado. Este concepto es el que encontramos en prácticamente todos los países de la Unión Europea.

Es necesario que la regulación estatal sea capaz de detectar y prever cuando se dan casos de personas que poseen información privilegiada o cuando se están manipulando los mercados para obtener un beneficio. Asimismo, es necesario que dicha regulación imponga una serie de sanciones a los causantes a fin de evitar que se puedan repetir los mismos actos.

Las empresas cotizadas son las primeras en estar interesadas en una regulación correcta y dura. Con una ausencia de regulación, los inversores se encontrarían en una grave situación de riesgo y de inseguridad al poder ser engañados muy fácilmente; dicha situación conllevaría que las inversiones, lógicamente, se reducirían y, las empresas perderían una importante fuente de financiación poniendo en peligro el correcto funcionamiento de los mercados. Con la pérdida de financiación, las empresas tendrían que acudir en masa a los bancos, a pedir préstamos aumentando con dichos actos sus costes de capital, provocando un claro daño a su situación financiera.

La información privilegiada sucede, a grandes rasgos, cuando una persona se encuentra en posesión de información sensible sobre una compañía que le lleva a comprar o vender valores con el fin de obtener una ganancia o evitar una pérdida; esta mala práctica sucede cuando dicha información no es pública y, si el resto del mercado la hubiese conocido, el actor principal no habría podido obtener los mencionados beneficios.

La manipulación de mercados es una conducta que busca producir un cambio sustancial en la cotización de la empresa, subiendo o bajando de la cotización, creando un precio artificial distinto del que hubiese existido si el mercado hubiese funcionado de manera normal. Se crea un perjuicio claro para el resto de participantes en el mercado que pueden acabar comprando un valor que parece mucho más alto de lo que en realidad es. Un caso histórico que muestra el funcionamiento de esta mala práctica sucede en Reino Unido en el siglo XIX, cuando un conjunto de personas se hicieron pasar por soldados volviendo de Francia diciendo que Napoleón había perdido la batalla. Los rumores provocaron que los bonos británicos subiesen de precio vendiendo en ese momento los manipuladores sus bonos obteniendo un beneficio económico.¹ Este es un ejemplo de difusión de información falsa tipificado dentro de la manipulación de mercado como veremos posteriormente.

Podemos observar como estas dos actuaciones causan un perjuicio claro al mercado. Los inversores deciden como gestionar sus carteras de inversión en base al precio de las cotizaciones y de la información pública que aparezca entre otros muchos factores. Por

¹ P DAVIES AND S WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law* (2016) 10th edn, página 1024.

un lado, el hecho de negociar con valores gracias a poseer una información no pública y privilegiada causa un daño claro al mercado en cuanto a que no revelan información muy importante sobre dicha empresa; por otro lado, hemos visto un ejemplo claro de manipulación de mercados y como esto afecta seriamente al mercado.

En España, según el presidente de la CNMV, Sebastian Albella², hubo 76 sanciones en los últimos diez años que se dividían así:

- 41 por manipular el mercado
- 24 por el uso de información privilegiada
- 11 por no realizar el llamado “whistle blowing” que analizaremos con posterioridad.

Como podemos apreciar, son abundantes los casos de este tipo en nuestro territorio, lo cual implica que sea necesario prestar una mayor atención. El presidente de la CNMV exige contar con más medios para poder tener una mayor control:

Tenemos idea de plantear que se nos permita recuperar la capacidad de requerir a empresas de telecomunicaciones los registros de llamadas³

Todos los argumentos ya mencionados muestran la razón de porque las autoridades necesitan de más instrumentos para poder controlar estas malas prácticas financieras que distorsionan el mercado.

La motivación a la hora de elegir este tema de investigación se basa en que es un tema candente en la actualidad dado el reciente reglamento de aplicación directa promulgado por la Unión Europea que acaba de entrar en vigor y, además hay que tener en cuenta la importancia de los mercados que se busca proteger, como ya hemos visto.

² MORENO M, “La CNMV promete mano dura para luchar contra el abuso de mercado”, El País, 26 de abril de 2017, disponible en : https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/04/25/mercados/1493113481_283843.html (Consultado el 23 de Febrero de 2018)

³ MORENO, M, op.cit.

La Unión Europea ha tenido un rol muy importante a la hora de regular este tipo de acciones. En un primer lugar, intentó armonizar estas normas a través de directivas que necesitaban de una transposición a los ordenamientos nacionales, lo que llevo a que países como Reino Unido (dada su característica de país “opt in”) no se viesen obligadas a llevarlas a cabo. La regulación de este delito comenzó a realizarse a nivel europeo a finales de los años 80. El actual reglamento sustituye a la anterior directiva, promulgada en 2003 y que era conocida como “MAD” (Market Abuse Directive).

Tras la crisis económica y los grandes problemas que surgieron a la luz, los organismos comunitarios llegaron a la conclusión de que era necesario una uniformidad total dentro de los estados miembros y tras un largo proceso legislativo, finalmente publicaron el 12 de junio de 2014, el reglamento de abuso de mercado, conocido como “MAR” por sus siglas en inglés. Este reglamento es de aplicación directa y regula las sanciones administrativas a este tipo de conductas (para la sanciones criminales hay una directiva europea de 2014). El reglamento de abuso de mercado (en adelante “MAR) entro en vigor el 3 de junio de 2016 y ha provocado grandes cambios mejorando la situación normativa e implementando un sistema más estricto de sanciones administrativas.⁴

A la hora de abordar esta evaluación crítica y análisis de la situación actual de este campo normativo no solo voy a tener en cuenta a España, sino también a Reino Unido. Con respecto a nuestra legislación vamos a poder ver como ha evolucionado la norma desde 2003, todos los cambios que se han producido y, asimismo como se ha adaptado el texto refundido de la ley de Mercado de Valores de 2015 a estos cambios; hay que tener en cuenta que al ser de aplicación directa ha generado cambios sustanciales en la norma y, es necesario cambiar partes que dada su naturaleza ya no están vigentes y son contradictorias con la normativa comunitaria.

La razón de elegir Reino Unido se basa principalmente en su compleja relación con la Unión Europea. El MAR tuvo que ser aplicado en su territorio cambiando sustantiva y sustancialmente determinadas normas de abuso de mercado. De esta manera vamos a

⁴PINSENT AND MASONS , Market abuse regulation. (2016). 1st ed. [PDF] Londres disponible online: <http://www.pinsentmasons.com/PDF/2016/Market-Abuse-Regulation.pdf> (consultado el 26 de marzo de 2017)

poder observar un claro cambio y, poder evaluar críticamente si el cambio normativo ha sido para bien y ha dejado una norma mas clara, concisa y dura respecto a estas conductas. Además, la situación actual del “Brexit” nos permite observar si, el legislador inglés pretende cambiar otra vez la normativa entera, una parte solo o mantenerla en su totalidad permitiéndonos ver como considera de óptima esta regulación para frenar el abuso de mercado.

Por lo tanto, a partir de la evolución normativa en ambos países gracias a la nueva normativa europea vamos a poder realizar una evaluación crítica de la regulación y, poder tener una imagen general del funcionamiento de la misma viendo que impacto ha tenido sobre el Abuso de Mercado

2. ABUSO DE MERCADO EN ESPAÑA

El abuso de mercado se encuentra regulado en España en la LMV de 2015 en sus artículos 225 y siguientes. Todos esos artículos se han visto sustituidos por la entrada en vigor del MAR (reglamento nº 596/2014).

En el artículo 225 encontramos a los sujetos obligados por este capítulo de la LMV:

Las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, las instituciones de inversión colectiva, los emisores, los analistas y, en general, cuantas personas o entidades realicen, de forma directa o indirecta, actividades relacionadas con los mercados de valores, deberán respetar las normas contenidas en este capítulo⁵.

En el reglamento europeo no encontramos un artículo como tal, que determine a los sujetos obligados aunque se pueden extraer los mismos que establece el artículo nacional del texto.

⁵ 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)

El abuso de mercado es una conducta ilegal y como tal, la Unión Europea busca ponerle fin mediante una regulación que se extienda a todos los estados miembros. Así de acuerdo al reglamento citado, se considera como abuso de mercado, operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de información privilegiada (prospecciones de mercado las incluimos dentro de una posible infracción de la información privilegiada) y la manipulación de mercado.⁶

En el presente apartado vamos a ver, en primer lugar el concepto de información privilegiada, su evolución normativa en España, quienes son los sujetos obligados a revelar la información y cual ha sido el impacto de estos cambios en los mercados. Posteriormente realizaremos lo mismo con la otra conducta que es la manipulación de mercados y, tras definirla veremos como la regulación intenta proveer formas de prevenir y detener estos actos. A la hora de analizar los diferentes apartados, vamos a ir analizando jurisprudencia europea que ha servido para formar el actual reglamento y, que lógicamente lo ha prevenido de posibles fallos.

2.1 Información privilegiada

2.1.1 Concepto

En primer lugar vamos a comparar las definiciones que nos ofrece la LMV y el reglamento comunitario. El artículo 26 de la LMV establece:

Se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación.⁷

⁶ REGLAMENTO DE LA COMISIÓN EUROPEA 596/2014 EU OJ L173/1 “abuso de mercado” Art 1. (“MAR”)

⁷ REAL DECRETO LEGISLATIVO 4/2015, op.cit.

De la definición del artículo 7 del MAR podemos extraer cuatro conclusiones principales a la hora de definir la información privilegiada:⁸

- Información que tiene una naturaleza concreta
- No es pública
- Esta relacionada con un instrumento financiero
- En caso de hacerse pública tendría una influencia importante sobre el precio de la acción

La definición realizada por el reglamento es más larga que la que encontramos en la totalidad del artículo español pero definen el concepto de la misma manera. El concepto es la clave a la hora de poder entender las obligaciones positivas que tienen los sujetos obligados en relación a poder identificar la información privilegiada y que de esta manera no operen con la misma.

Lógicamente, tratándose de una normativa que lleva tiempo en proceso de armonización, la definición es prácticamente igual. Si vemos la definición que realiza la anterior LMV, el concepto sigue siendo igual en líneas generales, lo que muestra que es claro, sencillo y permite distinguir con claridad que información ha de ser considerada privilegiada.

Si vemos dichos cuatro puntos, parecen sencillos a primera vista pero hay numerosa jurisprudencia que ha delimitado aun más la definición. La naturaleza concreta de la información ha generado ciertas discrepancias siendo el caso más llamativo a nivel europeo, el caso de Jean Bernard Lafonta v Autorite des marchés financiers⁹.

Este caso esta basado en la definición de información privilegiada existente en la directiva de 2003, pero dado que esta no ha cambiado nos viene perfecto para el presente trabajo de investigación. Esta sentencia delimita cuando se puede considerar concreta la naturaleza de la información.

⁸ REGLAMENTO DE LA COMISIÓN EUROPEA 596/2014 opt.cit artículo 7.

⁹ Caso Jean-Bernard Lafonta v Autorité des marchés financiers (Caso C-628/13) (11 Marzo 2015)

El señor Lafonta era jefe de una empresa de inversión francesa que adquirió a través de diversos instrumentos financieros una participación que no hizo pública en otra multinacional francesa sin comunicárselo a las autoridades competentes (Autorite des marchés financiers). Cuando lo reveló a la autoridad competente e hizo patente la participación, la “Autorite des marchés financiers” interpuso una denuncia.

El señor Lafonta dijo sobre la naturaleza de la información que:

que una información sólo es concreta en el sentido de esta disposición si permite a quien la tiene anticipar en qué sentido variará el precio del título de que se trate cuando dicha información se haga pública. A su entender, sólo la información que permita prever si el precio del título de que se trate va a subir o a bajar permite a quien la posee saber si debe comprar o vender y, por consiguiente, le proporciona una ventaja con respecto a todos los demás participantes en el mercado que no dispongan de tal información.¹⁰

La Corte Europea rechazó frontalmente el planteamiento de Lafonta inclinándose por considerar que una información de naturaleza concreta no exige ser capaz de determinar que va a suceder con dicha acción, es decir, a partir de dicha información no es necesario saber determinar si el precio de la acción va a subir o bajar. Simplemente ha de conocer que va a tener un impacto sobre el mercado, que va a afectar al precio. Podemos saber que la información usada era información concreta si hubiese causado una influencia en el precio de la acción de haberse hecho pública la mencionada información.

De esta primera sentencia, destacamos que se puede determinar cuando la naturaleza es precisa a través de una especie de “crash test” que nos permita ver si va a haber un impacto en el mercado. De esta manera, el tribunal europeo impone una especie de test de impacto en el mercado para determinar cuando la información puede ser considerada como privilegiada

¹⁰ Caso C-628/13, op.cit.

Esta sentencia nos va a volver a ser de gran utilidad cuando comparemos la situación con el Reino Unido dado que el juez local determinó en primer lugar algo completamente diferente a lo aquí mencionado.

Otra sentencia que sigue esta misma línea de pensamiento es el caso Markus Geltl v Daimler AG de junio de 2012. En ella los jueces afirman:

(...)la calificación de una información como concreta está condicionada además a la concurrencia del segundo requisito mencionado en la referida disposición, a saber, que la información debe ser suficientemente específica para que se pueda deducir de ella una conclusión sobre el posible efecto de esa serie de circunstancias o de ese hecho en la cotización de los instrumentos financieros afectados.¹¹

Como podemos apreciar sigue la misma línea que la ya mencionada, estableciendo una gran relación entre una información con naturaleza concreta de la que se puede extraer que va a tener un efecto sobre el mercado, que va a tener un impacto, una influencia en el mercado. Los tribunales europeos han determinado con claridad, el concepto de naturaleza de concreta en una información para que sea considerada información privilegiada.

El siguiente elemento de la definición que más problemas ha generado es el término “inversor razonable” que introduce en el artículo 7.4 del MAR y que observamos en la LMV, en el artículo 228. A la hora de leer estos artículos nos genera una duda sobre, como podemos determinar quien y que es un inversor razonable.

El Comité Europeo de responsables de reglamentación de valores (en adelante “CESR”) establece en su proyecto de directiva de Abuso de Mercado una serie de recomendaciones, en las que encontramos el “test del inversor razonable”¹² pero no hace ninguna indicación ni aclaración al respecto. Es como una especie de concepto abstracto y general. Estos dos

¹¹ Caso Markus Geltl contra Daimler AG. Sentencia de 28 junio 2012. TJCE 2012\163

¹²CESR, proyecto de directiva de abuso de mercado, 12 de octubre de 2006 disponible online en: http://www.cnmv.es/cnmvdiadecetes/Traduccion_06_562.pdf consultado el 15 de Abril de 2018

test que acabamos de mencionar los encontramos en el párrafo 18 de la exposición de motivos del Reglamento de Abuso de Mercado:

Debe mejorarse la seguridad jurídica de los participantes del mercado mediante una definición más precisa de dos de los elementos esenciales del concepto de información privilegiada, a saber, el carácter preciso de esta información y la importancia de su efecto potencial sobre los precios¹³

Con la primera sentencia queda claro como ha de ser de precisa y concreta la información pero nos siguen quedando dudas sobre el concepto de inversor razonable. Sobre este asunto no hemos encontrado ninguna sentencia que nos sirva para aclararnos y solucionar el problema. El único sitio en el que hemos encontrado una aclaración que vamos a dar por válida es, en el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la anterior LMV. Así considera que un inversor razonable es aquel que basa sus decisiones en información que es pública y se encuentra previamente disponible y, que lógicamente, dado su conocimiento del mercado de poseer la información privilegiada su toma de decisiones cambiaría.¹⁴

Consideramos que la jurisprudencia europea deja clara la naturaleza concreta como primer test para considerar a una información como privilegiada, pero los organismos europeos flaquean a la hora de determinar con claridad las características y cualidades que ha de tener un inversor razonable. Es un término que aparece abundantemente durante el reglamento europeo y en nuestra ley nacional, haciéndose necesario poseer en el cuerpo normativo europeo un concepto claro que no de lugar a problemas en su aplicación e interpretación.

Es en el artículo 8 del MAR, es donde se añade alguna novedad respecto a la LMV. Este artículo habla sobre las operaciones con información privilegiada añadiendo las operaciones de cancelación o modificación de ordenes formuladas y aquellas basadas en el uso de recomendaciones o inducciones para realizar la operación siempre que el emisor

¹³ Reglamento de la comisión Europea 596/2014 opt.cit.

¹⁴ URÍA MENENDEZ ,La nueva regulación en materia de abuso de mercado (2006) (PDF), Madrid, disponible online : <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1649/documento/c06.pdf?id=2094>
Consultado 4 de abril de 2018

o el que la use conozca que dicha información es privilegiada.¹⁵ Así de esta forma complementa al artículo 227 de la LVM, siendo más exhaustivo en su planteamiento. Ambas normativas consideran que una operación de información privilegiada consiste en ejecutar directa o indirectamente, por cuenta ajena o propia alguna de las conductas tipificadas.

Las conductas que no se pueden realizar, en resumen, son:

- Preparar o realizar cualquier tipo de información a los que se refiere la información privilegiada
- Recomendar o inducir a una persona a que realice operaciones sobre la base de información privilegiada o realizarlas directamente la persona que posee dicha información privilegiada
- Comunicar dicha información a terceros.

La jurisprudencia europea ha establecido una presunción de que se ha operado con información privilegiada si se está en posesión de la misma con el caso C 45-08 Spector Photo group NV v CBFA (2010). En el presente caso tenemos a una empresa que ejecuta unas opciones sobre acciones de sus empleados, comprándolas, unos días antes de revelar sus datos económicos del curso; una vez revelados su cotización subió en gran medida, lo que hubiera llevado a que las opciones les hubiesen costado mucho más caras y no hubiesen obtenido el ansiado beneficio económico.

En dicho caso se crea una presunción legal en torno a operaciones de información privilegiada:

que el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6 (LCEur 2003, 1009) debe interpretarse en el sentido de que el hecho de que una persona de las citadas en el párrafo segundo de esta disposición, que posea información privilegiada, adquiera o ceda, o intente adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha

¹⁵ CUATRECASAS. Nuevo régimen de abuso de Mercado (2016) (PDF) Madrid: Disponible en: https://www.cuatrecasas.com/media_repository/gabinete/publicaciones/docs/1465997768es.pdf (Consultado el 14 de abril de 2018)

información, implica que esta persona ha «utilizado esta información» en el sentido de dicha disposición, sin perjuicio del respeto del derecho de defensa y, en particular, del derecho a poder destruir esta presunción.¹⁶

Como podemos apreciar, se establece una presunción legal de que cuando una persona, dentro de los sujetos obligados, realice cualquier conducta u actividad tipificada, se va a presumir que ha llevado a cabo operaciones ilegales con información privilegiada; la carga de la prueba recae sobre la parte acusada que tendrá que demostrar que, habría realizado los mismos actos hubiese poseído o no la información privilegiada. De todas formas la sentencia es poco clara y da lugar a bastantes claro oscuros en su interpretación dado que se establece una presunción de haber actuado con información privilegiada salvo que dicha información no ponga en peligro al mercado.

El tribunal establece una presunción iuris tantum, sin perjuicio al derecho de defensa, cuando se opera en posesión de información privilegiada. El tribunal europeo trata en este caso, la existencia del conocimiento de causa de estar operando en base a información privilegiada, el elemento mental. Establece una presunción de que: *“cuando tal operación de mercado se efectúa estando su autor en posesión de información privilegiada, debe considerarse, en principio, que esta información se había integrado en el proceso decisorio de éste”¹⁷*. El tribunal deja de considerar un elemento tan abstracto como el mental para establecer esta presunción general. A lo largo de la sentencia, analiza aquellos casos en que la presunción deja de operar.

De esta manera considera que la presunción no opera cuando las operaciones realizadas en posesión de información privilegiada no vulneren los intereses ni los mercados protegidos por la directiva de 2003.¹⁸ Entendemos que, el tribunal, considera a las prácticas de mercado aceptadas como dichas operaciones que no vulneran el espíritu de la norma y alteran al mercado. Estas prácticas de mercado junto a los puertos seguros, que ya se encontraban reguladas en la directiva de 2003, se han regulado de manera más

¹⁶ caso C 45-08 Spector Photo group NV v CBFA (2010)

¹⁷ Caso Spector photo group, op cit.

¹⁸ ACUÑA CARLOS, el elemento subjetivo en las operaciones con información privilegiada, cuatrecasas, 2010, PDF disponible en: https://www.cuatrecasas.com//media_repository/docs/esp/el_elemento_subjetivo_en_las_operaciones_con_informacion_privilegiada_647.pdf consultado el 8 de Abril de 2018

exhaustiva en el presente reglamento, como veremos posteriormente, utilizando de base la jurisprudencia europea. Podemos ver como se establecen excepciones a la presunción para permitir determinadas operaciones financieras, que pasan a ser consideradas legítimas dado que son necesarias para el correcto funcionamiento del mercado.

El artículo 9 del MAR mantiene vigentes las denominadas “Chinese walls”¹⁹. Este término anglosajón se refiere a una forma de organizar internamente a los sujetos obligados por esta normativa para evitar que se den casos de filtraciones de información privilegiada entre diferentes departamentos de la misma empresa. Exactamente consiste en ser capaces de evitar conflictos de interés entre los diferentes departamentos de una misma empresa. Se encuentran reguladas por el artículo 229 de la LMV. La redacción del precepto en la ley española deja más claro que la normativa europea como hay que establecer estas murallas

El artículo del MAR simplemente considera que siempre que se actué respetando esta figura, la conducta será legítima:

(...) que una persona jurídica posea o haya poseído información privilegiada no se considerará que la haya utilizado (...) siempre que esa persona jurídica: a) haya establecido, aplicado y mantenido mecanismos y procedimientos internos adecuados y eficaces que garantizan eficazmente (...) b) no haya alentado, recomendado o inducido a la persona física que, por cuenta de la persona jurídica, (...)²⁰

En el párrafo 24 de la exposición de motivos, ya alaba la existencia de esta figura del tráfico financiero para poder operar legítimamente con información privilegiada. Todas las conductas legítimas aparecen reguladas en el artículo 9 del Reglamento Abuso de Mercado, entre las que destaca la que aparece en el párrafo 4. Los legisladores europeos han considerado que en el proceso de una Fusión o una Oferta Pública de Adquisición, las personas que la están llevando a cabo pueden operar con información privilegiada con el fin de llevar a buen puerto la transacción en cuestión. Esta es una de las prácticas de

¹⁹ CUATRECASAS, op.cit

²⁰ REGLAMENTO DE LA COMISIÓN EUROPEA 596/2014 op.cit

mercado aceptadas en que la presunción deja de operar y, que el legislador, ha considerado que no vulneran el espíritu de la norma.

El llamado “stakebuilding” consiste en progresivamente ir comprando acciones antes de realizar una oferta formal para adquirir la compañía objetivo. Hemos visto como el MAR no hace uso de la presunción de uso de información privilegiada en las Fusiones y Ofertas Públicas de Adquisición; en este caso, al no hacerse público el incremento de la posición de la compañía compradora hasta que presente la oferta formal, si que esta presente la presunción recientemente mencionada²¹.

En el caso de Fusiones u Ofertas Públicas de Adquisición para realizar la transacción de manera correcta se necesita un flujo constante de información privilegiada para evaluar la operación y poder concluir la. Ambas partes conocen la información privilegiada y el mercado, dada la naturaleza de la operación, no se ve perjudicado. En cambio, con el “stakebuilding” el comprador esta ganando peso en la empresa de una manera más barata que si hiciese pública su intención, a través de una Fusión o una Oferta Pública de Adquisición. En el momento de hacer pública sus intenciones, el precio de la acción que pretende comprar podría subir y, se vería la parte compradora perjudicada claramente. Por lo tanto, podemos ver como el legislador europeo ha diferenciado entre aquellas prácticas de mercado que no causan un perjuicio al mismo ni vulneran el espíritu de la norma, de aquellas conductas u actividades que alteran el mercado y, es necesario que la presunción opere para poder protegerlo.

En cuanto a la posesión de información privilegiada por representantes de los trabajadores, existe un caso europeo muy ilustrativo que nos muestra como se debe operar para que esta conducta sea considerada legítima y se encuadre dentro del artículo 9 y, no del 10 del MAR (conductas ilícitas). El Caso Proceso penal contra Knud Grøngaard Allan Bang, de 2005 establece que se prohíbe que un empleado o representante de los trabajadores revele dicha información privilegiada que ha escuchado en la reunión salvo que:

²¹ BIRD AND BIRD LLP, Compliance Offer Bulletin ,Market Abuse, 2016 (PDF), Londres, , Disponible en : <https://www.twobirds.com/~media/pdfs/news/articles/2014/compliance-officer-bulletin---market-abuse.pdf?la=en>. Consultado el 28 de marzo de 2018

–si existe un vínculo estrecho entre la revelación y el ejercicio de su trabajo, su profesión o sus funciones, y
*–si esta revelación es estrictamente necesaria para el ejercicio de dichos trabajo, profesión o funciones.*²²

Lógicamente hay que tener en cuenta que la naturaleza de la información que normalmente se revela en estas reuniones, provoca que estos sujetos tengan un fácil acceso a información confidencial y, si operaran con ella, afectaría seriamente al mercado. Dado el carácter delicado de la información en cuestión, la prohibición impuesta se ha reflejado en todas las directivas de abuso de mercado previas y en el MAR en su artículo 10(2). Así, cualquier revelación que realice un empleado tiene que ser estrictamente necesaria y vinculada con su labor dentro de la empresa.

Siguiendo la línea de información privilegiada recibida en el seno de un consejo de administración encontramos el Caso Proïstamenos DOY AmfissasYpourgos Oikonomikon contra Charilaos Georgakis de 2007²³ del que extraemos una conclusión muy interesante:

que, cuando los principales accionistas y miembros del consejo de administración de una sociedad acuerdan realizar entre sí operaciones bursátiles sobre valores negociables de esta sociedad para sostener artificialmente su cotización, estas personas disponen de una información privilegiada que no explotan con conocimiento de causa cuando ejecutan dichas operaciones.

Si vemos simplemente el párrafo mencionado, la solución adoptada por el tribunal puede parecer sorprendente pero si nos atenemos a los hechos del caso, vemos que dicha decisión fue tomada por el asesoramiento dado por una empresa de inversión externa. Además todos los miembros del consejo de ambas empresas conocían dicha información que cumplía todos los requisitos para ser considerada como privilegiada. El quid de la cuestión en esta sentencia, es si realmente operar con dicha información, dada la

²² Caso Proceso penal contra Knud Grøngaard Allan Bang. Sentencia de 22 noviembre 2005. TJCE 2005\342

²³ Caso Proïstamenos DOY AmfissasYpourgos Oikonomikon contra Charilaos Georgakis. Sentencia de 10 mayo 2007. TJCE 2007\103

naturaleza de que todos la conocían, vulnera el espíritu de la norma y es, por tanto ilegítima:

Así, cuando, en un asunto como el del procedimiento principal, todas las partes contratantes poseen la misma información, se encuentran en igualdad de condiciones y la información deja de ser privilegiada para ellos en el contexto de la ejecución de una decisión adoptada en el seno del Grupo. En tales circunstancias, dado que ninguna de las partes contratantes está en situación de obtener una ventaja con respecto a los demás, las operaciones realizadas entre los miembros del Grupo, basadas en esta información, no constituyen una explotación con conocimiento de causa de una información privilegiada²⁴

En el seno del grupo todos conocían la misma información pero el inversor normal y público no, siendo objeto de un engaño. Esta sentencia llega a dicha conclusión dado que se basa en la directiva sobre abuso de mercado del 89. Con este ejemplo vemos claramente como ha evolucionado la norma, protegiendo en mayor medida al mercado actualmente. El juez reconoce que el inversor ajeno a la empresa se ve claramente perjudicado por la actuación pero dado que la directiva disponible no considera la fijación artificial de precios en valores cotizados, no se puede condenar dicho delito por la ausencia de norma. Además se plantea el problema de la diferente legislación nacional en los estados miembros dada la naturaleza jurídica de la directiva.

Hoy en día, el reglamento de abuso de mercado actual contempla claramente esta conducta como una operación con información privilegiada, y como tal esta prohibida.

2.1.2 Difusión pública información privilegiada

La información privilegiada se ha de hacer pública siguiendo una serie de normas, las cuales las encontramos tasadas en los artículos 17 del MAR y 228 de la LMV. Las normas son bastantes claras y muestran unas directrices simples a seguir para los sujetos obligados. Todas las normas técnicas se encuentran reguladas en el reglamento de

²⁴ Caso Proïstamenos DOY op.cit

ejecución (UE) 2016/1055 de la comisión de 29 de junio de 2016 por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con las modalidades técnicas de la difusión pública adecuada de información privilegiada y del retraso de la difusión pública²⁵. Considero innecesario realizar un resumen de dichas normas en el presente trabajo de investigación y, prefiero centrarme en la principal novedad que ha introducido este reglamento en la normativa y en nuestro derecho nacional: el posible retraso en la difusión de información privilegiada.

En las anteriores regulaciones, el sujeto se encontraba obligado a comunicar a las autoridades competentes las razones del retraso²⁶ y, ahora solo tendrá que comunicarlas una vez que la información en cuestión se halla hecho pública. El retraso se encuentra regulado en el artículo 17(4) del Reglamento de Abuso de Mercado.

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante “ESMA”, por sus siglas en inglés) ha elaborado una serie de estándares técnicos para las prospecciones de mercado (que veremos en el siguiente apartado) y para el retraso en la difusión de información privilegiada (ESMA/2016/162)²⁷. Estos estándares técnicos han estado sometidos a consulta pública y fueron aprobados por la comisión Europea el 17 de mayo de 2016. Las directrices de ESMA buscan principalmente dar un guía a los sujetos obligados con ejemplos sobre cuando pueden retrasar la difusión. Es una lista que no es exhaustiva y es indicativa para los sujetos obligados que sirve para complementar la legislación nacional y comunitaria. Para hacernos una idea de cuando se puede retrasar, los ejemplos que da ESMA son los siguientes:²⁸

- *la información privilegiada sea materialmente diferente de lo anunciado públicamente con anterioridad por parte del emisor sobre el asunto al que hace referencia la información privilegiada.*

²⁵ REGLAMENTO DE EJECUCIÓN (UE) 2016/1055 DE LA COMISIÓN de 29 de junio de 2016 por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con las modalidades técnicas de la difusión pública adecuada de información privilegiada y del retraso de la difusión pública de información privilegiada de conformidad con el Reglamento (UE) n.o 596/2014 del Parlamento

Europeo y del Consejo

²⁶ CUATRECASAS, op.cit

²⁷ CUATRECASAS, op.cit

²⁸CNMV, Boletín Internacional febrero 2018, disponible en http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=0&jera_id=0&cont_id=722# consultado el 5 de abril de 2018

- *la información privilegiada haga referencia al hecho de que es improbable el logro de los objetivos financieros del emisor, si dichos objetivos se hubieran anunciado públicamente con anterioridad.*
- *la información privilegiada contraste con las expectativas del mercado, si dichas expectativas se basan en señales que el emisor hubiera transmitido con anterioridad al mercado, como entrevistas, presentaciones o cualquier otro tipo de comunicación organizada por el emisor o con su aprobación.²⁹*

Volvemos a ver un caso en el que la ley no es estricta con las entidades obligadas sino que es medianamente laxa con determinadas conductas. Hemos visto la permisividad en situación de Fusiones y Ofertas Públicas de Adquisición y, este es un caso similar donde la presunción no opera. Los mercados funcionan a partir de la confianza y, una norma demasiado estricta perjudicaría muchas situaciones normales de mercado vulnerando conductas que son legítimas en el fondo. La construcción del reglamento a partir de la experiencia de las directivas previas y de las decisiones judiciales ha creado un cuerpo normativo más fuerte y capaz de adaptarse a la flexibilidad necesaria que existe en el mercado.

2.1.3 Prospecciones de Mercado

Los sondeos o prospecciones de mercado (“market sounding” en inglés) son una de las principales novedades reglamentarias del MAR. Se encuentran regulados por el artículo 11 del MAR que deja el concepto bastante claro:

La prospección de mercado consiste en la comunicación de información a uno o más inversores potenciales, con anterioridad al anuncio de una operación, a fin de evaluar el interés de los mismos en una posible operación y las condiciones relativas a la misma, como su precio o volumen potencial³⁰

²⁹ ESMA/2016/162

³⁰ REGLAMENTO DE LA COMISIÓN Europea 596/2014) op. Cit. Artículo 11

Los efectos de las prospecciones de mercado son muy beneficiosos para el mercado en determinados momentos y es necesario que realizarlas en determinadas ocasiones sea legítimo. Como ya mencionamos en el apartado de la información privilegiada, hay determinados casos en que la norma ha de ser permisiva. En la exposición de motivos, el reglamento de abuso de mercado define todos los beneficios de permitir este tipo de conductas. Los párrafos 32 y 34 indican, grosso modo, como es necesario para todas las partes, en determinadas operaciones, el conocimiento y uso de información privilegiada para poder hacerse una idea general de la operación que se puede o va a realizar. Los sondeos de mercado son necesarios para un funcionamiento más eficiente del mercado, para que las partes de una transacción sean capaces de conocer la situación con mayor exactitud³¹

Así de esta forma quien realiza una prospección de mercado siguiendo las reglas establecidas en el artículo 11 se encuentra exento de la presunción e invierte la carga de la prueba. Las prospecciones de mercado realizadas correctamente son una especie de puerto seguro.

ESMA, como ya hemos mencionado previamente establece una serie de directrices que están dirigidas a todas aquellas personas que van a recibir la información (en adelante “PRPM”):

1. Las PRPM adoptarán los procedimientos internos adecuados y proporcionados al tamaño de la entidad y naturaleza de su actividad, a la vez que garantizarán la debida formación del personal. Igualmente, las PRPM podrán designar a una persona o un punto de contacto específicos para recibir las prospecciones de mercado e informarán de ello a los participantes del mercado que comunican la información relativa a la prospección (en adelante, PMCI). Asimismo, la información recibida en el marco de una prospección se comunicará internamente solamente a quienes tengan necesidad de conocerla y se identificará claramente a las personas encargadas de valorar si la información que se comunica es privilegiada o no.

³¹ CMS, La prospección de Mercado en el abuso de mercado , , 2016, disponible en : <https://cms.law/es/ESP/Publication/La-prospeccion-de-mercados-en-el-Reglamento-de-Abuso-de-Mercado> consultado el 3 de abril de 2018.

2. Las PRPM notificarán a las PMCI si no desean recibir prospecciones de mercado en el futuro en relación con todas o con tipos concretos de operaciones potenciales.

3. Las PRPM evaluarán si poseen información privilegiada en el marco de una prospección de mercado y, una vez que reciban la notificación del PMCI confirmando que la información difundida en la prospección deja de ser privilegiada, evaluarán si sigue obrando en su poder información privilegiada. Las evaluaciones se realizarán de manera independiente teniendo en cuenta, como factores relevantes, la valoración del PMCI y toda la información a disposición de las personas que realicen dicha evaluación dentro de la PRPM.

4. Las PRPM identificarán los emisores e instrumentos financieros a los que hace referencia la información privilegiada derivada de una prospección de mercado.

5. Las PRPM darán su conformidad a las actas o notas escritas de los PMCI de las reuniones o conversaciones telefónicas no grabadas, o facilitarán su propia versión debidamente firmada.

6. Las PRPM llevarán registros de los procedimientos internos, notificaciones y valoraciones que realice, así como de las personas que tengan acceso a la información comunicada en la prospección.³²

Se considera que para un eficiente funcionamiento es necesario la realización de esta figura y podemos ver como ESMA establece todas las directrices necesarias para el receptor. Por parte del Emisor ha de conocer que esta comunicando información privilegiada y dejar constancia por escrito a la parte receptora de que lo es.³³

Esta novedad introducida, responde a una situación en la que se solía difundir, en estos procesos, información confidencial y, era muy complicado para las autoridades poder controlarlo. Los legisladores europeos consideran, en nuestra opinión, acertadamente

³² CNMV, op.cit

³³ CUATRECASAS, op.cit

incluir los sondeos de mercado como práctica aceptada. Dado lo fácil que sería operar con dicha información para los inversores potenciales (conducta ilícita) han establecido unos criterios muy claros regulando cada fase del proceso. Observando las directrices de ESMA, podemos ver, una serie de pautas a seguir dentro de las sujetos obligados para evitar que se opere, posteriormente, con la información privilegiada recibida.

En España, encontramos unos criterios de la CNMV de 2007 sobre operaciones de colocación o compra de grandes paquetes accionariales³⁴ de cuando y cómo se debía comunicar a la CMNV la prospección de mercado que se iba a llevar a cabo; los criterios son mínimos y para nada comparables con los elaborados por ESMA. Los legisladores europeos han conseguido delimitar claramente una conducta que se venía reclamando desde hace tiempo por las autoridades competentes de los estados miembros.

2.1.4 Lista de iniciados

La lista de iniciados se encuentra regulada en el artículo 19 del MAR y 228 de la LMV. Estas disposiciones se aplican para la información privilegiada y para casos de manipulación de mercado. Así en el artículo del MAR encontramos los requisitos que hay que cumplir para ser parte de la llamada lista de iniciados. El artículo 18 requiere a los directivos, y principales jefes indicar a las autoridades competentes que personas pueden poseer o tienen acceso a la información confidencial. Es una forma más que tiene el reglamento de controlar el eficiente funcionamiento del mercado³⁵. Estas listas serán usadas por:

- Organismos competentes
- Las personas encargadas de los deberes de confidencialidad dentro de la compañía.

³⁴ CNMV, Criterios sobre operaciones de colocación o compra de grandes paquetes accionariales, aprobados por su Consejo el 19 de diciembre de 2007, PDF, disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/criterioscolocacion.pdf consultado el 1 de Abril de 2018.

³⁵PRACTICAL LAW. Market abuse: overview. 2015, Inglés, disponible en: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Cosi/SignOn> consultado el 1 de abril de 2018

El Reglamento de Ejecución (UE) N° 2016/347 incluye una plantilla para elaborar la lista de iniciados.³⁶ La CNMV asimismo recomienda que el responsable de la entidad guarde una relación perfecta de las personas, con nombre, fecha de acceso y todo tipo de datos personales³⁷.

La obligación de que las empresas cuenten con esta lista y la ingente cantidad de datos personales que poseen cumple diversos fines, todos ellos relacionados con una prevención de un posible caso de abuso de mercado. Esta lista sirve principalmente para frenar intentos de operar con información privilegiada dada la naturaleza de este delito. Una vez que las personas son conscientes de su presencia en la misma, esta tiene un carácter intimidatorio que, en cierta manera puede frenar futuros intentos de operar con información privilegiada.

2.2 Manipulación de Mercado

2.2.1 Concepto

La manipulación de mercados se encuentra regulada en el artículo 12 del nuevo reglamento europeo y, se encontraba regulada en el artículo 83 ter de la LMV. Este artículo se ha derogado junto a tanto otros, en cuanto eran contradictorios con el MAR y para poder adaptar la nueva normativa sobre MIFID. El Real Decreto 21/2017, entro en vigor el 3 de enero de 2018, manteniéndose por tanto la legislación europea como la vigente para estos casos. Podemos apreciar, que aquí también se consigue el objetivo de conseguir un concepto jurídico común en todos los estados miembros de estos tipos ilícitos. El anexo 1 del reglamento comunitario ofrece una lista, no exhaustiva, de lo que tienen que hacer los estados miembros en casos de manipulación de mercado. Actualmente esta regulada esta práctica de abuso de mercado en el artículo 231 de la LMV.

³⁶ CUATRECASAS, op.cit

³⁷ CNMV, Guía de actuación para la transmisión de información privilegiada a terceros, 2016 (PDF), disponible en: http://www.cnmv.es/cnmvdia/debetes/Borrador_Guia_Inf_Terceros.pdf consultado el 1 de abril de 2018

La manipulación de mercados es una conducta que se basa principalmente en la capacidad que tiene la parte manipuladora de afectar al mercado, de influirlo; cuanto mayor poder tenga la parte causante mayor daño causará al mercado. Como tal, es una conducta que de ser completamente permitida acabaría con la fiabilidad de los mercados financieros. A la hora de regular este tipo de actividad, ha continuado el espíritu más permisivo que tenía con la información privilegiada, el MAR, ha considerado una serie de practicas de mercado aceptadas (artículo 13). Dado la naturaleza de esta conducta, prohibirla completamente significaría prohibir actos del mercado que siempre se han considerado legítimos. El artículo 13 indica:

*cualquier otra conducta demuestra que los motivos de la operación, orden o conducta son legítimos y que estas se adecuan a las prácticas de mercado aceptadas, establecidas de conformidad con el presente artículo”.*³⁸

Las prácticas de mercado aceptadas dependen del mercado en que se vaya a actuar y, ello provoca que se puedan dar prácticas dispares entre los estados miembros. Como ya sabemos, el principal espíritu del reglamento es crear un marco normativo común a todos los estados para que este sea más efectivo y fuerte. Así, el MAR, establece en el 13(2) una serie de criterios para que las autoridades competentes puedan determinar si la practica de mercado es aceptada o no.

El Reglamento Delegado (UE) N° 2016/908 limita bastante a las autoridades competentes a la hora de determinar una practica de mercado aceptada. El reglamento fija los estándares y como ha de ser el proceso. La CNMV, en el caso de España, esta obligada a comunicar a ESMA, la práctica de mercado que busca introducir, justificando las principales razones. La opinión de ESMA, no es vinculante, pero en caso de no seguir dicha opinión, ha de publicar las razones por las que cree que la autoridad europea se equivoca. Es un proceso largo y complejo, que tiene como principal fin que todas las practicas de mercado aceptadas en los estados miembros sean muy similares y estén sometidas a la autoridad central europea.

³⁸ Reglamento de la comisión Europea 596/2014, op.cit. Art 13.

En España gracias a la Circular 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los contratos de liquidez podemos ver el procedimiento seguido por la CMNV para adoptar una nueva práctica de mercado, relativa a los contratos de liquidez. En la exposición de motivos de la circular se relata el proceso recientemente mencionado con claridad.

El concepto es definido de una manera muy amplia en el reglamento siguiendo los principios establecidos en la previa directiva europea de 2003 sobre abuso de mercado.

El artículo 2 es bastante extenso buscando cubrir todas las posibles conductas y actividades que constituyen una manipulación del mercado. Actualmente su regulación en la LMV, lo encontramos en el artículo 231:

Toda persona o entidad que actúe o se relacione en el mercado de valores debe abstenerse de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios. Como tales se entenderán las siguientes:

a) Las operaciones u órdenes: Que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros (...)

b) Operaciones u órdenes que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación.

c) Difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos (...)³⁹

Del artículo 12 del MAR y el 231 de la LMV, podemos extraer cuatro principales conductas de manipulación de mercado:

- Manipular transacciones (artículo 12(1) MAR)

³⁹ LEY 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, artículo 231.

- Suministras indicios e información falsa (Artículo 12(1)(C) MAR)
- Manipular dispositivos como forma de engaño. (Artículo 12(1)(B) MAR)
- Conducta engañosa que conduce a una distorsión del mercado (Artículo 12(1)(D) MAR)

La sentencia de la Audiencia Nacional de 14 de diciembre de 2017 nos sirve para observar como no es necesario causar con la conducta un efecto claro sino, que para determinar un caso de manipulación de mercado hay que, simplemente, analizar la idoneidad de la conducta y lo potencialmente dañosa que es. La sentencia se basa en un recurso interpuesto contra una resolución de la CNMV que sancionaba a un sujeto por manipular el mercado; dada la antigüedad del caso, las normas que rigen en el procedimiento son las que encontramos en la directiva europea de 2003 y anteriores versiones de la LMV. La parte recurrente alega que el no tiene capacidad para poder alterar el mercado, para poder influirlo, el juez de la audiencia nacional considera que:

En particular, las denominadas aplicaciones, ofrecen un potencial distorsionador del mercado, en tanto son operaciones aparentes que producen el efecto de aportar una imagen falsa del mercado tanto en lo que se refiere al volumen de negociación como al cotización, y pueden llevar a la toma de decisiones sobre la base de datos que no corresponden a la realidad del mercado. En definitiva, el tipo queda integrado por esta actuación potencialmente dañosa, sin que sea preciso alcanzar un precio o un resultado, como afirma la demandante, puesto que basta la efectiva idoneidad de la conducta.⁴⁰

Como podemos apreciar, este tipo no exige alcanzar un resultado en el mercado, causar un efecto, como si sucedía con la información privilegiada. Busca, centrarse más en analizar la idoneidad de la conducta, en cuales eran los objetivos de los actos llevados a cabo.

Como principal novedad que encontramos tenemos que se tiene en cuenta también la tentativa de manipulación y, no se exige un efecto como tal (orden que nunca se llega a

⁴⁰ Sentencia de la audiencia nacional de 14 de diciembre de 2017

ejecutar, un simple indicio de manipular el mercado)⁴¹. Podemos apreciar como esto es una gran novedad dado que ofrece una mayor seguridad al mercado y sigue la línea de analizar la idoneidad de la conducta y, no solo los potenciales efectos. La idoneidad de la conducta se convierte en el activo esencial a la hora de analizar este tipo administrativo.

Consideramos que esto es una gran decisión por parte de los legisladores europeos. Una tentativa de manipular puede también causar una distorsión en el mercado con todos los efectos negativos que ello conlleva.

Otra de las principales novedades es la aplicación de las disposiciones a cualquier conducta que tenga un efecto real sobre cualquiera de los índices de referencia.⁴²La manipulación de los índices de referencia ha sido un tema de gran preocupación para los principales organismos europeos desde la crisis de 2008. Buscan conseguir una mayor transparencia y fiabilidad de los datos para que el inversor normal pueda operar con seguridad jurídica y, no tema que los valores no respondan a la imagen real de la empresa. Así, además de las disposiciones del presente reglamento, en 2016 publicó el Parlamento Europeo, un reglamento sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión que modificaba el MAR.

En la exposición de motivos, del reglamento de índices de referencia, indica que es necesario modificar el Reglamento de abuso de mercado dado que no cubre todos los productos financieros que afectan a este tipo de mercado. Un ejemplo, es el caso de los derivados de productos financieros que sirven para alterar de manera alcista o bajista el precio de una acción y, dicho instrumento financiero no se encuadraba dentro del marco normativo del MAR⁴³ Así se modifican los artículos 19, 35 y 38, añadiendo párrafos y artículos con el fin de darle una mayor amplitud y ser capaz de adaptarse a los nuevos productos financieros que van surgiendo.

⁴¹ CUATRECASAS, op.cit

⁴² URÍA MENENDEZ, op.cit

⁴³ REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión, y por el que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) n.º 596/2014

Es de agradecer la rápida evolución legislativa que observamos en este caso tras los años que se tardó en elaborar el MAR. Los principales organismos europeos han detectado aquellas partes del reglamento que no cubrían todos los productos financieros que existen en la actualidad y, han solventado el problema de una manera sencilla y rápida.

La manipulación de aparatos con el fin de crear una distorsión en el mercado se encuentra además de regulada en el articulado, en el anexo 1b, que establece una lista, no exhaustiva, sobre como controlar el uso de este tipo de aparatos. La sentencia citada previamente basaba la manipulación de mercado en el uso de este tipo de aparatos que alteraban el precio de las cotizaciones.

Dar indicios de información falsa es una de las formas más claras en las que se puede observar la manipulación de mercado. Se puede observar, fácilmente, en las noticias como determinadas declaraciones de las autoridades componentes afectan seriamente al mercado; se puede llegar a pensar que, en determinados casos, unas declaraciones afectan más al valor de la cotización que la situación real de la empresa o de la economía en general. En un mercado tan volátil como el secundario, la confianza se convierte en un activo esencial para que funcione eficientemente; un inversor razonable, confía en las declaraciones que hacen las empresas sobre su situación financiera actual y futura, basando en ellas muchas veces su decisión de invertir.

Un ejemplo muy claro de esta técnica es la llamada "pump and dump" que significa literalmente bombear y desechar. Esta técnica tiene un funcionamiento muy sencillo: un inversor con una posición en una acción decide inflar su valor a partir de difundir información falsa sobre dicha empresa, obteniendo un gran beneficio económico cuando el valor se ha inflado para venderla. Es un claro ejemplo del claro perjuicio que se puede producir en el mercado con la difusión de información falsa. La técnica contraria al "pump and dump" sería bajar el valor de la acción y, se denomina "trash and cash" (basura y canjear, literalmente).⁴⁴

⁴⁴INVESTOPEDIA, Pump and Dump,, Online, disponible en <https://www.investopedia.com/terms/p/pumpanddump.asp> consultado el 3 de abril de 2018.

En la exposición de motivos del MAR, en el párrafo 47 encontramos las razones por las que se considera la difusión de información falsa como manipulación del mercado. En el párrafo 48 deja claro que da igual por el canal que se realice la difusión:

Habida cuenta del aumento del uso de sitios web, blogs y redes sociales, es importante dejar claro que la difusión de información falsa o engañosa a través de internet, incluidos sitios de redes sociales o blogs no atribuibles, debe considerarse, a efectos del presente Reglamento, abuso de mercado, al igual que cuando se comete a través de canales de comunicación más tradicionales.⁴⁵

La última conducta o actividad que se considera como manipulación de Mercado es la identificada en el 12(1)(d). Este apartado tiene como objetivo diferentes tipos de conducta que pueden causar una distorsión en el mercado, que pueden confundir al mercado. Una práctica que responde a este tipo es la denominada como “corner” (se traduce como acorralar un activo”). Se trata de conseguir una posición dominante dentro del activo permitiéndote establecer unas condiciones injustas si quieres comerciar con el mismo, para el resto de inversores.⁴⁶ Este es un ejemplo claro de conducta que altera el mercado en busca de un beneficio económico.

Además de esta práctica, hay que destacar la inclusión de la llamada Negociación de alta frecuencia o High Frequency Trading (en adelante “HTF”) como posible manipulación de mercado. Podemos verlo en el artículo 12(2) del MAR:

la formulación de órdenes en un centro de negociación, incluidas la cancelación o modificación de las mismas, a través de cualesquiera métodos de negociación disponibles, incluidos los medios electrónicos, como las estrategias de negociación algorítmica y de alta frecuencia, que produzca alguno de los efectos contemplados en el apartado 1, letras a) o b), al: i) perturbar o retrasar el funcionamiento del mecanismo de negociación utilizado en el centro de negociación, o hacer que ello tenga más probabilidades de ocurrir, ii) dificultar a otras personas la identificación de las órdenes auténticas en el mecanismo de

⁴⁵ REGLAMENTO DE LA COMISIÓN EUROPEA 596/2014 op.cit

⁴⁶ INVESTOPEDIA, Corner, Online, disponible en <https://www.investopedia.com/terms/c/corner.asp> consultado el 3 de abril de 2018

*negociación del centro de negociación, o aumentar la probabilidad de dificultarla, en particular introduciendo órdenes que den lugar a la sobrecarga o a la desestabilización del carné de órdenes, o iii) crear, o poder crear, una señal falsa o engañosa sobre la oferta y demanda o sobre el precio de un instrumento financiero, en particular, emitiendo órdenes para iniciar o exacerbar una tendencia;*⁴⁷

El HTF es un método relativamente peligroso para el mercado dado que complica en gran medida la labor del inversor razonable que será incapaz de distinguir una orden automática dentro de unos parámetros preestablecidos, de una orden basada en la confianza de que dicho valor va a tener una tendencia alcista o bajista muy clara. Como podemos ver, la norma ha establecido una serie de requisitos para limitar este método de inversión, que actualmente es seguido por las grandes empresas de inversión

Nos encontramos en una época, en la que todo proceso se intenta automatizar y, se busca minimizar la labor humana. Con este método, las grandes empresas establecen sus parámetros de compraventa, el marco de actuación y todo se realiza automáticamente sin necesidad de un humano. La regulación tiene que ser capaz de adaptarse rápidamente a los cambios sociales y tecnológicos dado que sino se presentarían una gran cantidad de lagunas legales.

La decisión de incluir el HTF en este reglamento es realmente acertada, como son los motivos de su inclusión que podemos ver en la exposición de motivos (párrafo 38). Este método de inversión puede causar unos graves problemas en el mercado.

La capacidad de una empresa de tener tan regulado el valor de una cotización provoca que, para un inversor razonable, sea imposible distinguir situaciones normales de mercado, de extraordinarias, poniendo en riesgo su dinero. El artículo menciona como, este método pone en peligro al mercado si se dan una serie de circunstancias. En la LMV, no encontramos ninguna referencia a este método de negociación de activos, lo que vuelve a mostrar el buen hacer del legislador europeo.

⁴⁷ REGLAMENTO DE LA COMISIÓN EUROPEA 596/2014 op.cit art 12

2.3 Puertos Seguros a ambas conductas

El reglamento europeo provee dos situaciones que podíamos denominar “puertos seguros” que se aplican a la información privilegiada y a la manipulación de mercado. De esta forma, la normativa permite dos tipos de actividades que no constituyen un delito en relación a las conductas ya mencionadas. Estas dos actividades son las denominadas estabilización de valores y programas de recompra de acciones.

Ambas actividades se encuentran muy estrictamente reguladas dado que les permiten que no sean consideradas delito. Están sometidas a numerosos estándares técnicos aprobados por la ESMA y la comisión europea como sucedía con los sondeos de mercado y el retraso en la difusión de información privilegiada. Ambas excepciones ya las encontrábamos reguladas en la directiva anterior.

Consideramos necesario nombrarlas y explicarlas un poco, dado que nos sirven para seguir mostrando el espíritu permisivo de la norma, que permite cierta libertad dentro del mercado financiero. Se encuentran reguladas por el artículo 5 del MAR.

Así justifica el MAR, en la exposición de motivos, su presencia en la normativa:

*La negociación con valores o instrumentos asociados para la estabilización de valores o la negociación con acciones propias en el marco de programas de recompra pueden estar justificadas por motivos económicos, por lo que, en determinadas circunstancias, deben quedar exentas de las prohibiciones relativas al abuso de mercado, siempre que se actúe con la necesaria transparencia cuando se comunica información relevante sobre la estabilización o el programa de recompra.*⁴⁸

2.3.1 Programa de recompra de acciones

Estos dos puertos seguros fueron introducidos en la directiva europea sobre abuso de mercado de 2003. La normativa del MAR sobre operaciones de recompra de acciones

⁴⁸ REGLAMENTO DE LA COMISIÓN EUROPEA 596/2014

propias o autocartera se puede resumir en una serie de puntos clave. En primer lugar, el objetivo del programa de recompra de acciones tiene que ser de:

- Reducir el capital social de la compañía
- El cumplimiento de las obligaciones inherentes a los instrumentos financieros de deuda convertibles en acciones o en acciones para los empleados o miembros del órgano de administración⁴⁹

La parte emisora ha de comunicar a la autoridad competente todos los detalles del programa antes de llevar a cabo la acción en cuestión y posteriormente, hacer público los detalles de la operación. Los volúmenes y el precio en una operación de autocartera van a estar limitados por la autoridad competente.

La LMV se adaptó a estos supuestos y, se encuentran reguladas en el artículo 227. Para poder adaptarse, la CNMV publicó una circular en 2007 y una serie de directrices para las empresas en 2013 (no llegaba al rango de circular) pero se antojaban insuficientes dado que no cubrían los contratos de liquidez.

Con vistas a endurecer el marco normativo y, para evitar que estas puertas seguras se usaran para distorsionar el mercado, la autoridad competente (CNMV) publicó la Circular 1/2017, de 26 de abril, sobre los contratos de liquidez⁵⁰. En el preámbulo de la norma podemos ver como busca solucionar todos los defectos que se encontraban en la normativa previa:

al objeto de dar cumplimiento a lo establecido en el Reglamento (UE) N° 596/2014 e introducir mejoras en su configuración a la luz de la experiencia recabada en relación con los contratos de liquidez que han estado operativos en los últimos años al amparo de la Circular 3/2007 y de la consulta pública realizada al efecto⁵¹

⁴⁹ REGLAMENTO DE LA COMISIÓN EUROPEA 596/2014 op.cit Art 5

⁵⁰ MARTIN SIMÓN, PABLO, La CNMV ata en corto a las cotizadas para que no manipulen sus acciones, El País, 2017, Online disponible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/05/03/mercados/1493830524_353072.html consultado el 28 de marzo de 2018

⁵¹ CIRCULAR 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los contratos de liquidez.

Salvo para este tipo de operaciones, se mantienen las directrices de 2013 de la CNMV sobre los programas de recompra de acciones que fija los límites de volumen y precio.

La CNMV ha establecido una serie de criterios para fijar los límites de volumen y precio. Los límites de volumen y precio son los siguientes:⁵²

- El volumen diario de compraventa de acciones propias no debería superar el 15 por ciento, del promedio diario, de contratación en las últimas 30 sesiones. Se admite hasta el 25% en casos especiales
- Las ordenes de compraventa de acciones propias no deben generar una tendencia en el precio de la acción cotizada. Se establece un marco de precio máximo y mínimo a la de realizar la operación.
- El emisor no está autorizado a vender acciones propias durante el periodo de recompra.

Toda la normativa local se encuentra en perfecta consonancia con las directrices dadas por ESMA en relación a estos puertos seguros. La Comisión Europea aprobó estas directrices con el Reglamento Delegado (UE) 2016/1052 de la Comisión de 8 de marzo de 2016 lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a las condiciones aplicables a los programas de recompra y a las medidas de estabilización. De hecho la circular de la CNMV es más exigente en las limitaciones que el Reglamento Delegado europeo (permite un 25% del promedio de 20 días).

Las medidas se imponen previa consulta pública de ESMA, lo que nos muestra que participan en la formación de la norma los participantes del mercado provocando que la norma sea más eficiente y capaz de cubrir todos los posibles casos.

⁵² GARRIGUES, Criterios CNMV en operativa discrecional de autocartera, Madrid, 2013 (PDF), DISPONIBLE EN: http://www.garrigues.com/sites/default/files/docs/Novedades-Mercantil-8-2013_0.pdf consultado el 26 de marzo de 2018.

Dada la complejidad del funcionamiento de los derivados, la agencia europea de valores y mercados considera que no debe formar parte del puerto seguro, dado que sería de extrema dificultad poder controlar estos instrumentos financieros eficientemente.⁵³

El último informe de ESMA tras la consulta pública, analiza los límites de volumen, precio y tiempo fijados y, la razones que les han llevado a dichas cifras. Considera que, rara vez, un programa de recompra de acciones ha llegado a superar los límites de volumen establecidos y, que con las cifras impuestas, el precio de la cotización no se ve sensiblemente afectado ni daña al mercado; si el precio variará en gran medida causaría una distorsión en el mercado, señalando unas tendencias erróneas en la cotización para el inversor razonable. Con las cifras impuestas mitiga el riesgo de que se lleven a cabo operaciones de autocartera con el objetivo de burlar y manipular al mercado obteniendo un beneficio económico.

Las operaciones de autocartera han generado numerosos problemas a la CNMV, que ha tenido que abrir expedientes administrativo a varias empresas cotizadas dado que sus prácticas no se podrían encuadrar dentro del puerto seguro.

Encontramos una gran base jurisprudencial de la Audiencia Nacional, indicando los criterios para determinar cuando una operación de autocartera no es considerada como abuso de mercado. La sentencia de la audiencia nacional de 17 de abril de 2017, nos muestra los criterios manteniendo los establecidos en previas sentencias:

Conforme a lo razonado en el fundamento de derecho anterior la adquisición de acciones propias debía hacerse en volúmenes razonables y respetando la tendencia del mercado en cuanto a los precios y con absoluta transparencia de las operaciones que en él se realicen al objeto de proteger al inversor. Estos criterios han sido recogidos en sentencias de esta Sala de 24 de enero de 2006 (recurso 447/2004), 17 de marzo de 2016 (recurso 601/2004), 5 de abril de 2006 (recurso 567/2004) y 11 de junio de 2012 (recurso 408/2011).⁵⁴

⁵³ ESMA, Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 2015, PDF, disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf esma consultado el 3 de abril de 2018.

⁵⁴ SENTENCIA DE LA 3 DE 17 DE ABRIL DE 2017

Toda la jurisprudencia ha servido para que la CNMV realice una circular mucho más fuerte dada toda la experiencia que ha reunido con estos casos. La gran capacidad evolutiva de la CNMV se ha visto reflejada con la consulta a ESMA sobre los contratos de liquidez como nueva práctica de mercado aceptada. De esta forma, ha establecido unos volúmenes y precios distintos para este tipo de contratos y ha introducido los sistemas multilaterales de negociación, extendiendo el ámbito de aplicación de la norma.

Las autoridades europeas y españoles han logrado con esta normativa darle una mayor seguridad jurídica al mercado evitando que las grandes empresas puedan distorsionar el valor de sus propias acciones. Las empresas en muchos casos necesitan llevar a cabo programas de recompra de acciones propias por diversas razones como, un problema de exceso de liquidez. Esta medida, provoca un aumento del valor de la cotización, que puede engañar a un inversor externo sobre la situación de la empresa. Tras las numerosas consultas públicas realizadas, han conseguido llegar a una norma que limita el riesgo de abuso de mercado con operación de recompra de acciones, restringiendo las actividades que puede llevar a cabo el emisor. Las operaciones que van a poder realizar los consejeros y directivos se encuentran tremendamente limitadas y sometidas a una serie de condiciones, que veremos más detalladamente en el siguiente epígrafe.

2.3.2 Medidas de estabilización de precios

Esta conducta es hasta más cuestionable que la anterior dado que, en cierta manera, la empresa esta estableciendo un precio artificial en la cotización distinta del que existiría si hubiese un funcionamiento normal en el mercado. El legislador europeo ha vuelto a actuar con pies de plomo permitiendo una conducta, que conlleva un gran riesgo dada su naturaleza, pero con limitaciones.

Las razones de permitir estas conductas las encontramos en las exposiciones de motivos del MAR y del reglamento delegado, siendo las de este último muy interesantes:

La estabilización de valores tiene por objeto sostener el precio de una oferta inicial o secundaria de valores durante un tiempo limitado si los valores están sometidos a una presión de venta, aliviando de este modo esa presión ejercida

por los inversores a corto plazo y manteniendo un mercado ordenado de los valores de que se trate. Contribuye así a aumentar la confianza de los inversores y emisores en los mercados financieros. Por tanto, en interés de los inversores que hayan suscrito o comprado los valores en el contexto de una distribución importante, y en interés del emisor, las negociaciones de bloques que sean operaciones estrictamente privadas no deben considerarse distribución significativa de valores.

En el contexto de una oferta pública inicial, algunos Estados miembros permiten la realización de operaciones antes del inicio de la negociación oficial en un mercado regulado. Es lo que normalmente se denomina «when issued trading». Por tanto, debe ser posible, a efectos de la exención relativa a la estabilización de valores, que el período de estabilización empiece antes del inicio de la negociación oficial, siempre y cuando se cumplan determinadas condiciones en materia de transparencia y negociación.⁵⁵

Las medidas de estabilización de precios pueden dar lugar a un error en el mercado, a un mal entendido y por ello, se han establecido límites de tiempo y de situaciones en las que se puedan llevar a cabo.

A lo largo de la normativa, se observan los requisitos que impone la norma para poder encuadrarse dentro de este puerto seguro. En primer lugar, es necesario divulgar que la oferta inicial o secundaria de valores va a estar sometida a una serie de medidas para estabilizar el precio, que no tienen por que producirse. Se limita el tiempo, en el que las medidas de estabilización pueden suceder (30 días desde fecha de divulgación o antes dependiendo del mercado en el que se actúa); al finalizar el periodo ha de comunicar si han tenido que llevar a cabo alguna de estas medidas y, si han tenido que llevarlas a cabo, el precio de las mismas y la fecha en la que sucedieron. El precio al que ha tenido lugar la medida no podrá ser superior al precio de oferta dado que eso provocaría un engaño general en el mercado, una distorsión.

⁵⁵ REGLAMENTO DELEGADO (UE) 2016/1052 DE LA COMISIÓN de 8 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 relativas a las condiciones aplicables a los programas de recompra y a las medidas de estabilización

Hemos podido ver como la normativa europea y nacional permiten una serie de defensas para el correcto funcionamiento del mercado. Las medidas para estabilizar valores, en determinadas ocasiones, son necesarias para el correcto funcionamiento del mercado. Su regulación, permitiéndolas siempre que cumplan unos requisitos de transparencia y publicidad tiene como principal objetivo mejorar al mercado y beneficiar a los sujetos que forman parte del mismo.

2.3 Operaciones realizadas por consejeros y directivos

Los miembros de los órganos de administración y principales directivos son, realmente, las personas con mayor capacidad y facilidad para realizar los tipos aquí expuestos. Se convierte en primordial, para las autoridades competentes, tener un grado de control tremendo sobre las operaciones que lleven a cabo en su día a día. La normativa europea ha introducido una serie de novedades facilitando la vida a las principales autoridades en su control diario sobre estos sujetos. Se han introducido unos métodos de control más estrictos que reducen la capacidad y el tiempo disponible para realizar un acto ilícito. Además se ha obligado que el tránsito de información hacia las autoridades competentes sea más fluido y continuo

El artículo 19(11) del MAR ha introducido una prohibición de operar durante los 30 días anteriores a la publicación de los informes de la empresa requeridos⁵⁶ (estos periodos se denominan “blackouts”). Estos periodos restringidos se aplican lógicamente a toda empresa que cuente con valores cotizados y, además a las empresas que se encuentran en el Mercado Alternativo Bursátil (en adelante “MAB”). En este último mercado, nuestro ordenamiento ya contaba con un reglamento interno específico que dificultaba las operaciones de consejeros y directivos obligándoles a comunicarlas cuando superaran cierto umbral (1% sobre sus acciones).

La CNMV recuerda sobre esta prohibición que

⁵⁶ CUATRECASAS, op.cit

Tal y como se desprende del documento de preguntas y respuestas aprobado el 12/07/16 por la Junta de Supervisores de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA por sus siglas en inglés), debe tenerse en cuenta que la publicación por una sociedad emisora de información que contenga variables o datos fundamentales sobre los resultados financieros que vayan a estar incluidos en el informe financiero intermedio o anual a los que se refiere el párrafo anterior, determina la fecha a partir de la que debe realizarse el cómputo de los 30 días del período limitado.⁵⁷

El Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, complementa al MAR, en relación a la negociación de estos sujetos en periodos limitados. De esta manera se establecen una serie de circunstancias excepcionales en las que se permitirá a consejeros y directivos operar en el mercado. La sociedad emisora podrá autorizar al miembro restringido en un caso excepcional, urgente y grave siempre que cumpla con las condiciones impuestas por el Reglamento delegado

Hay que tener en cuenta que en España se emiten varios informes por parte de las empresas cotizadas y esto provoca una duda con respecto a la interpretación del precepto. Entendemos, a la luz de la respuesta dada por ESMA, que se aplica sobre los informes anuales, semestrales y las declaraciones intermedias (Real Decreto 1362/2007 sobre el mercado de valores). Si atendemos a la literalidad del artículo 19 del Real Decreto y, a tenor de lo dispuesto por la normativa europea, cualquier miembro del equipo de gobierno se encontraría restringida a operar durante los 30 días anteriores a la publicación de la declaración intermedia⁵⁸; como podemos ver, se restringiría en gran medida su capacidad de operar en pos de una mayor seguridad jurídica.

Las personas que no pueden operar son, exactamente:

⁵⁷CMNV, Comunicado sobre prohibición de operar, 2016, PDF, disponible en : <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={bfc123cd-838e-4b6e-823b-d7e6a715c1e2}> consultado el 6 de Abril de 2018

⁵⁸ LÁZARO ENRIQUE GARCÍA, Los periodos limitados en la nueva normativa de abuso de mercado, Revista Lex Mercatoria 2017, PDF, disponible en [http://www.revistas.innovacionumh.es/index.php?journal=lexmercatoria&page=article&op=viewFile&path\[\]=1247&path\[\]=344](http://www.revistas.innovacionumh.es/index.php?journal=lexmercatoria&page=article&op=viewFile&path[]=1247&path[]=344) consultado el 1 de abril de 2018

*miembros de su órgano de administración, gestión o supervisión y a los altos directivos que, no siendo miembros de dichos órganos, tengan acceso regular a información privilegiada así como competencias para adoptar decisiones en materia de gestión que afectan a la evolución futura y a las perspectivas empresariales de la sociedad.*⁵⁹

La sociedad emisora tiene la obligación de comunicar a sus empleados que se encuentran sometidos a dicha prohibición. La nueva normativa, además obliga a notificar las operaciones que realicen los sujetos obligados en relación con acciones, instrumentos de deuda o derivados y instrumentos financieros negociados en mercados regulados y Sistemas multilaterales de negociación⁶⁰

Además, el periodo de notificación de operaciones realizadas por directivos es, actualmente de tres días según el artículo 19(1) reduciendo en dos días el plazo anterior. Esta medida sigue en la línea de dificultar que las personas que puedan distorsionar en el mercado, realicen dichos actos y en busca de gozar de una mayor transparencia en el mismo. Se fijan un umbral de 5.000 euros a partir del cual, es necesario notificar a las autoridades competentes los actos llevados a cabo por estos sujetos..

2.4 Investigación y sanciones civiles por Abuso de Mercado

2.4.1 Whistle blow

El llamado “whistle blowing” (traducido al español como delator o confidente) es un mecanismo que existe en la mayoría de ordenamientos jurídicos que permite y favorece que las personas de dentro de la empresa denuncien posibles infracciones o conductas constitutivas de abuso de mercado. La normativa sobre abuso de mercado, no solo ha mejorado este procedimiento existente sino que ha introducido la posibilidad de que los estados doten de incentivos al confidente, al delator:

⁵⁹ CMNV, Prohibición de operar, op.cit

⁶⁰ CUATRECASAS, op.cit

Los Estados miembros deben poder prever incentivos financieros para las personas que ofrecen información relevante sobre posibles infracciones del presente Reglamento. Sin embargo, han de tener derecho a tales incentivos únicamente los confidentes que saquen a la luz nueva información que no estuviera ya sujeta al deber de notificación y que dé lugar a la imposición de sanciones por infracción del presente Reglamento. Los Estados miembros deben velar asimismo por que los programas de incentivos establecidos para los confidentes incluyan mecanismos dirigidos a garantizar la debida protección del acusado, especialmente en lo relativo al derecho de protección de sus datos personales, y procedimientos para garantizar su derecho a defenderse y a ser oído antes de que se adopte una decisión que le afecte, además del derecho a recurrir judicialmente esa decisión.⁶¹

De esta manera se ha mejorado un procedimiento que ya existía en nuestra anterior LMV, generando una serie de incentivos para favorecer que se produzca esta situación. El método más sencillo para descubrir y controlar este tipo de delitos es establecer un mecanismo eficaz que proteja al empleado y le dote de suficiente seguridad jurídica a la hora de comunicar a las autoridades lo realizado por la empresa.

El reglamento (artículo 32 MAR) cede a las autoridades competentes el establecer una serie de mecanismos e incentivos que favorezca lo ya mencionado. La forma más fácil de descubrir las irregularidades en los mercados financieros es desde dentro y, gracias a proteger a los denunciantes. El dotar de incentivos este acto sirve para darle una mayor capacidad de acción.

En Estados Unidos, la autoridad competente ofrece hasta un 30% de la multa al confidente.⁶² En España, es la CNMV la encargada de mejorar este método. La forma de interponer una denuncia es simple y la encontramos a través de su web, donde nos ofrece un formulario sencillo e indica que información le es útil:

⁶¹ Reglamento de la Comisión Europea 596/2014 op.cit.

⁶²ZUNZUNEGUI FERNANDO, Whistleblowing, 2018, Online disponible en: <http://www.rdmf.es/2018/01/whistleblowing/> consultado el 11 de Abril de 2018.

- *Los nombres de las personas o entidades involucradas en la posible infracción.*
- *Una explicación lo más detallada posible de la supuesta infracción cometida. Con las fechas e intervinientes, si es posible.*
- *Documentación (si la hubiera o dispusiera de ella) que pueda apoyar sus manifestaciones.*
- *Cuantos más detalles proporcione, más capacidad tendremos para desarrollar con eficacia nuestras labores de investigación.*⁶³

La CNMV acaba de abrir un canal en España para comunicar las infracciones permitiendo transmitir las mismas desde el anonimato. No ofrece incentivos para el delator pero si, goza de una plena protección jurídica en materia laboral y contractual.

El ofrecimiento de una recompensa a los delatores tiene sus ventajas y desventajas. Por un lado, favorece este mecanismo dado el dinero que se puede obtener; en cambio, el hecho de que muchos de estos delitos sean transfronterizos ha provocado que, en caso de que se ofrezca dinero, el confidente decida elegir la jurisdicción en la que más dinero va a obtener, puede provocar un “fórum shopping”⁶⁴. La opinión de los estados comunitarios es la segunda, inclinándose por la decisión de no ofrecer dinero sino simplemente, una plena protección al delator.

2.4.2 Investigación por las autoridades competentes

El reglamento Europeo en el artículo 23(2) exige que se dote en, al menos 13 facultades a las autoridades competentes para que puedan realizar correctamente el control e investigación de posibles casos de abuso mercado.

⁶³CNMV comunicación de posibles infracciones en el ámbito de los mercados de valores, , Online disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/whistleblowing/presentacion.aspx> cosultado el 1 de Abril de 2018

⁶⁴KINGSLEY NAPLEY. European regulation of insider dealing and market manipulation: build up to the new market abuse regime from 2016, disponible en: <https://www.kingsleynapley.co.uk/comment/blogs/criminal-law-blog/european-regulation-of-insider-dealing-and-market-manipulation-build-up-to-the-new-market-abuse-regime-from-2016>. Consultado el 1 de abril de 2018

Dota a la CNMV de nuevas competencias para que tenga un mayor poder a la hora de intentar prevenir este tipo de conductas. Además, en los siguientes artículos se menciona una gran colaboración entre las autoridades nacionales de cada estado miembro y la autoridad europea competente, ESMA.

El principal problema a la hora de investigar estos casos es su, muy común, naturaleza transfronteriza; esto ha llevado a los principales órganos europeos a su último proyecto legislativo que sigue pendiente de ser aprobado. Este proyecto busca que se trasladen competencias, desde las autoridades competentes nacionales (CNMV en España) a la ESMA para conseguir un mayor control sobre los mercados financieros. Este proyecto se ha llevado a cabo tras conocer la salida del Reino Unido de la Unión Europea y, busca fortalecer la seguridad de nuestros mercados financieros.

El vicepresidente de la Comisión Europea para el área de Empleo, Crecimiento, Inversión y Competitividad ha señalado que se están dando pasos para fortalecer el sistema de previsión.⁶⁵

El principal objetivo es conseguir una autoridad única a nivel europeo a imagen y semejanza del Banco Central Europeo, gozando de amplios poderes de control y supervisión sobre los mercados interiores de los estados miembros.

Llama la atención, el poder que otorgaría a esta autoridad central, en relación a conflictos con terceros países. De la redacción extraemos lo siguiente:

*Those risks are particularly acute in relation to supervised entities outsourcing, delegating or transferring risk to third countries where supervisory authorities may lack the necessary tool to adequately and effectively supervise material activities and key functions.*⁶⁶

⁶⁵ DE MIGUEL, BERNARDO, La UE asumirá parte de las competencias de la CNMV, 2017, El País, disponible en : https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/09/20/mercados/1505930827_789873.html consultado el 2 de Abril de 2018.

⁶⁶ Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL Amending Regulation (EU) No 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority);

Podemos apreciar como la salida de Londres de la UE, como gran centro financiero, ha sido uno de los determinantes a la hora de impulsar este proyecto legislativo, que presenta cierto aire de revanchismo. Actualmente en Reino Unido encontramos a la Finance Conduct Authority (en adelante “FCA”) como autoridad competente en materia de supervisión de los mercados de valores.

De todas formas, este proyecto es una gran innovación a nivel europeo y sigue mostrando las intenciones de la Unión de contar con una normativa a nivel financiero prácticamente igual y fuerte dentro de todos los estados miembros.

2.4.3 Sanciones Civiles Abuso de Mercado

El MAR permite a los estados miembros en su artículo 30 un amplia variedad de sanciones administrativas para las conductas aquí mencionado. Permite que los estados miembros no impongan sanciones administrativas en áreas donde rige el código penal con su correspondiente condena.

El 30(3) indica que las sanciones civiles que encontramos en este artículo son unos estándares mínimos que cada estado debe imponer, indicando que si se estima conveniente se podrán establecer sanciones mayores. Además, se impone sanciones de inhabilitación temporal o permanente en los mercados por el daño infringido. Las sanciones pecuniarias van desde un máximo de cinco millones para personas físicas hasta una máximo de 15 millones o el 15 % del volumen total de negocio de la compañía para personas jurídicas. Además se establece una sanción pecuniaria administrativa máxima de tres veces el beneficio económico obtenido con la operación o de la perdida evitada.

Si analizamos las sentencias en España, estas se encuentran bastante lejos de los límites máximos impuesto por el organismo europeo. En el caso de las infracciones muy graves, la máxima sanción pecuniaria es de diez millones de euros.

3. ABUSO DE MERCADO EN REINO UNIDO

La normativa sobre abuso de mercado se encuentra normalizada a nivel comunitario, lo que provoca que, a día de hoy, las diferencias existentes entre España y el país inglés, sean pequeñas pero sigan existiendo

Reino Unido, es un país sometido al sistema legal de la common law, lo cual provoca que seamos capaces de ver como dos países de distinto sistema legal han sido capaces de afrontar el mismo campo normativo. Además, vamos a poder ver como funciona la FCA, en contraste con la CNMV, comparando así el funcionamiento de dos de las principales autoridades internas de supervisión del mercado de valores de Europa. Por último, el llamado “brexit” nos va a permitir ver si los legisladores ingleses consideran el MAR incapaz de afrontar el abuso de mercado o, la regulación aprobada es suficiente y completa

A la hora de realizar el análisis y, para poder adecuarnos a la longitud del presente trabajo de investigación, vamos a centrarnos solo en aquellas partes en que la legislación británica difiere de la nacional, en aquellas grandes diferencias. Dado que la norma europea es de aplicación directa, no vamos a volver a detallar el espíritu y contenido de la norma.

En el Reino Unido, actualmente en materia del régimen civil de abuso de mercado rige el llamado “Financial Services and Markets Acts 2000 “(en adelante “FSMA”), se actualizó en 2016 para poder ser compatible con el MAR, que se encuentra completamente vigente al igual que en España. La normativa europea ha dado un campo de actuación más amplio a la ya existente⁶⁷.

Es muy interesante conocer el código de conducta que tiene el FCA (autoridad competente) que se aplica a todas las empresas y el cual no encontramos en España. La CNMV obliga a que las compañías cotizadas posean un reglamento interno de conducta que tiene que cumplir con una serie de requisitos fijados reglamentariamente; el llamado “code of market conduct” en Inglaterra esta mucho mas desarrollado

⁶⁷ MORGAN LEWIS. UK Market Abuse Regime Extends Its Reach: Implications for Market Participants, online, disponible en: <https://www.morganlewis.com/pubs/uk-market-abuse-regime-extends-its-reach-implications-for-market-participants> consultado el 1 de abril de 2018

reglamentariamente⁶⁸. El código inglés fijaba de manera mucho más detallada las obligaciones de las empresas cotizadas sirviendo de guía a todas ellas para evitar caer en prácticas de abuso de mercado.

Este código de conducta de mercado general ha sido completamente sustituido desde el 3 de julio de 2016 (entrada en vigor del MAR) por la normativa europea. El FCA (2016/31) ha adaptado este instrumento que servía para proporcionar una guía a los usuarios del mercado sobre las conductas constitutivas de abuso de mercado⁶⁹. Este código se ha adaptado a las disposiciones europeas y se usa para ofrecer guía sobre la interpretación y aplicación de las normas para los sujetos del mercado

Podemos ver como la FCA toma un papel mucho más activo en la interpretación y aplicación de la CNMV, que remite en todo momento a las autoridades europeas.

Una de las más importantes diferencias que existían antes de la llegada del MAR, era el llamado “Model code”. Este código, era vinculante para aquellas empresas que cotizasen en el mercado secundario. El propósito y objetivo de este documento era que todos los consejeros y directivos de todas las empresas estuviesen sometidos a las mismas normas relativas al abuso de mercado. De esta forma, conseguía una normativa completamente uniformada entre todas sus empresas. En España, no encontramos nada parecido dejando dicha obligación a la normativa europea.

Con la aparición del MAR, este código ha perdido sentido, dado que ya todas las normas que incluía están presentes en la normativa europea. Este código era hasta en determinados casos más exigentes que la normativa europea; el periodo restringido para consejeros y directivos no era solo de 30 sino de 60 días antes de publicar los informes semestrales y anuales. Los consejeros y directivos se encontraban hasta mas limitados a la hora de operar⁷⁰.

⁶⁸ MORGAN LEWIS, op.cit

⁶⁹ FCA, policy proposals and Handbook changes related to the implementation of the Market Abuse Regulation, November 2015 disponible en: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MAR/1.pdf> consultado el 25 de Marzo de 2018.

⁷⁰ P DAVIES AND S WORTHINGTON op.cit. pp 1027

A la hora de imponer el nuevo periodo de 30 días, surgió un problema en Reino Unido en relación con los anuncios preliminares de resultados; estos anuncios son los que realmente afectan al valor de la acción cotizada dado que de los mismos se pueden inferir los resultados financieros de la compañía. El “model code” inglés preveía esto y extendía la prohibición para operar a este tipo de publicación, provocando que ahora con la aplicación de la normativa europea no se sepa que sucede con esta conducta.

El FCA ha promovido el remover este código de las llamadas “listing rules” (obligaciones para las empresas cotizadas), dejando un área donde este código cubría más conductas que el actual MAR. Los periodos limitados se regularán, teniendo en cuenta los informes preliminares; dado que el MAR cubre menos el mercado que la legislación inglesa, esta provisión ofrece una mayor seguridad jurídica en materia de abuso de mercado y han decidido que lo más recomendable es mantener esta periodo restringido.⁷¹.

Podemos apreciar como la adaptación de la normativa europea a la local suele llevar problemas de contradicción entre ambas normas y, en muchos casos es necesaria una interpretación amplia de las normas comunitarias para poder adaptarlas. Vimos el problema en España con las declaraciones intermedia y, en Reino Unido sucede un caso similar. Nosotros nos inclinamos siempre por aquella postura que ofrezca una mayor protección al espíritu de la norma, es decir, aquella norma que favorezca una mayor confianza y transparencia en los mercados.

En Inglaterra, la sociedad emisora puede autorizar a los consejeros y directivos a actuar en aquellas circunstancias excepcionales (determinadas de la misma manera que el MAR). El “model code” otorga cinco días a la sociedad emisora para dar el permiso y, luego el consejero o directivo solo dispone de dos días para llevar a cabo la operación.⁷²De esta manera, se restringe aun más, el tiempo en el que los sujetos obligados van a poder operar en periodos excepcionales. La legislación inglesa es más exigente con consejeros y directivos dado que les considera como los sujetos más susceptibles de cometer delitos de información privilegiada y manipulación de mercado.

⁷¹ FCA, policy proposals, op.cit

⁷² FCA, policy proposals, op.cit

El artículo 118 del FSMA regula todas las conductas que provocan un abuso de mercado. Antes del MAR, encontrábamos siete tipos de conducta, que actualmente se han visto reducidas a seis tras la implantación de la normativa europea⁷³. Los tipos de conducta que encontramos los podemos encuadrar perfectamente entre los ya vistos en España y no consideramos necesarios volver a retalarlos.

3.1 Información privilegiada y manipulación de mercado

Con respecto a la información privilegiada, sucede lo mismo que en España, donde la definición no cambia y se mantiene la idea principal.

Uno de los asuntos más llamativos relativos a la información privilegiada hay que encontrarlo en la jurisprudencia. Como ya hemos mencionado antes, el caso que contaba con Mr.Lafonta como parte demandada afectó seriamente a un caso posterior en los tribunales ingleses, que contradijo a la postura establecida por el tribunal europeo.

El caso “The Hannam v the Financial Conduct Authority [2014] UKUT” tuvo un fallo sorprendente. El alto tribunal inglés sostuvo lo siguiente:

"the information must indicate the direction of movement in the price which would or might occur if the information were made public"

En este caso el tribunal inglés fijó un estándar en el test de impacto en el Mercado mucho más alto que los tribunales europeos. El caso europeo mencionado llegó a la conclusión de que no era necesario ser capaz de prever el movimiento de la acción, sino que simplemente iba a causar un cambio en la misma, que iba a tener una influencia. El juez inglés, en cambio, exige que para que tenga la consideración de información privilegiada, el sujeto ha de conocer el impacto alcista o bajista que va a tener la acción si opera con ella.

Podemos apreciar como exige que los iniciados conozcan el impacto alcista o bajista que va a tener la información en el precio de la acción cotizada. En un principio, puede parecer

⁷³ PINSENT AND MASONS, op.cit

lógico que el mercado exija que la parte que conozca la información sepa que influencia va a tener en el mercado de manera clara pero, en situaciones de alta volatilidad del mercado, creemos que existe una gran incertidumbre sobre la influencia de la información en la acción, pudiendo suceder lo inverso a lo que se piensa. Por ello consideramos que el estándar del impacto en el mercado establecido por el tribunal europeo es más acertado que el inglés dada la complejidad de poder prever que va a suceder en el mercado.

Uno de los principales problemas que encontramos era determinar que era un inversor razonable. En la normativa inglesa encontramos en las llamadas “disclosure and transparency rules” (en adelante “DTR”) como tendría que ser la definición de inversor razonable en nuestro ordenamiento. El ordenamiento inglés lleva a cabo el test de inversor razonable estableciendo que la información que un inversor razonable ha de considerar como privilegiada es toda aquella que afecta a:

*The assets and liabilities of the issuer; The performance, or the expectation of the performance, of the issuer's business; The financial condition of the issuer; The course of the issuer's business; Major new developments in the business of the issuer; or Information previously disclosed to the market*⁷⁴

Estas normas (DTR) o directrices están elaboradas por la FCA, dando así una idea general de lo que significa ser un inversor razonable. Podemos apreciar como la legislación inglesa va más lejos que la europea y la española, definiendo un concepto tan abstracto como el mencionado y consiguiendo el objetivo que pedíamos para nuestra legislación nacional⁷⁵.

El MAR, además introduce una serie de novedades que no se encontraban previamente en Reino Unido como el artículo 14 (a) que prohíbe el realizar o intentar operaciones con información privilegiada.⁷⁶

La principal diferencia entre la normativa europea y la inglesa la encontramos, en la exigencia de un elemento mental al poseedor de la información privilegiada. La norma

⁷⁴ DISCLOSURE AND TRANSPARENCY RULES , 2.2.6

⁷⁵ PRACTICAL LAW. Inside information MAR, op.cit

⁷⁶ P DAVIES AND S WORTHINGTON, op cit. pp 1031-34

inglesa exige que el que opera con información privilegiada, sea consciente de que la información que posee tiene dichas características. En la normativa europea hemos visto a través del caso Spector Photo Group, la presunción que existe si operas, en posesión de información privilegiada.⁷⁷

Esta es una gran diferencia entre ambos campos normativos. La exigencia inglesa provoca que sea muy complicado apreciar el elemento mental para los tribunales y, por ello considero más adecuado para regular el delito en cuestión, la postura europea. La presunción opera pero admite prueba en contra por parte del acusado permitiéndole demostrar que hubiese actuado igual, poseyendo la información privilegiada o no, le da una capacidad para defenderse; en cambio, la postura inglesa dificulta que se pueda apreciar ese elemento mental que es de naturaleza muy abstracta.

El elemento mental se encontraba incluido en la primera directiva comunitaria de abuso de mercado (directiva del 89, artículo 2). Los legisladores europeos decidieron eliminar este precepto (“with full knowledge of the facts”) en las sucesivas directivas dada la complejidad de poder apreciar este elemento tan abstracto. El caso Spector, es el ejemplo perfecto de sobre la presencia del elemento subjetivo en la información privilegiada. La norma europea ha preferido delimitar las operaciones con información privilegiada a través de la presunción, permitiendo que no opere con las prácticas de mercado aceptadas y los puertos seguros. De esta manera han conseguido una regulación mucho más concreta y fácil de aplicar e interpretar para los tribunales.⁷⁸

Con respecto a la manipulación de mercado, la situación en el país inglés apenas ha cambiado. Como ha sucedido en España, la inclusión de la tentativa de manipular el mercado como delito y la ampliación de las conductas y actividades susceptibles de distorsionar el mercado son las principales novedades.

La definición de manipulación de mercado se ha ampliado incluyendo nuevas conductas y actividades que era necesario que se cubrieran. El principal organismo inglés muestra su preocupación por la manipulación de mercado, prestándoles especial atención tras la implantación del MAR.

⁷⁷ P DAVIES AND S WORTHINGTON, op cit. pp 1031-34

⁷⁸ ACUÑA, CARLOS. Op.cit.

El FCA ha mostrado especial interés en la manipulación de mercado, como se puede extraer de sus declaraciones:

Insider dealing may be the poster-child of market abuse, the behaviour that comes to mind the most, but clean markets rely on participants having faith in appropriate price formation taking place, and tackling market manipulation is clearly critical to this⁷⁹

Como podemos apreciar, consideran las autoridades inglesas que, la normativa se centra demasiado en las operaciones con información privilegiada y, hay que tener especial cuidado con las conductas y actividades que son susceptibles de ser consideradas manipulación de mercado dado que, esta práctica causa una alta distorsión en el mercado vulnerando la confianza entre lo inversores.

Hay que recordar que el Reino Unido no ha adoptado la directiva europea sobre sanciones penales al abuso de mercado, manteniendo la normativa nacional que encontramos en el Criminal Justice Act

La regulación de los puertos seguros, prácticas de mercado aceptadas y la formación de la lista de iniciados son iguales en España y Reino unido siguiendo a la normativa europea. Las prospecciones o sondeos de mercado han sido también una de las principales novedades que han sido introducidas en la normativa inglesa

La FCA considera que dado el largo proceso legislativo a que se ha visto sometido esta normativa, ha sido capaz de ir afrontando los cambios necesarios y de comunicar a las compañías todos los cambios que van a suceder. Considera que la nueva regulación va a otorgar una mayor fortaleza y seguridad a los mercados secundarios inglesas. Estas

⁷⁹ FCA, Effective compliance with the Market Abuse Regulation – a state of mind, , 2016, Online, disponible en: <https://www.fca.org.uk/news/speeches/effective-compliance-market-abuse-regulation-a-state-of-mind> consultado el 1 de abril de 2018

declaraciones las encontramos en el informe 2015/6 de esta autoridad que responden al momento previo a la entrada en vigor de esta reglamento, que estaba ya aprobado.⁸⁰

3.2 Sanciones civiles por Abuso de Mercado

Con respecto a los incentivos a los delatores, la FCA aplica la misma postura indicada previamente. Considera que los incentivos son negativos y provocan el llamado “fórum shopping”. De esta manera, los estados europeos se encuadran en el mismo pensamiento respecto a la postura de recompensas estadounidenses, rechazándola en su conjunto.

Las sanciones civiles que encontramos en el Reino Unido son impuestas por la sección 123 del FSMA. Se basan en un proceso de cinco fases cuya aplicación corresponde a la FCA. Su funcionamiento es similar a España, dado que las sanciones las impone la CMNV y posteriormente si se agota la vía administrativa, el recurso se interpone ante el tribunal contencioso-administrativo. No vamos a narrar todo el proceso del régimen sancionador sino aquellas características más llamativas que no encontramos en España

La FCA, no impone un límite máximo de sanción pecuniaria que se le pueda imponer al causante del daño. Por tanto, aquí en cuanto a los límites máximos regirá el MAR.

Podemos apreciar, como el sistema es mucho más duro con los acusados, imponiendo sanciones más duras que España y, llegando incluso a exigirles, alguna vez, un comunicado público⁸¹ indicando que han participado en un caso de Abuso de Mercado.

3.3 Brexit

Como todos sabemos, Reino Unido se encuentra en mitad de un proceso de desconexión de la Unión Europea que va a provocar un gran cambio en toda su estructura legislativa. Algunas voces indican que, es posible que se produzca un Brexit Duro y, toda la legislación europea pueda verse derogada con un simple acto legislativo. La normativa

⁸⁰ KINGSLEY NAPLEY, *Insider Trading: The new market abuse regime*, Londres, 2016 ,Online, disponible en: <https://www.kingsleynapley.co.uk/insights/blogs/criminal-law-blog/insider-trading-the-new-market-abuse-regime> consultado el 5 de Abril de 2018.

⁸¹ P DAVIES AND S WORTHINGTON, op. cit Pág 1063

sobre abuso de mercado, de reciente implementación, se vería afectada por este acto y, volvería a estar vigente la previa del FSMA.

La legislación del Abuso de Mercado no es algo nuevo en el marco comunitario. La unión Europea elaboró directivas previas, siendo la primera de 1988, buscando armonizar y mejorar la norma desde entonces. El resultado que vemos en el MAR, es el resultado de un proceso armonizador que se ha extendido durante años con la que todos los estados miembros han estado de acuerdo. Las directrices y estándares técnicos elaborados por ESMA fueron sometidos a consulta pública. Todo ello nos muestra el grado de aceptación que hay entre los estados miembros respecto a este cuerpo normativo.

Las declaraciones del FCA, mostradas anteriormente, muestran su agrado con esta norma y, con su fácil implantación. Todo ello me hace inclinarme por la postura de, que a pesar de que se derogue toda la normativa europea vigente, la normativa de abuso de mercado que prevalecerá en el Reino Unido será prácticamente la misma⁸². Los legisladores europeos han conseguido un grado de afinidad con la norma enorme, lo que muestra su buen hacer en todo el proceso legislativo. Han añadido los conceptos discutidos en jurisprudencia previa, haciendo la norma más fuerte y preparada para su aplicación práctica diaria.

Por lo tanto, podemos ver como se mantendrá el espíritu de la norma. En primer lugar, en caso de brexit, se desconoce como quedaran las relaciones financieras con el resto de la Unión. Imaginamos que, dada la importancia de este país como centro financiero, seguirá manteniendo unas relaciones con el resto de la unión muy estrechas y cercanas lo que favorecerá la permanencia de esta normativa en el ordenamiento inglés. Hemos visto como estos delitos suelen tener una naturaleza transfronteriza y, cuanto más similar sea la normativa, los mercados financieros gozaran de una mayor transparencia y confianza.

A la FCA, le interesa como autoridad competente y, encargada de realizar las sanciones administrativas esta nueva normativa como hemos visto con sus declaraciones previas.

⁸² BLP LAW. Brexit and the market abuse regulation, , 2016, online, disponible en: <http://www.blplaw.com/expert-legal-insights/articles/brexit-and-the-market-abuse-regulation> consultado el 10 de abril de 2018.

Además, esta directiva ha conseguido cumplir el objetivo de las autoridades inglesas de endurecer las penas y fortalecer al mercado.

Por todo ello, consideramos que cuando la desconexión se lleve a cabo, la esencia de la normativa se mantendrá dado que favorece los intereses de las propias autoridades inglesas. Es posible, que vuelvan a instaurar prácticas como el “model code” o el “code of market conduct” como guías para el abuso de mercado pero, consideramos que con carácter general la normativa no se verá afectada⁸³

4. CONCLUSIÓN

La regulación del abuso de mercado ha sido un área que ha crecido de manera espectacular en la última mitad de siglo. Este crecimiento ha ido acompañado de continuas directivas europeas que han creado, a día de hoy, un mercado completamente uniformado.

Los mercados secundarios se han convertido en una pieza clave del actual sistema financiero y, como tales se convierte en esencial su protección. Estos mercados necesitan gozar de unos niveles de confianza y transparencia suficientes para que un inversor razonable sea capaz de invertir en ellos.

Hoy en día, la información privilegiada y la manipulación de mercado son objeto de detalladas normas y estrictos controles para evitar distorsiones en el mercado. La evolución normativa ha ido progresivamente haciéndose más fuerte y dura como consecuencia de un deterioro general de las prácticas de mercado. Vivimos en una sociedad donde el resultado prima provocando que el medio más fácil para conseguir los objetivos sea cometiendo estas malas prácticas financieras. Si a este factor, le añadimos la importancia que tienen los mercados financieros en la situación de la economía, se convierte en indispensable contar con una regulación que verdaderamente controle a los actores principales y les pueda poner limitaciones y sanciones.

⁸³POLK, DAVIES, The Law and the brexit, 2016, PDF, disponible en: <https://www.davispolk.com/files/2016-09-30-issue-7-lex-et-brexit-the-law-and-brexit.pdf> consultado el 9 de abril de 2018.

En general, toda la regulación revisada durante el presente trabajo de investigación, tiene como principal fin proteger al conjunto de individuos que participan de manera habitual en el mercado. Si la normativa consigue evitar todas aquellas conductas y actividades que distorsionan el mercado, el mismo se convertirá en un sitio más atractivo, atrayendo más financiación para sus miembros y, por lo tanto, generando un mercado más robusto en términos generales.

El principal objetivo de la norma es, realmente, ser capaz de evitar los casos de abuso de mercado en el funcionamiento diario de los mercados secundarios. A la hora de realizar una evaluación crítica sobre la norma, habría que poder ver un análisis estadístico de, si han descendido, estos casos durante las diversas normas que se han ido publicando. En España, como hemos podido ver, el número de casos sigue siendo alto, pero el presidente de la CNMV afirmó que la normativa seguía la línea adecuada para poner un freno a este tipo de conductas. Las declaraciones del FCA, también nos hacen indicar que, a pesar de no tener números, la norma sigue el camino adecuado.

La normativa ha otorgado un mayor poder a las autoridades competentes, que han de ser las verdaderas encargadas del control y sanción. Hemos visto como en el Reino Unido encontramos un órgano con mayor capacidad para actuar frente a las compañías cotizadas frente a la CMNV. Hay que destacar el conjunto de normas (model code, code of market conduct) elaboradas por la FCA, destinadas a dar una mayor seguridad al conjunto de individuos que participe asiduamente en el mercado. La regulación europea, a pesar de ser un gran avance, no llegaba a ser tan exigente como la autoridad inglesa en determinados casos.

Consideramos que la CNMV, con la normativa introducida, ha podido realizar su labor de una manera mucho más eficiente desde la entrada de la normativa europea sobre abuso de mercado.

A lo largo del presente trabajo de investigación, hemos observado como la jurisprudencia ha sido un asunto esencial a la hora de elaborar el cuerpo normativo. De esta manera, se ha podido dotar a la norma de criterios de interpretación y aplicación mucho más

sencillos. El MAR ha logrado unas definiciones claras, sencillas y de fácil transposición a los ordenamientos nacionales

La permisividad de la norma en determinados casos ha permitido que los mercados sigan funcionando con normalidad; se han seguido unas directrices y estándares técnicos con las practicas de mercado aceptadas y con los puertos seguros, que permiten mantener la confianza y la transparencia en el mercado.

Esta norma ha de seguir evolucionando permanentemente dada la continua evolución de los mercados en los que opera. La inclusión de derivados y otros instrumentos financieros dentro de la normativa, a través de los reglamentos delegados, ha sido un gran acierto por parte de las autoridades europeas. Este dinamismo en la norma, es algo esencial dada la naturaleza de su objeto normativo.

El proyecto europeo de dotar a la ESMA de tantas facultades nos parece un gran acierto dada la naturaleza transfronteriza de los delitos aquí tratados. Ha de evitar, en nuestra opinión, ese cierto aire revanchista existente en torno al Brexit dada la alta probabilidad de que tras la desconexión siga habiendo una conexión muy importante entre ambas entidades y, sea necesaria en el futuro una colaboración

Consideramos necesario que se incremente las sanciones pecuniarias en España, hasta llegar a los máximos fijados por el reglamento europeo, dado el carácter coactivo que tendrá realizar dichas modificaciones. Reino Unido se ha mostrado como un país mucho más duro con estas conductas.

Para terminar, hemos visto como, incluso con el Brexit, los ingleses consideran que la normativa actual de abuso de mercado es la más adecuada para intentar frenar estas conductas, mostrando el buen hacer de los legisladores europeos. El largo proceso legislativo ha dado sus frutos generando una norma que presenta una gran afinidad por parte de todos los estados miembros y asegura un mercado fuerte basado en la confianza y la transparencia.

5. BIBLIOGRAFÍA

Legislación.

España

- LEY 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.
- CIRCULAR 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los contratos de liquidez.

Reino Unido

- Criminal Justice Act 1993, Part V, (ss 52-64 CJA 93), and Schedules 1 and 2.
- Financial Services and Markets Act 2000, ss 122A-131AE, 380, 381, 382 and 383.
- Market Conduct Handbook (se encuentra dentro del Financial Conduct Authority's Handbook.
- Disclosure and transparency rules.

Unión Europea

- ESMA/2016/162, Guidelines on MAR - information relating to commodity derivatives markets or related spot markets for the purpose of the definition of inside information on commodity derivatives
- ESMA, Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 2015, PDF, disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf esma consultado el 3 de abril de 2018.
- PROPOSAL FOR A REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL Amending Regulation (EU) No 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority)
- REGLAMENTO DE LA COMISIÓN EUROPEA 596/2014 EU OJ L173/1 “abuso de mercado” Art 1. (“MAR”)
- REGLAMENTO DE EJECUCIÓN (UE) 2016/1055 DE LA COMISIÓN de 29 de junio de 2016 por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con las modalidades técnicas de la difusión pública adecuada de información

privilegiada y del retraso de la difusión pública de información privilegiada de conformidad con el Reglamento (UE) n.o 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo

- REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión, y por el que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) n.º 596/2014
- REGLAMENTO DELEGADO (UE) 2016/1052 DE LA COMISIÓN de 8 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 relativas a las condiciones aplicables a los programas de recompra y a las medidas de estabilización.
- Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la exención relativa a determinados bancos centrales y organismos públicos de terceros países, los indicadores de manipulación de mercado, los umbrales de divulgación, la autoridad competente para las notificaciones de retrasos, la autorización de negociación durante períodos limitados y los tipos de operaciones de notificación obligatoria realizadas por los directivos

Jurisprudencia

- Caso C 45-08 Spector Photo group NV v CBFA (2010)
- Caso Jean-Bernard Lafonta v Autorité des marchés financiers (Caso C-628/13) (11 Marzo 2015)
- Caso Markus Geltl contra Daimler AG. Sentencia de 28 junio 2012. TJCE 2012\163
- Caso Proceso penal contra Knud Grøngaard Allan Bang. Sentencia de 22 noviembre 2005. TJCE 2005\342
- Caso Proïstamenos DOY Amfissas Ypourgos Oikonomikon contra Charilaos Georgakis. Sentencia de 10 mayo 2007. TJCE 2007\103

- Sentencia de la audiencia nacional de 14 de diciembre de 2017, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª Recurso nº: 775/2016.
- Sentencia de la audiencia nacional de 17 de abril de 2017, Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª, Recurso nº: 1098/2014.

Obras doctrinales.

Libros

- IBARRA, J., JIMENEZ-BLANCO, G., Abuso de mercado: una panorámica de su normativa administrativa y penal vigente, en Revista de Derecho Bancario y Bursátil, num.126, Madrid, 2012, pp. 11 a 22.
- P DAVIES AND S WORTHINGTON, Gower and Davies' Principles of Modern Company Law (2016) 10th edn, London.
- VEIGA, A., “La acción y la participación social”, en IBAÑEZ, J. (Coord.), Fundamentos de derecho empresarial. Derecho de Sociedades, Tomo II, Segunda Edición, Civitas, Pamplona, 2013, pp. 118 a 153.

Artículos y obras extraídos de páginas web

- ACUÑA CARLOS, el elemento subjetivo en las operaciones con información privilegiada, Cuatrecasas, 2010, PDF disponible en: https://www.cuatrecasas.com//media_repository/docs/esp/el_elemento_subjetivo_en_las_operaciones_con_informacion_privilegiada_647.pdf consultado el 8 de Abril de 2018
- BIRD AND BIRD LLP, Compliance Offer Bulletin ,Market Abuse, 2016 (PDF), Londres, Disponible en : <https://www.twobirds.com/~//media/pdfs/news/articles/2014/compliance-officer-bulletin---market-abuse.pdf?la=en>. Consultado el 28 de marzo de 2018
- BLP LAW. Brexit and the market abuse regulation, , 2016, online, disponible en: <http://www.blplaw.com/expert-legal-insights/articles/brexit-and-the-market-abuse-regulation> consultado el 10 de abril de 2018.
- CESR, proyecto de directiva de abuso de mercado, 12 de octubre de 2006 disponible online en:

- http://www.cnmv.es/cnmvdia/debetes/Traduccion_06_562.pdf consultado el 15 de Abril de 2018
- CMS, La prospección de Mercado en el abuso de mercado , , 2016, disponible en : <https://cms.law/es/ESP/Publication/La-prospeccion-de-mercados-en-el-Reglamento-de-Abuso-de-Mercado> consultado el 3 de abril de 2018.
 - CMNV, Comunicado sobre prohibición de operar, 2016, PDF, disponible en : <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={bfc123cd-838e-4b6e-823b-d7e6a715c1e2}> consultado el 6 de Abril de 2018
 - CNMV, comunicación de posibles infracciones en el ámbito de los mercados de valores, , Online disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/whistleblowing/presentacion.aspx> cosultado el 1 de Abril de 2018
 - CNMV, Boletín Internacional febrero 2018, disponible en http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=0&jera_id=0&cont_id=722# consultado el 5 de abril de 2018.
 - CNMV, Guía de actuación para la transmisión de información privilegiada a terceros, 2016 (PDF), disponible en: http://www.cnmv.es/cnmvdia/debetes/Borrador_Guia_Inf_Terceros.pdf consultado el 1 de abril de 2018
 - CNMV, Criterios sobre operaciones de colocación o compra de grandes paquetes accionariales, aprobados por su Consejo el 19 de diciembre de 2007, PDF, disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/criterioscolocacion.pdf consultado el 1 de Abril de 2018.
 - CUATRECASAS. Nuevo régimen de abuso de Mercado (2016) (PDF) Madrid: Disponible en: https://www.cuatrecasas.com/media_repository/gabinete/publicaciones/docs/1465997768es.pdf (Consultado el 14 de abril de 2018)
 - DAVIES, O. . Reversal of the Hannam case's interpretation of inside information disponible en: <http://www.fieldfisher.com/publications/2015/06/reversal-of-the-hannam-cases-interpretation-of-inside-information#sthash.HEvXd5ZE.dpuf> consultado el 2 de Abril de 2018

- DE MIGUEL, BERNARDO, La UE asumirá parte de las competencias de la CNMV, 2017, El País, disponible en : https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/09/20/mercados/1505930827_789873.html consultado el 2 de Abril de 2018.
- EBA, Opinion of the European Banking Authority on issues related to the departure of the United Kingdom from the European Union, 2016, PDF, disponible en: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1756362/EBA+Opinion+on+Brexit+Issues+%28EBA-Op-2017-12%29.pdf> consultado el 28 de marzo de 2018
- FCA, Effective compliance with the Market Abuse Regulation – a state of mind, , 2016, Online, disponible en: <https://www.fca.org.uk/news/speeches/effective-compliance-market-abuse-regulation-a-state-of-mind> consultado el 1 de abril de 2018
- FCA, policy proposals and Handbook changes related to the implementation of the Market Abuse Regulation, November 2015 disponible en: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MAR/1.pdf> consultado el 25 de Marzo de 2018.
- GARRIGUES, Criterios CNMV en operativa discrecional de autocartera, Madrid, 2013 (PDF), DISPONIBLE EN: http://www.garrigues.com/sites/default/files/docs/Novedades-Mercantil-8-2013_0.pdf consultado el 26 de marzo de 2018.
- INVESTOPEDIA, Corner, Online, disponible en <https://www.investopedia.com/terms/c/corner.asp> consultado el 3 de abril de 2018
- INVESTOPEDIA, Pump and Dump, , Online, disponible en <https://www.investopedia.com/terms/p/pumpanddump.asp> consultado el 3 de abril de 2018.
- KINGSLEY NAPLEY, Insider Trading: The new market abuse regime, Londres, 2016 ,Online, disponible en: <https://www.kingsleynapley.co.uk/insights/blogs/criminal-law-blog/insider-trading-the-new-market-abuse-regime> consultado el 5 de Abril de 2018.
- KINGSLEY NAPLEY. European regulation of insider dealing and market manipulation: build up to the new market abuse regime from 2016, disponible en:

- <https://www.kingsleynapley.co.uk/comment/blogs/criminal-law-blog/european-regulation-of-insider-dealing-and-market-manipulation-build-up-to-the-new-market-abuse-regime-from-2016>. Consultado el 1 de abril de 2018
- LÁZARO ENRIQUE GARCÍA, Los periodos limitados en la nueva normativa de abuso de mercado, Revista Lex Mercatoria 2017, PDF, disponible en [http://www.revistas.innovacionumh.es/index.php?journal=lexmercatoria&page=article&op=viewFile&path\[\]=1247&path\[\]=344](http://www.revistas.innovacionumh.es/index.php?journal=lexmercatoria&page=article&op=viewFile&path[]=1247&path[]=344) consultado el 1 de abril de 2018
 - LINKLATERS, ECJ rules on meaning of inside information. [online] Available at: <http://www.linklaters.com/Insights/Publication1005Newsletter/UK-Corporate-Update-12-July-2012/Pages/ECJ-rules-meaning-inside-information.aspx> .
 - MARTIN SIMÓN, PABLO, La CNMV ata en corto a las cotizadas para que no manipulen sus acciones, El País, 2017, Online disponible en :https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/05/03/mercados/1493830524_353072.html consultado el 28 de marzo de 2018
 - MORENO M, “La CNMV promete mano dura para luchar contra el abuso de mercado”, El País, 26 de abril de 2017, disponible en : https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/04/25/mercados/1493113481_283843.html (Consultado el 23 de Febrero de 2018)
 - MORGAN LEWIS. UK Market Abuse Regime Extends Its Reach: Implications for Market Participants, online, disponible en: <https://www.morganlewis.com/pubs/uk-market-abuse-regime-extends-its-reach-implications-for-market-participants> consultado el 1 de abril de 2018
 - Sánchez Calero, Juan, Simplificando la lista de iniciados, 2016, Online disponible <http://jsanchezcalero.com/simplificando-las-listas-de-iniciados/> consultado el 1 de abril de 2018
 - PINSENT AND MASONS , Market abuse regulation. (2016). 1st ed. [PDF] Londres disponible online: <http://www.pinsentmasons.com/PDF/2016/Market-Abuse-Regulation.pdf> (consultado el 26 de marzo de 2017)
 - POLK, DAVIES, The Law and the brexit, 2016, PDF, disponible en: <https://www.davispolk.com/files/2016-09-30-issue-7-lex-et-brexit-the-law-and-brexit.pdf> consultado el 9 de abril de 2018.

- PRACTICAL LAW. Market abuse: overview. 2015, Inglés, disponible en: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Cosi/SignOn> consultado el 1 de abril de 2018
- PRACTICAL LAW. Market abuse: civil penalties. 2015, Inglés, disponible en: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Cosi/SignOn> consultado el 3 de abril de 2018
- PRACTICAL LAW. Market abuse: a tough new regime. 2015, Inglés, disponible en: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Cosi/SignOn> consultado el 1 de abril de 2018
- PRACTICAL LAW. Inside information. 2015, Inglés, disponible en: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Cosi/SignOn> consultado el 1 de abril de 2018
- URÍA MENENDEZ, La nueva regulación en materia de abuso de mercado (2006) (PDF), Madrid, disponible online : <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1649/documento/c06.pdf?id=2094> Consultado 4 de abril de 2018
- ZUNZUNEGUI FERNANDO, Whistleblowing, 2018, Online disponible en: <http://www.rdmf.es/2018/01/whistleblowing/> consultado el 11 de Abril de 2018.