



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**TRATAMIENTO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA
EN EL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES
ESPAÑOL**

Autor: Ricardo Ruiz Climent

5º E-3 D

Área de Derecho Mercantil

Tutor: Dr. D. Fernando Vives Ruiz

Madrid

Abril de 2020

RESUMEN

La integridad del mercado exige el conocimiento general por todos sus participantes de cualquier información que pueda afectar a la cotización de los valores. El tratamiento de la información privilegiada ha experimentado una reforma de carácter general como consecuencia de la aprobación del Reglamento 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre abuso de mercado. Los distintos integrantes del mercado de valores han tenido que adaptarse a los cambios introducidos por dicha normativa, para el que ha sido necesario un período de adaptación que ha terminado muy recientemente con las modificaciones en los registros públicos de la CNMV. El resultado de esta reforma ha sido una mayor convergencia y armonización en materia de abuso de mercado entre los distintos Estados Miembros.

Palabras clave: información privilegiada, mercado de valores, difusión pública, iniciados.

ABSTRACT

Market integrity requires general knowledge by all market participants of any information that may affect the price of securities. The use of insider information has experienced a general reform as a consequence of the adoption of the Regulation 596/2014, of the European Parliament and of the Council, on market abuse. The various members of the stock market have had to adapt to the changes introduced by this legislation, which has required a period of adaptation that has ended very recently with the modifications of the public registers of the CNMV. The result of this reform has been greater convergence and harmonization in the area of market abuse between the different Member States.

Keywords: insider information, stock market, public disclosure, insiders.

ÍNDICE

1. LISTADO DE ABREVIATURAS.....	4
2. INTRODUCCIÓN	5
2.1. Descripción de la cuestión objeto de investigación	5
2.2. Objetivos.....	6
2.3. Metodología y plan de trabajo	6
2.4. Antecedentes.....	7
2.4.1. Origen del concepto información privilegiada.....	7
3. RÉGIMEN JURÍDICO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.....	9
3.1. Regulación normativa	9
3.1.1. La Directiva de Transparencia	12
3.2. La evolución histórica del concepto de información privilegiada. La referencia a la información privilegiada y a la información relevante en España	13
3.2.1. La distinción entre información privilegiada e información relevante.....	19
3.2.2. Implicaciones prácticas del concepto de información privilegiada.....	20
3.3. Los distintos sujetos tenedores de información privilegiada.....	23
3.4. Las obligaciones que se derivan de la información privilegiada	26
3.4.1. La obligación de su difusión inmediata.....	26
3.4.2. La obligación de elaborar listas de iniciados	32
3.4.3. Las obligaciones relativas a las operaciones sobre los instrumentos financieros realizadas por directivos del emisor.....	36
3.5. Las excepciones a la difusión de información privilegiada.....	38
3.5.1. La decisión de retrasar la difusión en determinadas circunstancias	38
3.6. Las actuaciones que no se consideran utilización de información privilegiada.	44
3.7. Otras medidas de protección de la información privilegiada no difundida.....	46
3.8. La exención de los programas de recompra y de las medidas de estabilización	48
3.9. Eliminación de la obligación de tener un Reglamento Interno de Conducta.....	49
3.10. Las infracciones y sanciones administrativas relativas a la información privilegiada.....	52
4. TRATAMIENTO PENAL DEL USO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA .	56
5. CONCLUSIONES	59
6. BIBLIOGRAFÍA Y DOCUMENTACIÓN	61
7. ANEXO	69

1. LISTADO DE ABREVIATURAS

BOE	Boletín Oficial del Estado
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DAM	Directiva sobre Abuso de Mercado
DOUE	Diario Oficial de la Unión Europea
ESIs	Empresas de Servicio de Inversión
ESMA	European Securities and Markets Authority
<i>Ibid.</i>	<i>Ibidem</i>
<i>Id.</i>	<i>Ídem</i>
Núm.	Número
<i>Op. cit.</i>	<i>Opere ciato</i>
p.	Página
PRDs	Personas con Responsabilidades de Dirección
RAM	Reglamento sobre Abuso de Mercado
RD-L	Real Decreto-Ley
RIC	Reglamento Interno de Conducta
S.A.	Sociedad Anónima
TRLMV	Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores
UE	Unión Europea
<i>Vid.</i>	<i>Vide</i>

2. INTRODUCCIÓN

2.1. Descripción de la cuestión objeto de investigación

Durante los últimos años se ha aprobado un nuevo marco legislativo europeo sobre abuso de mercado con el objetivo principal de lograr que la normativa de la Unión Europea se adaptara a la evolución de los mercados financieros. Para ello, se ha establecido un marco normativo común en el ámbito de las operaciones con información privilegiada, su uso y comunicación ilícita y la manipulación del mercado. Es decir, se ha tratado de conseguir la mayor convergencia y armonización posibles en materia de abuso de mercado entre las normativas de los distintos Estados Miembros.

En este contexto, destaca especialmente el Reglamento (UE) nº 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado¹. En vigor desde julio de 2016, ha producido importantes modificaciones en la forma de actuar de las empresas cotizadas y demás emisores, especialmente en sus obligaciones relativas a la información privilegiada. No obstante, no se trata de la única disposición en relación al abuso de mercado, pues ha sido completada con distintos reglamentos delegados.

Esta actividad legislativa europea ha tenido un impacto directo en la normativa española vigente. El 25 de noviembre de 2018 se produjo la incorporación completa del nuevo marco normativo europeo al Derecho español, por medio del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera². Posteriormente, se modificó el Real Decreto-Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores³. Desde ese momento, el régimen jurídico de la información privilegiada y de la otra información relevante ha planteado constantes dudas de interpretación, siendo necesaria la aclaración del legislador en más de una ocasión.

¹ Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre el abuso de mercado). Diario Oficial de la Unión Europea, 12 de junio de 2014, núm. 173.

² Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera. Boletín Oficial del Estado, 24 de noviembre de 2018, núm. 284.

³ Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, 24 de octubre de 2015, núm. 255.

Por todo ello, se va a comenzar con un estudio de los elementos principales que ha introducido esta nueva normativa, tanto el RAM como el RD-L 19/2018 para analizar, posteriormente, los aspectos jurídicos más controvertidos del tratamiento de la información privilegiada en el derecho del mercado de valores español.

Para llevar a cabo esta tarea se realizará, en primer lugar, una breve referencia al origen del concepto de información privilegiada. A continuación, se centrará la investigación en su régimen jurídico. En este sentido, será importante prestar atención a los apartados más relevantes relacionados con el uso y comunicación de dicha información. En este análisis, se estudiarán de forma conjunta las novedades producidas tanto en la normativa nacional como en la comunitaria.

Por último, se comentará de forma breve el tratamiento penal del uso de la información privilegiada, haciendo especial mención a las modificaciones introducidas en las nuevas sanciones penales.

Finalmente, se extraerán las conclusiones derivadas de los diferentes aspectos comentados a lo largo de este trabajo de investigación.

2.2. Objetivos

El presente trabajo tiene por objetivo reflexionar sobre los aspectos jurídicos más controvertidos del régimen de la información privilegiada y de la otra información relevante, con la experiencia práctica del tiempo de vigencia transcurrido y los recientes cambios introducidos en la forma de actuar de la CNMV⁴.

2.3. Metodología y plan de trabajo

Para la elaboración de este Trabajo de Fin de Grado se han llevado a cabo los siguientes pasos:

⁴ En España, la CNMV es el organismo encargado de supervisar e inspeccionar los mercados de valores españoles y la actividad de cuantos intervienen en los mismos, tal y como se expone en su propia página web.

- En primer lugar, se ha realizado una revisión de la literatura disponible. El objetivo ha sido poder obtener información suficiente, facilitando así el posterior entendimiento de la problemática actual.
- Posteriormente, se ha tratado de asimilar la información disponible para realizar un esquema estructurado de los diferentes aspectos que debían ser analizados. Para ello, se ha partido de un índice inicial, que conforme se iba avanzando en el trabajo, se ha modificado ligeramente para incluir diferentes aspectos que podían aportar mayor valor.
- Por último, sobre el esquema de trabajo establecido, se ha procedido a desarrollar cada uno de los apartados que lo conformaban. Como resultado, se han incorporado las conclusiones extraídas.

2.4. Antecedentes

2.4.1. Origen del concepto información privilegiada

Debemos remontarnos al año 1723 para hallar el primer caso documentado sobre información privilegiada. Sir John Barnard, empresario dedicado a los negocios en Londres, denunció el enriquecimiento injusto de determinadas personas vinculadas a la Compañía de las Indias Holandesas. Estas personas supieron anticipadamente que se iban a disminuir los dividendos de la Compañía y decidieron vender su participación, justo antes de que se hiciera pública la noticia y bajara un 50% el valor de las acciones. Gracias a este movimiento, lograron evitar un perjuicio patrimonial de gran calibre, pero recibieron numerosas críticas por la forma en la que habían actuado⁵.

No obstante, la doctrina mayoritaria atribuye el origen de la regulación legal del uso de la información privilegiada a la promulgación en Estados Unidos de la *Securities Act (1933)* y la *Securities Exchange Act (1934)*. Con anterioridad a estas dos leyes, apenas existía información disponible para el público sobre los valores del mercado y era práctica

⁵ ARROYO, A.M. y VAQUERO, E., “La ética en el uso de la información privilegiada. Universidad Pontificia Comillas”, *Revista Cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 65, 2004, p. 238.

habitual la manipulación de las cotizaciones y el uso de información privilegiada. El crack bursátil de la bolsa de Nueva York en 1929 motivó la promulgación de estas dos leyes, con las que se buscó fomentar las prácticas honestas y dotar al inversor de información veraz sobre los valores⁶.

A partir de este momento se fue produciendo un desarrollo constante, aunque paulatino y tardío, de los mercados, no sólo en Estados Unidos sino en muchas otras partes del mundo que motivó un replanteamiento general de la regulación del uso de la información privilegiada.

En España el primer texto⁷ en el que se recogió la conducta ilícita de utilizar información privilegiada fue la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores⁸, que se inspiró en las recomendaciones y directrices marcadas por la Unión Europea, que ya empezaba a promulgar diversos textos con los que trataba de armonizar las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.

⁶ ARROYO, A.M. y VAQUERO, E., *ibid.*, p. 239.

⁷ Existían previamente dos Reales Decretos sobre ofertas públicas en adquisición de acciones, pero no contaron con la relevancia e importancia de la LMV.

⁸ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, 29 de julio de 1988, núm. 181.

3. RÉGIMEN JURÍDICO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

3.1. Regulación normativa

Como ya se ha comentado, el régimen jurídico de la información privilegiada en España tiene como referencia principal la normativa europea que, ya hace décadas, tenía entre sus prioridades el objetivo de garantizar la simetría informativa y la integridad del mercado, incorporando un marco normativo común, único y completo a nivel europeo⁹.

La primera regulación europea de la información privilegiada se remonta al “Código de Conducta” Europeo sobre transacciones relativas a valores mobiliarios¹⁰, que incorporó la exigencia de una información completa y correcta, como requisito indispensable para el perfecto funcionamiento del mercado. Además, también acogió la existencia del sistema conocido como las “Murallas Chinas”¹¹.

No obstante, fue la Directiva 89/592/CEE¹² el primer instrumento normativo comunitario que prohibió la realización de operaciones con información privilegiada. Para ello, tomó como modelos los ordenamientos entonces vigentes de dos Estados Miembros: Reino Unido y Francia.

Posteriormente, la Directiva 2003/6/CE¹³ derogó expresamente la Directiva 89/592/CEE, creando un nuevo marco regulador en materia de abuso de mercado. Esta directiva se encontraba dentro de un proyecto propuesto por el Comité de Sabios presidido por Alexander Lamfalussy¹⁴, que consistía en un nuevo procedimiento por niveles para la elaboración de nuevas normas en materia financiera y del mercado de valores. Más en

⁹ BAENA TOVAR, N., “La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos”, *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, núm. 1.2002, 2002, p. 30.

¹⁰ VALENZUELA GARACH, F. y PEINADO GRACIA, J. I., “La utilización abusiva de informaciones confidenciales y privilegiadas en los mercados de valores. Especial consideración de las disciplinas CEE y española”, *Noticias de la Unión Europea*, núm. 81, 1991, p. 25.

¹¹ *Vid. Id.*, p. 25.

¹² Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones con información privilegiada. Diario Oficial de la Unión Europea, 18 de noviembre de 1989, núm. 334.

¹³ Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado). Diario Oficial de la Unión Europea, 12 de abril de 2003, núm. 96.

¹⁴ ESTEBAN DE LA ROSA, G., “Abuso de mercado e *insider trading*: normativa de la Unión Europea”, *Revista General del Derecho Europeo*, núm. 37, 2015.

concreto, este proyecto se dividió en cuatro niveles, ubicándose la DAM en el nivel uno, constituido por las Directivas y Reglamentos adoptados por el Parlamento y el Consejo, en el cual la misma ejercía como Directiva de principios.

El hecho de que se tratara de una Directiva marco o de principios implicó que fuera desarrollada mediante la promulgación de diferentes textos normativos. Entre estos, a los efectos de nuestra investigación, es relevante mencionar la Directiva 2003/124/CE sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada¹⁵. Esta y otras disposiciones desarrollaron y completaron la DAM.

De este modo, en la DAM, con el mismo objetivo de garantizar la integridad de los mercados y aumentar la confianza de los inversores, no se incluía solo la operativa con información privilegiada, sino también la regulación de la manipulación del mercado.

La DAM representó un gran avance, estableciendo por primera vez un régimen unificado a nivel Europeo en materia de abuso de mercado¹⁶. Sin embargo, con el paso del tiempo quedó desfasada y no cumplía con las funciones pretendidas en el momento de su promulgación.

Entre los motivos de su insuficiencia destacan, principalmente, los siguientes: la falta de una suficiente concreción en el texto de las directrices y, la falta de homogeneidad en su transposición por los distintos Estados Miembros, por lo que no logró acabar con las diferencias nacionales en el tratamiento jurídico de esas conductas¹⁷. Además, las modificaciones producidas en los mercados financieros, claramente favorecidos por el aumento de las nuevas tecnologías, advertían de la necesidad de modificar el ámbito de aplicación de las normas para ampliarlo tanto a nuevos instrumentos como nuevas conductas.

¹⁵ *Vid.* Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado. Diario Oficial de la Unión Europea, 24 de diciembre de 2003, núm. 339.

¹⁶ GARCÍA PEDROVIEJO, J., “Nuevo Marco Jurídico en materia de abuso de mercado”, *Actualidad jurídica*, núm. 38, 2014, p. 140.

¹⁷ ARPIO SANTACRUZ, J., “Reglamento (UE) n° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado)” *Crónica de legislación Mercantil*, núm. 2, 2014, p. 184.

Como consecuencia de esta situación, que también se estaba dando en la regulación comunitaria general de los mercados de instrumentos financieros, el 12 de junio de 2014 se publicaron en el DOUE dos Reglamentos (el Reglamento (UE) núm. 596/2014 – “RAM” – y el núm. 600/2014¹⁸) y dos Directivas (la 2014/57/UE¹⁹ y la 2014/65/UE²⁰). Este movimiento legislativo modificó enormemente el marco normativo de los mercados en la Unión Europea.

Las nuevas disposiciones dividieron el tipo de normas, que hasta ahora eran en todo caso directivas, en dos instrumentos normativos de distinto alcance regulatorio²¹. Por un lado, la regulación general de los mercados de instrumentos financieros, recogida hasta ese momento en la Directiva 2004/39/CE (MIFID I), pasó a incluirse en el Reglamento (UE) núm. 600/2014 (MIFIR) y en la Directiva 2014/65/UE (MIFID II).

Por otro lado, y siendo de mayor interés para nuestra investigación, la regulación especial del abuso de mercado pasó de estar contenida en la mencionada Directiva 2003/6/CE a incluirse en el Reglamento núm. 596/2014 y en la Directiva 2014/57/UE.

Además, en este nuevo marco normativo sobre abuso de mercado han jugado un papel muy importante los Reglamentos de Ejecución, empleados para desarrollar normas técnicas de ejecución en lo que respecta a diferentes aspectos regulados por la nueva normativa. Destaca, por ejemplo, el Reglamento de Ejecución (UE) 2016/347 de la Comisión, de 10 de marzo de 2016, por el que se establecen dichas normas en lo que respecta al formato específico de las listas de iniciados²².

¹⁸ Reglamento (UE) n° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros. Diario Oficial de la Unión Europea, 12 de junio de 2014, núm. 173.

¹⁹ Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado. Diario Oficial de la Unión Europea, 12 de junio de 2014, núm. 173.

²⁰ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros. Diario Oficial de la Unión Europea, 12 de junio de 2014, núm. 173.

²¹ TAPIA HERMIDA, A. J., “La nueva arquitectura del Derecho Comunitario del Mercado de Valores. Comentario urgente a los Reglamentos y Directivas sobre el mercado de instrumentos financieros y el abuso de mercado”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 14, 2014, p. 3.

²² Reglamento de Ejecución (UE) 2016/347 de la Comisión, de 10 de marzo de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al formato específico de las listas de iniciados y a la actualización de esas listas. Diario Oficial de la Unión Europea, 11 de marzo de 2016, núm. 65.

3.1.1. La Directiva de Transparencia

En el año 2004 se aprobó la Directiva 2004/109/CE²³, más conocida como la Directiva de Transparencia. Tuvo por objeto mejorar la información ofrecida a los inversores sobre los emisores cuyos valores estaban admitidos a negociación en un mercado regulado situado o que operara en un país de la Unión Europea. Esta norma exigía a los diferentes países de la UE la publicación de información financiera periódica relativa a sus resultados a lo largo del ejercicio. También se establecía la obligación de publicar la información relativa a la adquisición de porcentajes de derechos de voto importantes.

Entre los distintos tipos de información que afectan a cualquier sociedad cotizada, uno de los elementos más relevantes es el conocimiento de sus participaciones significativas²⁴. La información sobre la estructura del capital de la sociedad y sobre su control es condición necesaria para garantizar el cumplimiento de distintos deberes incluidos en las normas del mercado de valores y, en especial, en relación al mercado de control corporativo.

Si hacemos referencia a esas participaciones significativas, ahora denominadas participaciones importantes, el DOUE publicó el 13 de mayo de 2015 el Reglamento Delegado 2015/761²⁵, que completaba la Directiva 2004/109/CE. Este Reglamento determinó cómo debía operar la notificación de la adquisición o cesión de participaciones importantes en determinados supuestos.

Posteriormente, la Directiva de Transparencia fue debidamente modificada en 2013 mediante la Directiva 2013/50/UE²⁶. La incorporación a nuestro ordenamiento jurídico

²³ Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado. Diario Oficial de la Unión Europea, 31 de diciembre de 2004, núm. 390.

²⁴ SÁNCHEZ CALERO, J., “Notificación de participaciones significativas: Reglamento Delegado”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 138, 2015, p. 1.

²⁵ Reglamento Delegado 2015/761 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2014, por el que se completa la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a determinadas normas técnicas de regulación sobre participaciones importantes. Diario Oficial de la Unión Europea, 13 de mayo de 2015, núm. 120.

²⁶ Directiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE. Diario Oficial de la Unión Europea, 6 de noviembre de 2013, nº 294.

de esta Directiva se completó con el Real Decreto-ley 9/2017²⁷, vigente desde el 27 de mayo de 2017.

Entre sus modificaciones más relevantes, establece, su nuevo artículo cuatro, que “*el emisor deberá hacer público un informe financiero anual durante los cuatro primeros meses desde que finalice cada ejercicio*”. Además, deberá mantenerlo a disposición pública durante, al menos, 10 años. Del mismo modo, su nuevo artículo cinco dispone que “*los emisores de acciones u obligaciones harán público un informe financiero semestral sobre los primeros seis meses del ejercicio, tan pronto como puedan desde que finalice el período correspondiente de referencia, con un límite máximo de tres meses*”. Este informe estará a disposición pública, también, durante al menos diez años.

3.2. La evolución histórica del concepto de información privilegiada. La referencia a la información privilegiada y a la información relevante en España

En primer lugar, es importante señalar que existen dos grandes categorías de información: la información pública y la información no pública²⁸. La primera, se caracteriza por estar al alcance de cualquiera, bien porque es de conocimiento público o porque está disponible en los correspondientes registros de los distintos organismos administrativos competentes. Por el contrario, la información no pública no se encuentra al alcance del público en general, sino que su conocimiento se encuentra reducido a un grupo determinado de personas²⁹. Mientras la primera puede ser utilizada libremente por todos los participantes en el mercado, la segunda debe ser objeto de una especial protección.

El concepto de información privilegiada – hasta que es difundida – forma parte de esta segunda categoría. En la doctrina actual existen diferentes formas de definir este término, debido principalmente a que ha sufrido distintas modificaciones con el paso del tiempo. Para una parte de la doctrina, una información es privilegiada “cuando su divulgación

²⁷ Real Decreto-ley 9/2017, de 26 de mayo, por el que se transponen directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero, mercantil y sanitario, y sobre el desplazamiento de trabajadores. Boletín Oficial del Estado, 27 de mayo de 2017, núm. 126.

²⁸ MADRAZO, R., “Información no pública en las sociedades cotizadas españolas. Tipología y tratamiento en los reglamentos internos de conducta”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 2, 2008, p. 271.

²⁹ MADRAZO, R., *ibid.*, p. 239.

haría variar la cotización de los valores a los que la información se refiere³⁰". Por su parte, otros autores la definen como "la información relevante no pública, referente a valores mobiliarios que, si se conociera, influiría en las cotizaciones³¹".

De igual forma, la legislación europea también se ha encargado de definir este concepto en las diferentes normas que ha ido promulgando a lo largo de los años. La Directiva 89/592/CEE definió en su artículo 1 la información privilegiada como "*la información que no se haya hecho pública, de carácter preciso, que se refiera a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o varios valores negociables y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores*".

En esta definición se puede apreciar, en primer lugar, que se definía información privilegiada como no pública. Esto implicaba no solo que fuera desconocida para el público, sino que además debía ser inaccesible para este. Además, esta información debía ser capaz de influir de manera apreciable en las cotizaciones. Esta circunstancia presentaba dificultades para su apreciación *a priori*, siendo de gran utilidad la jurisprudencia estadounidense para su correcta interpretación: una información influirá de manera apreciable cuando exista una gran posibilidad de que el dato omitido hubiese sido tenido en cuenta en las deliberaciones de un accionista razonable³².

Asimismo, se exigía que la información fuera precisa. Por último, la pertenencia de la información a determinados emisores o valores acababa de configurar su contorno.

Con la evolución normativa, esta definición fue ligeramente modificada. De este modo, la DAM estableció en su artículo 1 que la información privilegiada era "*la información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos*".

³⁰ ZUNZUNEGUI, F., "¿Qué es el insider trading?", *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 2006, p. 1.

³¹ ARROYO, A. M. y VAQUERO, E., *op. cit.*, p. 226.

³² VALENZUELA GARACH, F. y PEINADO GRACIA, J. I., *op. cit.*, p 34.

Podemos observar que, en el momento de su traducción al castellano, se modificó el adjetivo preciso por concreto, en referencia al carácter de la información privilegiada. No obstante, este cambio no tuvo ningún tipo de trascendencia práctica, ya que la propia DAM en su versión en inglés seguía empleando el adjetivo *precise*. Además, la Directiva 2003/124/CE, que se encargaba de desarrollar la DAM, sí que empleó el adjetivo “preciso” para explicar esta parte de la definición. Estableció en su artículo 1 que “*se entenderá que la información es de carácter preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente (...)*”.

Un cambio de mayor relevancia normativa es que esta vez, en lugar de a emisores de valores negociables o de valores negociables, la norma se refiere a los emisores de instrumentos financieros. El ámbito objetivo de aplicación de la norma es, por tanto, más amplio. Además, la DAM estableció, a diferencia de la directiva anterior, que la información privilegiada podría influir de manera apreciable también sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos.

Por último, el RAM, siguiendo la evolución, estableció una versión modificada de la definición de información privilegiada³³. Según su artículo 7.1.a) se trata de “*la información de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores o a uno o varios instrumentos financieros o sus derivados y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de dichos instrumentos o de los instrumentos derivados relacionados con ellos*”.

En este caso, y en la misma línea previa, las modificaciones fueron mínimas. Solo destaca que la referencia a la “cotización” se modifica por la más amplia al “precio”.

A continuación, analizaremos sus notas características:

³³ No obstante, se debe tener en cuenta que el artículo 7 del RAM contiene la definición de información privilegiada distinguiendo 4 subcategorías: Art. 7.1. a) relativa a los instrumentos financieros; art. 7.1. b) relativa a los instrumentos derivados sobre materias primas; art. 7.1. c) relativa a los derechos de emisión o con los productos subastados basados en esos derechos y, art. 7.1. d) relativa a las personas encargadas de la ejecución de las órdenes relacionadas con los instrumentos financieros.

1. Información de carácter concreto

Para delimitar qué se considera información concreta, conviene prestar atención a lo establecido por la *European Securities and Markets Authority*³⁴ en su informe de revisión³⁵ del RAM. En él, se remite a lo dispuesto en el artículo 7.2. RAM: “*se considerará que la información tiene carácter concreto si se refiere a una serie de circunstancias que se dan o que se puede esperar razonablemente que se van a dar, o a un hecho que ha sucedido o que se puede esperar razonablemente que va a suceder, siempre que esa información sea suficientemente específica para permitir extraer alguna conclusión sobre los efectos que esas circunstancias o ese hecho podrían tener en los precios de los diferentes elementos recogidos en el artículo 7.1. RAM*”.

Asimismo, no se considerará información concreta aquella que pueda tacharse de abstracta o a la que le falte precisión. No obstante, no es necesario que la información sea completa para que se pueda catalogar como concreta. De este modo, para poder concluir si una información es o no concreta, habrá de evaluarse cada situación de forma individual, atendiendo al tipo de información que sea y a su contexto³⁶. El hecho de encontrarse ante indicios claros y objetivos en vez de ante rumores o especulaciones facilitarán este juicio.

2. Que no se haya hecho pública

Debe tratarse de información que no sea conocida por el público en general, es decir, que no se encuentre disponible para el conocimiento de todos³⁷. En el caso de que los emisores quieran dar a conocer una información determinada, deberán hacer uso de los mecanismos habilitados por la autoridad competente para ello.

³⁴ En la Unión Europea, la ESMA se encarga de mejorar la protección de los inversores y promover mercados financieros estables y ordenados.

³⁵ ESMA., “Consultation Paper.”, *MAR review report*, núm. ESMA70-156-1459, 2019 (disponible en <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-mar-review>; última consulta 14/04/2020).

³⁶ ENTRENA RUIZ, D. B., *El empleo de la información privilegiada en el mercado de valores. Un estudio de su régimen sancionador*, Thomson Civitas, Madrid, 2006, p. 56.

³⁷ ESTEBAN DE LA ROSA, G., *Operaciones con información privilegiada y mercado de valores. Régimen en derecho internacional privado europeo*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2020, p. 35.

Esto se debe a que el uso ilegal de la información privilegiada se basa en la realización de una operación en el mercado de valores aprovechando que esa información no está disponible para los demás inversores³⁸. En el momento en el que sea conocida por el público, la oportunidad de utilizarla de forma privilegiada desaparece.

De este modo, parece claro que será la ausencia de publicidad lo que determinará el período de tiempo durante el cual no se podrá hacer uso de la información obtenida. Mientras tanto, los concededores de esta no podrán negociar en el mercado, comunicarla a terceros ni llevar a cabo recomendaciones basadas en ella.

Por otro lado, también surge la duda de cuándo una información se puede considerar pública. Una parte de la doctrina se preguntó al respecto si el que la información estuviera en los Registros de la CNMV y fuera publicada en su página web podía considerarse suficiente³⁹. Para resolver esta cuestión, se decidió poner el énfasis en la capacidad del propio inversor. La solución pasó, por ello, por interpretar la norma sobre la base de un “inversor razonable”, que actuara con la diligencia y los medios de publicidad apropiados y, se concluyó que el registro de la CNMV debía ser considerado un canal de comunicación suficiente.

Por último, es importante que cuando se vaya a publicar una información determinada, esta publicación se haga con la rapidez y simultaneidad requeridas, evitándose así que cualquier inversor se vea perjudicado por emisores que juegan con el espacio temporal para obtener un rédito ilícito.

3. Que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores o a uno o varios instrumentos financieros o a sus derivados

Efectivamente, para que una información determinada se pueda calificar como privilegiada, habrá de estar referida “directa o indirectamente a uno o a varios emisores o a uno o a varios instrumentos financieros o a sus derivados”.

³⁸ ENTRENA RUIZ, D.B., *op. cit.*, p. 36.

³⁹ TAPIA HERMIDA, A., “El concepto de utilización de información privilegiada”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 120, 2010, p. 102.

Según se ha señalado, “*el concepto de instrumento financiero carece de contenido o caracterización unitaria. Es un mero concepto que sirve para agrupar valores negociables y otras realidades contractuales vinculadas directa o indirectamente con los mercados de valores*⁴⁰”. No obstante, tanto la normativa de la Unión Europea como la española se decantan por vincular el concepto de información privilegiada a unos instrumentos financieros determinados.

En este sentido, el artículo 2 del TRLMV establece que quedan comprendidos en el ámbito de esta ley los instrumentos financieros recogidos en su Anexo, que se refiere, entre otros, a los valores negociables (acciones de sociedades, bonos y obligaciones), los instrumentos del mercado monetario, participaciones y acciones en instituciones de inversión colectiva, contratos de opciones, futuros, permutas, etc.

Por el contrario, en lo que a emisores se refiere, no se establece ningún tipo de limitación conceptual. Se califica como tal a aquellos en función de su capacidad de emitir y la efectiva emisión de instrumentos financieros.

4. Que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de dichos instrumentos o de los instrumentos derivados relacionados con ellos

En este caso, se añade que para que una información reciba la categoría de privilegiada tendría que ser capaz de influir considerablemente en el precio. Por tanto, aquellos que dispongan de esta información, analizarán *a priori* y, a efectos de hacerla pública, la posibilidad de que esa información impacte de forma notable en el precio.

Entre los parámetros a considerar para evaluar la probabilidad de que haya un movimiento significativo en el precio están: la relevancia de la información respecto de los principales determinantes del precio de un instrumento financiero y la fiabilidad de la fuente.

⁴⁰ HERNÁNDEZ SÁINZ, E., *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Aranzadi, España, 2007, p. 413.

3.2.1. *La distinción entre información privilegiada e información relevante*

Con la publicación del RAM en 2014, pasaron a existir dos definiciones distintas de información privilegiada en nuestro ordenamiento. Una, la del entonces vigente artículo 226 TRLMV y otra la recogida en el artículo 7 del RAM. Además, el artículo 228 del TRLMV, también derogado actualmente, incluía una definición de información relevante que, en determinados aspectos, coincidía con la definición de información privilegiada del RAM⁴¹.

Es importante explicar que, hasta la publicación del RAM y la posterior adaptación de la normativa nacional, en el Derecho español la información privilegiada y la información relevante eran prácticamente lo mismo, pese a estar recogidos en artículos y conceptos distintos. Las diferencias entre ellas se reducían a un alcance formal y jurídico⁴². La información relevante se asociaba con el momento en el que los emisores tenían la obligación de difundirla públicamente mientras que la privilegiada se empleaba para hacer referencia a la obligación de los iniciados de no operar con ella.

No obstante, el hecho de que sea más apropiado emplear únicamente el concepto de información privilegiada para referirse al abuso de mercado, no acaba con la posibilidad de que exista un concepto de información relevante, empleado para publicar otras informaciones de interés que no constituyan propiamente información privilegiada⁴³.

Por ello, y por medio del RDL 19/2018, se modificó el TRLMV para aclarar qué se entiende por cada uno de estos dos conceptos. La definición de información privilegiada reproduce literalmente la establecida en el artículo 7 del RAM.

Por su parte, el concepto de información relevante, recogido en el artículo 227 TRLMV, hace referencia a *“las restantes informaciones de carácter financiero o corporativo relativas al propio emisor o a sus valores o instrumentos financieros que cualquier*

⁴¹ TAPIA HERMIDA, A. J., “Impacto del Real Decreto-ley 19/2018 en el mercado de valores”, *El Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 2018 (disponible en <http://ajtapia.com/2018/12/impacto-del-real-decreto-ley-19-2018-en-el-mercado-de-valores/>; última consulta 15/04/2020).

⁴² GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La decisión de los emisores de retrasar la difusión de información privilegiada”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 21, 2017, p. 3.

⁴³ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *ibid.*, p. 4.

disposición legal o reglamentaria les obligue a hacer públicas en España o que consideren necesario, por su especial interés, difundir entre los inversores”.

Así pues, frente a la interpretación mayoritaria de la normativa derogada, ahora queda claro que se trata de dos conceptos distintos. La información privilegiada debe tener, *a priori*, y a juicio del emisor, capacidad para afectar al precio del valor de forma apreciable. En el caso de que esta característica no se dé, una información no debería clasificarse como privilegiada y, si el emisor deseara publicarla por ser de interés para los inversores, deberá hacerlo bajo la calificación de información relevante⁴⁴. Además, en la mayor parte de los casos, la comunicación de información privilegiada deberá haber estado precedida por la confección de una lista de iniciados en la compañía, mientras que cuando se trata de otra información relevante no se requerirá su apertura.

3.2.2. Implicaciones prácticas del concepto de información privilegiada

En la práctica, la información privilegiada puede referirse a diferentes hechos. Entre estos, se encuentran los resultados de una sociedad, las alteraciones extraordinarias de dichos resultados o las operaciones que pueda realizar esa sociedad como ampliaciones de capital o emisiones de valores de especial relevancia⁴⁵.

Además, también afecta a fusiones o adquisiciones significativas y a las discrepancias que puedan dar lugar a litigios, conflictos o sanciones que puedan afectar sensiblemente a los resultados previsibles. Las decisiones de las autoridades que puedan tener un impacto significativo en los resultados, se considerarán, también, información privilegiada mientras no sean de conocimiento público⁴⁶. Del mismo modo, informaciones sobre órdenes significativas de compra o venta de determinados valores también podrán incluirse en esta categoría.

⁴⁴ BUENAVENTURA, R., “Comunicación de información privilegiada y otra información relevante”, *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, 16 de enero de 2020, p. 10.

⁴⁵ Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores del BBVA, S.A., 2017, p. 11.

⁴⁶ BBVA S.A., *id.*, p. 11.

Sin embargo, no siempre es claro cuándo una determinada información constituye información privilegiada. Son muchos los aspectos que se deben valorar y que varían en cada caso concreto.

Para facilitar esta categorización práctica, la ESMA publicó el 3 de octubre de 2019 un documento consultivo, en el que invitaba a diferentes instituciones (banca, servicios de inversión, emisores, despachos legales, etc.) a responder a una serie de preguntas relacionadas con la nueva normativa RAM. Con ello, se trataba de delimitar los problemas prácticos que planteaba a los diferentes integrantes del mercado de valores para, posteriormente publicar un informe que contribuyera a aclarar las dudas existentes. Pese a que este informe todavía no ha sido publicado, sí que hemos podido acceder y analizar las principales tendencias de las respuestas de las distintas entidades, lo que nos permite analizar los aspectos prácticos más controvertidos en la aplicación del concepto de información privilegiada

En primer lugar, la tónica general de las respuestas es que la definición de información privilegiada es amplia y exhaustiva, por lo que la consideran eficaz para combatir el abuso de mercado⁴⁷. No obstante, hay un consenso común sobre la conveniencia de que la ESMA realice determinadas aclaraciones.

El problema que se plantea de forma más general son las dificultades para llevar a cabo una correcta calificación de información privilegiada. Las principales áreas afectadas son⁴⁸:

1. La determinación sobre cuándo algo es preciso (por ejemplo, investigaciones internas o externas, cambios de junta directiva, controversias relativas a contratos clave, disminución de los resultados financieros al margen de los niveles de la insolvencia, transacciones como fusiones o adquisiciones o empresas conjuntas).

⁴⁷ ADVISORY COMMITTEE OF THE CNMV., “Consultation paper”, *MAR review report*, 2019, (disponible en <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-mar-review>; última consulta 15/04/2020).

⁴⁸ THE INVESTMENT ASSOCIATION., “Consultation paper”, *MAR review report*, 2019, (disponible en <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-mar-review>; última consulta 15/04/2020).

2. La determinación sobre cuándo es probable que una información tenga un efecto significativo en el precio (resultados financieros acordes con las expectativas del mercado, acontecimientos no financieros como fallos en la gestión empresarial o en el gobierno corporativo).

Otro problema que ha generado mucha controversia son los denominados “procesos prolongados en el tiempo⁴⁹” o “eventos multietapa”. Se trata de hechos o decisiones que no tienen lugar de modo instantáneo, sino que evolucionan durante un determinado periodo de tiempo y que tienen un final incierto⁵⁰. Son muchos los ejemplos, como una operación de fusión o adquisición o la comercialización de un medicamento que deba someterse a diferentes pruebas y autorizaciones. El problema que exponen muchas instituciones es que no saben si sólo el resultado final puede considerarse información privilegiada, o si también las etapas intermedias pueden serlo.

A este respecto, y a expensas de lo que pueda aclarar la ESMA, recuerda la doctrina que el RAM hace diversas referencias a esta problemática. El artículo 7.2. RAM dispone que las etapas intermedias de estos procesos pueden ser “*información de carácter concreto*”. Igualmente, el apartado 7.3. RAM establece que una de estas etapas intermedias podrá considerarse información privilegiada, si junto a la exigencia de su carácter concreto, se cumplen los demás requisitos relativos a las informaciones privilegiadas. De este modo, se concluye que no debería haber dudas de que una etapa intermedia sí que pueda ser catalogada como información privilegiada⁵¹.

Sin embargo, el problema más repetido en la práctica a este respecto es qué pasa cuando en una etapa intermedia el resultado final no puede ser razonablemente esperado que ocurra. En este caso, parece que no debería ser considerado todavía como información privilegiada, siendo únicamente necesario considerarla como tal en los casos en los que una etapa intermedia represente por sí sola información privilegiada, satisfaciendo en ese caso todos y cada uno de los requisitos establecidos en el artículo 7.1. RAM.

⁴⁹ *Protracted processes*.

⁵⁰ JUAN MATEU, F., “La difusión pública de información privilegiada en los mercados de valores”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 304, 2017, p. 10.

⁵¹ JUAN MATEU, F., *ibid.* p. 11.

Por otro lado, es importante destacar que los resultados anuales no siempre contienen información privilegiada y, por tanto, es incorrecto calificarlos en todos los casos como tal. Ello dependerá de múltiples factores, que será preciso evaluar caso a caso, entre otros:

- En qué medida los resultados se apartan del *guidance* u orientación que, en su caso, haya publicado previamente la sociedad.
- En qué medida sorprenden, positiva o negativamente, con respecto al consenso de mercado.
- En qué medida se desvían de tendencias o sendas estables con respecto a ejercicios previos.
- En qué medida responden a hechos de carácter extraordinario o cambios de tendencia no previstos.

Además, las informaciones sobre hechos societarios que no tengan, *a priori* y a juicio del emisor, capacidad de impactar de forma apreciable en el precio de los valores emitidos por el emisor, no deben ser catalogados como información privilegiada, sino como otra información relevante. Este es el caso, por ejemplo, de:

- El nombramiento o cese ordinario de consejeros, especialmente si no son ejecutivos.
- La utilización de marcas comerciales sin cuantificación económica asociada ni explicación de su impacto.

3.3. Los distintos sujetos tenedores de información privilegiada

Es interesante comprobar cómo el ámbito subjetivo de las normas relacionadas con la utilización de información privilegiada ha ido variando con el paso de los años. Por ello, retomamos el breve recorrido normativo ya empleado previamente para analizar el concepto de información privilegiada y, lo aplicamos a continuación para un mejor entendimiento de la evolución de este ámbito subjetivo.

En la Directiva 89/592/CEE se empleó el artículo dos para delimitar quiénes eran las personas a las que cada Estado Miembro debía prohibir, por disponer de una información

privilegiada, la adquisición o cesión de valores del emisor afectados por dicha información que estuvieran explotándola con conocimiento de causa.

Entre esos sujetos, se encontraban aquellas personas que, por su condición de miembros de los órganos de administración, de dirección o de control del emisor dispusieran de información privilegiada. Asimismo, también afectaba a las personas que por su participación en el capital del emisor o por tener acceso a dicha información como consecuencia del ejercicio de su trabajo, profesión o de sus funciones, pudieran disponer de información privilegiada.

En la misma línea, el artículo 4 de esta Directiva incluyó otro grupo de personas sobre las que también se imponía la prohibición de adquirir o ceder valores del emisor afectados por la información privilegiada. Se trataba de todos aquellos sujetos distintos de los citados anteriormente que, con conocimiento de causa, fueran poseedores de una información privilegiada cuyo origen directo o indirecto solo pudiera ser una persona de las mencionadas previamente.

Por su parte, la DAM también se encargó de acotar las personas poseedoras de información privilegiada que tenían prohibido utilizar dicha información para adquirir o ceder instrumentos financieros a que se refiriera dicha información. Estos sujetos comprendían cualquier persona que estuviera en posesión de esa información por su condición de miembro de los órganos de administración, gestión o control; por su participación en el capital del emisor, o por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones⁵² (artículo 2 DAM). Por tanto, esta parte se mantuvo igual a la legislación anterior.

Como novedad, se incluyó entre los afectados por estas prohibiciones a aquellos que hubieran obtenido la información privilegiada como consecuencia de sus actividades delictivas. Esta medida fue valorada positivamente por diferentes autores⁵³, ya que en su opinión las normativas europeas anteriores no reflejaban el hecho de que esta información se pudiera adquirir por medio de algún acto delictivo (robos o sobornos, por ejemplo).

⁵² Estos tres grupos son los mismos que ya se incluyeron en la directiva anterior.

⁵³ MONROY ANTÓN, A., “El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 98, 2005, p. 45.

Asimismo, también era de aplicación la DAM a quienes siendo poseedores de información privilegiada, supieran o hubieran debido saber que se trataba de información de ese tipo.

El RAM, en cambio, no dedica ningún artículo a delimitar el ámbito subjetivo de sus normas. La doctrina española entendió, a este respecto⁵⁴, que el Reglamento se aplicaba a cuantas personas físicas y jurídicas operaran en el mercado de instrumentos financieros. No obstante, con origen en la jurisprudencia americana, la doctrina distingue cuatro categorías para individualizar a los distintos sujetos que pueden tener acceso a la información privilegiada.

A estos efectos, tiene gran relevancia, la noción de iniciado, expresión procedente del concepto inglés *insider*, que en español significa desde dentro o interno. En principio se hace referencia a la persona que cuenta con información privilegiada (interna) como consecuencia de su relación con la sociedad cotizada⁵⁵. No obstante, esta expresión no debe ser traducida de forma literal en otros idiomas, ya que distintos ordenamientos (como por ejemplo el de la Unión Europea) no asimilan al iniciado únicamente con la persona que trabaja para la sociedad u ostenta un cargo como administrador o directivo.

Por el contrario, el RAM incluye entre los posibles iniciados a los agentes intermediarios en bolsa, a las ESIs, a las entidades de crédito, a las instituciones de inversión colectiva y a cuantas personas ejerzan actividades relacionadas con los mercados de valores. También están incluidos los inversores, que ocasionalmente pueden acceder a dicha información⁵⁶.

De este modo, a continuación, reflejaremos quienes integran cada una de las cuatro categorías mencionadas previamente para conocer todos los tipos de iniciados existentes.

Primero, el iniciado primario (*insider* o *primary insider*). Este se caracteriza principalmente por adquirir la información de forma directa, normalmente como consecuencia de su especial relación con la sociedad y con los diferentes proyectos que

⁵⁴ TAPIA HERMIDA, A. J., (2014), *op. cit.*, p. 25.

⁵⁵ ESTEBAN DE LA ROSA, G., *op. cit.*, p. 50.

⁵⁶ ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*, 3ª ed., Marcial Pons, Madrid, 2005, p. 487.

esta tiene proyectados. Entre sus sujetos más habituales, que no los únicos, se encuentran los directores financieros, altos directivos o miembros del consejo de administración⁵⁷.

Importante es también la existencia de los iniciados secundarios (*secondary insider* o *tippee*). Lo más relevante en relación a esta figura es que acceden a la información por medio de los iniciados primarios y no de forma directa⁵⁸. Es decir, no tienen acceso a la fuente, pero sí llegan a conocer la información gracias a la comunicación ulterior de los primarios. Los *tippees* no tienen ningún tipo de relación con la sociedad en cuestión, por lo que ni trabajan ni prestan servicios a la misma. Entre los ejemplos más comunes destacan los familiares, conocidos y amigos del iniciado.

En tercer lugar, debe hacerse referencia a los corporativos (*corporate insiders*). Este término surge con el objetivo de lograr ser más específicos, dado que el concepto *insider* hace referencia al iniciado de una forma más genérica. Si profundizamos, los *corporate insiders* engloban únicamente a las personas que trabajan para la sociedad u ostentan un cargo en esta, obteniendo la información de forma directa. Conforman el grupo donde más frecuente es el tráfico de información privilegiada en el mercado de valores.

Por último, se debe mencionar a los iniciados externos (*outsiders*), un grupo que ha ido ganando protagonismo con el paso del tiempo. Se trata de sujetos ajenos a la sociedad, es decir, personas que en sentido estricto no son *insiders*, pero que de una forma u otra acaban accediendo a la información privilegiada. Se podrían encontrar aquí a los asesores fiscales, abogados, notarios, etc.⁵⁹.

3.4. Las obligaciones que se derivan de la información privilegiada

3.4.1. La obligación de su difusión inmediata

La difusión pública de información privilegiada se rige por una normativa uniforme en toda la Unión Europea, entre la que destacan el RAM, el Reglamento Delegado

⁵⁷ ESTEBAN DE LA ROSA, G., *op. cit.*, p. 50.

⁵⁸ ESTEBAN DE LA ROSA, G., *ibid.*, p. 58.

⁵⁹ JUAN MATEU, F., (2019), *op. cit.*, p. 116.

2016/522⁶⁰, sobre la autoridad competente para las notificaciones de los retrasos en la difusión y, el Reglamento de Ejecución 2016/1055⁶¹, sobre los medios técnicos para la difusión y el retraso de esta.

La DAM estableció en su artículo 6 que los Estados Miembros debían garantizar que los emisores de instrumentos financieros hicieran pública cuanto antes la información privilegiada que les afectara directamente, mientras que el RAM, en su artículo 17, y, en coherencia con su naturaleza normativa, ha incluido una obligación directa de los emisores: *“El emisor hará pública, tan pronto como sea posible, la información privilegiada, que le concierna directamente. El emisor se asegurará de que la información privilegiada se haga pública de una forma que permita un acceso rápido y una evaluación completa, correcta y oportuna de la información por el público (...)”*.

Este deber de difundir públicamente la información privilegiada forma parte del sistema de transparencia obligatoria en los mercados de valores. No sólo trata de mejorar la protección de los inversores, sino, también, de incrementar la eficiencia del mercado⁶².

La difusión pública de la información privilegiada es imprescindible para la toma de decisiones adecuadas que puedan sustentarse en el auténtico valor de los instrumentos financieros⁶³.

Así pues, según lo establecido en el artículo 17.1. RAM el emisor garantizará que la información privilegiada se publique *“de una forma que permita un acceso rápido y una evaluación completa, correcta y oportuna de la información por el público”*. Para ello, y siguiendo el Reglamento de Ejecución 2016/1055, los emisores se encargarán de que la información se divulgue a un público lo más amplio posible en condiciones no discriminatorias, de forma gratuita y simultáneamente en toda la Unión Europea. Además, recita también el artículo 2 de este Reglamento que la información privilegiada

⁶⁰ Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, por el que se completa el Reglamento (UE) n° 596/2014 del Parlamento y del Consejo. Diario Oficial de la Unión Europea, 5 de abril de 2014, núm. 88.

⁶¹ 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. Diario Oficial de la Unión Europea, 30 de junio de 2016, núm. 173.

⁶² JUAN MATEU, F., *op. cit.*, p. 4.

⁶³ JUAN MATEU, F., *ibid.*, p. 4.

se comunicará, directamente o mediante un tercero, a medios de comunicación en los que el público razonablemente confíe para garantizar su difusión eficaz.

Esta comunicación se transmitirá, a tenor del artículo 2.1.b) del Reglamento de ejecución, utilizando medios electrónicos que garanticen el mantenimiento de la completitud, integridad y confidencialidad de la información durante su transmisión. Además, también establece que *“se deberá especificar claramente que la información comunicada es información privilegiada; la identidad del emisor (razón social completa); la identidad de la persona que presenta la notificación; el objeto de la información privilegiada; y la fecha y hora de la comunicación a los medios”*.

Recuerda la doctrina que todos estos requisitos son muy similares a los previstos en la Directiva de Transparencia y la Directiva 2007/14/CE, en relación a la información en los mercados regulados⁶⁴.

En este sentido, conviene recordar que en España el Real Decreto de Transparencia⁶⁵ establece que será la CNMV quien actuará como difusora de toda la información regulada, categoría donde se encuentra incluida la información privilegiada que los emisores están obligados a publicar. Normalmente, los emisores remiten la información a la CNMV por medios telemáticos, a través del servicio CIFRADO/CNMV.

No obstante, recuerda la ESMA que la publicación de información privilegiada en la página web de una autoridad competente, la CNMV en nuestro caso, sólo se puede considerar difusión pública si se cumplen todos los requisitos comentados previamente y, si además se combina con otra forma de propagación de la información como por ejemplo la transmisión a los medios de comunicación ⁶⁶.

⁶⁴ JUAN MATEU, F., *id.*, p. 4.

⁶⁵ Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea. Boletín Oficial del Estado, 20 de octubre de 2007, núm. 252.

⁶⁶ESMA., “Draft technical standards on the Market Abuse Regulation”, *Final Report*, nº ESMA/2015/1455, 2015 (disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf; última consulta 15/04/2020).

En la misma línea, dispone el artículo 17.1. RAM que el emisor debe incluir y mantener en su sitio web por un período de al menos cinco años toda la información privilegiada que esté obligado a hacer pública. Por su parte, el Reglamento de Ejecución 2016/1055 establece en su artículo 3 diferentes requisitos que debe cumplir el sitio web de los emisores:

- “Permitir a los usuarios acceder a la información privilegiada de forma gratuita y en condiciones no discriminatorias.”
- “Permitir a los usuarios localizar la información privilegiada en una sección del sitio web localizable”. Una práctica frecuente es publicarla en la sección de *investor relations* junto a otras informaciones o anuncios, y,
- “Garantizar que la información indique claramente la fecha y la hora de divulgación y que la información esté organizada por orden cronológico”.

El RAM no establece un plazo máximo para la difusión de la información privilegiada, sino que reduce la obligación a hacerla pública “*tan pronto como sea posible*”. En este sentido, se han seguido las mismas pautas de la normativa anterior evitando la actuación oportunista del emisor, que no podrá difundir la información cuándo mejor le convenga.

En la práctica, esto implica que no podrán realizar la difusión en función de los horarios bursátiles. Tampoco se acepta la mala praxis según la cual las informaciones calificadas como positivas se publican en horario de apertura de la bolsa, y las negativas sólo después, tratando de maximizar o minimizar el impacto⁶⁷. Por último, se ha señalado, también, que los emisores no estarán autorizados para aplazar la difusión de una información negativa hasta el viernes por la tarde, con la intención de que los inversores presten menor atención.

Por su parte, con la nueva normativa también se modifican los artículos 226 y 227 del TRLMV para distinguir entre la difusión de información privilegiada y la difusión de información relevante.

⁶⁷ JUAN MATEU, F., *op. cit.*, p. 13.

El artículo 226 TRLMV establece que los emisores de valores negociados en un mercado regulado deberán comunicar a la CNMV, para su difusión a través de su página web, la información privilegiada. Por su parte, el artículo 227 TRLMV informa que estos mismos emisores comunicarán también a la CNMV, para su difusión a través de su página web, la otra información relevante. Como ya hemos mencionado previamente, esta última puede ser⁶⁸:

- Información financiera o corporativa que deban hacer pública por disposición legal o reglamentaria (“Regulada”).
- Cualquier información que por su interés se considere necesario difundir entre los inversores (“No regulada”).

Es decir, tanto la información privilegiada como la información relevante deberán remitirse, como se venía haciendo hasta ahora, a la CNMV para su publicación en su página web (www.cnmv.es) y, paralelamente se publicarán en la página web del propio emisor. Por tanto, serán los propios emisores quienes deberán realizar una valoración acerca de la información que va a ser objeto de difusión antes de comunicársela a la CNMV, llevando a cabo una clasificación de la información como privilegiada o relevante.

Como novedad, la CNVM tendrá que presentar la información privilegiada de forma separada del resto de informaciones relevantes⁶⁹, para lo que creará un nuevo registro de información privilegiada relativa a los emisores, que sustituirá al de hechos relevantes al que estábamos acostumbrados hasta la fecha. Además, se exige que cuando se haga pública la información privilegiada se haga constar expresamente tal condición, tratando de evitar así cualquier tipo de confusión. Para facilitar el acceso a esta información, la sección relativa a información privilegiada en la web de la CNMV cuenta con una herramienta de búsqueda avanzada que mejora el acceso de los inversores a la información⁷⁰.

⁶⁸ BUENAVENTURA, R., *op. cit.*, p. 10.

⁶⁹ REDONET, J., NUÑEZ, G. y VENTOSO, A., “Novedades en materia de abuso de mercado introducidas por el Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre”, *Actualidad jurídica*, 2019, p. 4.

⁷⁰ CNMV., “La CNMV mejora la búsqueda de los hechos relevantes y crea la gestión de suscripciones a través de su página web”, 2019 (disponible en <https://www.cnmv.es/loultimo/Hechos%20relevantes.pdf>; última consulta 19/04/2020).

Con el objetivo de poder cumplir con estas normas, se recomienda a los emisores desdoblarse en dos su actual plantilla o modelo de hecho relevante para tener: 1) un modelo de difusión de información privilegiada, que indique que conforme a lo establecido en los artículos 17 del RAM y 226 del TRLMV el emisor notifica información privilegiada; y 2) otro modelo de difusión de información relevante, que señale que el emisor remite información relevante de conformidad con lo dispuesto en el artículo 227 TRLMV y en cualquier otra disposición aplicable⁷¹.

Sin embargo, la exigencia de este registro diferente no es aplicable a los emisores de valores negociados en Sistemas Multilaterales de Negociación, como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), o en Sistemas Organizados de Contratación. Estos mercados quedan obligados a contar con los medios técnicos necesarios que garanticen la difusión pública de la información privilegiada que les sean comunicadas, pero se les permite utilizar esos mismos medios para la difusión de la otra información relevante. Así pues, recuerda aquí la CNMV que conviene tener presente en este punto que la normativa de abuso de mercado es en general también aplicable al caso de valores admitidos a negociación en estos tipos de negociación⁷².

Otro cambio importante ha sido la eliminación de la regla contenida en el antiguo artículo 228.3. TRLMV, aplicable a decisiones, acuerdos y contratos y relativa al momento en el que los emisores debían hacer pública la información relevante. Según lo establecido en esta regla, la información de este tipo debía hacerse pública inmediatamente tras la adopción de la decisión o tras la firma del acuerdo o contrato correspondiente, sin perjuicio del deber de informar con anterioridad en caso de filtración⁷³.

En relación con esta decisión, se debe añadir que la eliminación es coherente con el régimen del RAM, que como ya se ha comentado, obliga en su artículo 17 a hacer pública, tan pronto como sea posible, toda la información privilegiada que le concierna directamente.

⁷¹ REDONET, J., NÚÑEZ, G. y VENTOSO, A., *op. cit.*, p. 4.

⁷² CNMV., “Comunicado dirigido a los emisores de valores cotizados en el nuevo marco normativo europeo de abuso de mercado”, 2019 (disponible en https://www.cnmv.es/loultimo/ISMAR_ok.pdf; última consulta 19/04/2020).

⁷³ PLA, L., “El nuevo régimen jurídico del abuso de mercado” *Almacén de Derecho*, 2019 (disponible en <https://derechomercantilespana.blogspot.com/2019/01/el-nuevo-regimen-juridico-del-abuso-de.html>; última consulta 19/04/2020).

En conclusión, de acuerdo con la nueva normativa, la información privilegiada debe hacerse pública tan pronto como sea posible, utilizando los medios en los que confíen los inversores y sin confundir información con marketing. Además, se publicará de forma completa y clara, no discriminatoria y en todo caso gratuita. Se deberá marcar como privilegiada e incluirá la razón social completa del emisor. Finalmente, para poder mejorar su tratamiento, se usarán los medios electrónicos que garanticen la integridad y confidencialidad.

3.4.2. La obligación de elaborar listas de iniciados

Las listas de iniciados se encuentran reguladas actualmente en el Reglamento (UE) 596/2014 sobre abuso de mercado y en el Reglamento de Ejecución (UE) 2016/347, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al formato específico de las listas de iniciados y a la actualización de esas listas.

Las listas de iniciados constituyen uno de los instrumentos empleados por el RAM para combatir el abuso de información privilegiada. Entre las distintas funciones que se les asocian, destaca que *“pueden servir a los emisores (...) para controlar el flujo de información privilegiada y ayudarles de este modo en el cumplimiento de sus obligaciones de confidencialidad”*⁷⁴. Además, también pueden ser útiles para que las autoridades competentes identifiquen a las personas con acceso a información privilegiada y puedan controlar, a posteriori, su uso⁷⁵.

Según el artículo 18.1. RAM están obligados a elaborar listas de iniciados los emisores o las personas que actúen en su nombre o por su cuenta. Resulta importante destacar que la referencia a *“las personas que actúen en su nombre o por su cuenta”* ya aparecía en la DAM, pero el legislador español decidió omitirla cuando llevó a cabo la transposición de la norma comunitaria, por lo que existía la duda de si estas personas estaban afectadas por la obligación de elaborar listas de iniciados⁷⁶. La entrada en vigor del RAM, ha acabado definitivamente con esta confusión.

⁷⁴ Considerando núm. 57 RAM.

⁷⁵ Considerandos núm. 56 y 57 RAM.

⁷⁶ JUAN MATEU, F., “Las listas de iniciados”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 153, 2019, p. 112.

Debido a que no estaban incluidas en la legislación nacional anterior, conviene aclarar quién se ve afectado por esta obligación bajo la condición de personas que actúen en nombre del emisor o por su cuenta.

El término *personas* engloba no sólo a las personas físicas, sino también a las jurídicas. En lo que respecta a “*que actúen en su nombre o por su cuenta*” hace referencia a todas aquellas personas que representen los intereses del emisor, que le asesoren, o que, por medio de cualquier otra actividad llevada a cabo a su favor, tengan acceso a información privilegiada. De este modo, la obligación se limita a quienes, como consecuencia de su actividad, accedan típicamente a la información privilegiada, exceptuándose aquellos que dispongan de un acceso accidental o sin conocimiento del emisor⁷⁷.

Entre los muchos ejemplos que se podrían poner, señalo, por ejemplo, el del empresario que presta servicios de limpieza en las oficinas del emisor. Sus empleados podrían tener acceso a información privilegiada pero no estará incluida en la lista de iniciados pese a ser una persona que actúa por cuenta del emisor, dado que el ejercicio de su actividad no lleva aparejado el acceso a información privilegiada. En cambio, sí que pueden estar obligados los prestadores de servicios profesionales, como abogados, notarios, asesores fiscales, auditores de cuentas, traductores e incluso aquellos que se encarguen de imprimir determinados documentos o informes⁷⁸.

Especial relevancia tiene el momento en que se deben elaborar estas listas. En primer lugar, es obligado que exista una información privilegiada para llevar a cabo su creación. Además, como este tipo de información se ha de hacer pública tan pronto como sea posible, la vigencia de esta lista podría tener en relación con una determinada información, una duración anecdótica⁷⁹. Sin embargo, con el objetivo de mejorar la supervisión de los mercados de valores, se anima a que no se dejen de elaborar nunca, aunque pueda parecer, por la razón antes expuesta, innecesario. No obstante, cuando más relevancia tendrá su elaboración será cuando se decida retrasar la difusión de la información privilegiada.

⁷⁷ JUAN MATEU, F., *ibid.*, p. 113.

⁷⁸ JUAN MATEU, F., *id.*, p. 113.

⁷⁹ JUAN MATEU, F., (2017), *op. cit.*, p. 14.

En ocasiones, resultará adecuado que los sujetos obligados realicen una lista preliminar de iniciados de forma previa a la existencia de la propia información privilegiada. Así se suele hacer, en el comienzo de cualquier proceso prolongado en el tiempo (como por ejemplo una operación de fusión o adquisición) aun cuando la información todavía no se puede catalogar como privilegiada por no ser suficientemente específica.

El RAM exige dos condiciones para que una determinada persona deba ser incluida en las listas de iniciados. Primero, es necesario que *“tengan acceso a la información privilegiada”* (artículo 18.1.a) RAM). Aquí se incluyen tanto a personas que participan en el nacimiento de la información (por ejemplo, porque forman parte del equipo que toma una decisión) como las que tienen posteriormente acceso a la misma (por ejemplo, porque algún iniciado se la comunique en el marco de su actividad)⁸⁰. En caso de duda acerca del posible acceso, será preferible incluirla, pero sin llegar al extremo de incluir un número excesivo de iniciados pues se perderían los beneficios asociados a su elaboración.

En segundo lugar, se exige que *“trabajen para ellas en virtud de un contrato de trabajo, o que desempeñen funciones a través de las cuales tengan acceso a información privilegiada”* (artículo 18.1. a) RAM). Por tanto, quedan obligados dos grupos de iniciados⁸¹: los *internos*, que forman parte de la organización del sujeto que elabora la lista y están unidos por un vínculo jurídico – laboral (empleados) o mercantil (miembros del consejo de administración); y los *externos*, que suelen ser prestadores de servicios profesionales. En este último grupo se incluyen asesores, contables, agencias de calificación, abogados, auditores, notarios, etc.

Además, en el caso de que el prestador de servicios profesionales sea una persona jurídica (por ejemplo, un despacho de abogados o una asesoría), en la lista de iniciados realizada por el emisor se incluirán los datos de un representante o persona de contacto de dicha entidad. En estos casos, el emisor no tiene que incluir en la lista a trabajadores o colaboradores de estos prestadores de servicios profesionales, porque estos últimos ya

⁸⁰ JUAN MATEU, F., (2019), *op. cit.*, p. 115.

⁸¹ JUAN MATEU, F., *ibid.*, p. 116.

tienen la obligación de elaborar sus propias listas y será en ellas donde deberán incluirse sus trabajadores o colaboradores con acceso a información privilegiada⁸².

Del mismo modo, en el caso de encontrarnos, por ejemplo, ante una operación de fusión o adquisición entre dos emisores comunitarios, cada emisor deberá incluir en su lista de iniciados a sus respectivos trabajadores con acceso a información privilegiada. En cambio, no habría que incluir a un representante de la otra sociedad, porque aquella no trabaja para ésta ni desempeña funciones a su favor (art. 18.1. RAM), sino que únicamente se limita a ser parte en una operación determinada.

Igualmente, se obliga a que el acceso a la información privilegiada sea como resultado normal de la actividad realizada. No se deberá incluir, por ejemplo, a un técnico informático al que se le permita acceder a los ordenadores de los altos directivos, porque su tarea no requiere acceder a información privilegiada, aunque de facto podría hacerlo⁸³. Lo mismo ocurre con el chófer del presidente de la compañía, dado que no deberá ser incluido pese a existir la posibilidad de que en un trayecto cualquier pudiera escuchar una información de este tipo.

No obstante, es cierto que, si algunas de estas últimas personas accedieran de forma completamente casual o como resultado de una actuación prohibida y, el emisor lo descubriera, deberían ser incluidas en la lista específica de esa información determinada, por facilitar el control y ser reducido el coste real que genera su inclusión.

Por último, el artículo 18.3. RAM dispone un contenido mínimo que toda lista de iniciados deberá comprender, con el objetivo de poder facilitar la identificación de todos los sujetos incluidos en ella:

- *“La identidad de toda persona que tenga acceso a información privilegiada.*
- *El motivo de la inclusión de esa persona en la lista de iniciados.*
- *La fecha y la hora en que dicha persona obtuvo acceso a la información privilegiada, y,*

⁸² JUAN MATEU, F., *id.*, p. 116

⁸³ JUAN MATEU, F., *ibid.*, p. 117.

- *La fecha de elaboración de la lista de personas con acceso a información privilegiada*”.

3.4.3. Las obligaciones relativas a las operaciones sobre los instrumentos financieros realizadas por directivos del emisor

El artículo 19 del RAM establece en su primer apartado que *“las personas con responsabilidades de dirección, así como las personas estrechamente vinculadas con ellas, deberán notificar al emisor o al participante del mercado de derechos de emisión y a la autoridad competente, toda operación ejecutada por cuenta propia relativa a acciones o instrumentos de deuda de dicho emisor, instrumentos derivados u otros instrumentos financieros vinculados a ellos”*.

Los emisores deberán velar por que la información que sea de notificación obligatoria se haga pública sin demora, dentro de los tres días hábiles siguientes a la fecha de la operación y de forma que permita un acceso rápido y no discriminatorio a esa información. Además, la notificación de estas operaciones deberá comprender un contenido mínimo, entre el que destaca *“el nombre de la persona, el motivo de la notificación, el nombre del emisor, la naturaleza de la operación (por ejemplo, adquisición o transmisión), la fecha y lugar de esta operación y el precio y volumen de la misma”* (artículo 19.6. RAM).

Siguiendo lo establecido en el apartado 19.8. RAM, estas obligaciones de notificación mencionadas previamente se aplicarán a toda operación subsiguiente una vez se haya alcanzado un importe total de 5.000 euros dentro de un año natural. Conviene hacer un inciso, para recordar que en España este umbral se aplicará a directivos no consejeros, ya que en el caso de los consejeros se ha de notificar cualquier operación⁸⁴.

Por su parte, el apartado 19.9. RAM habilita que la autoridad competente de cada Estado Miembro puede aumentar el umbral mencionado en el apartado anterior hasta 20.000 euros, aportándose en ese caso justificación de dicha decisión.

⁸⁴ REDONET, J., NUÑEZ, G. y VENTOSO, A., *op. cit.*, p. 4.

En este sentido, el nuevo artículo 230 TRLMV ha optado por elevar este umbral de 5.000 euros a 20.000. No obstante, esto no afecta a los consejeros, que continuarán sin umbral y deberán notificar cualquier operación. Por ello, las personas con responsabilidades de dirección⁸⁵ distintas de los consejeros y las estrechamente vinculadas con ellas, tendrán la obligación de comunicar cualquier operación en virtud de la cual el valor agregado de las operaciones sobre instrumentos financieros del emisor realizadas durante el año natural en curso alcance los 20.000 euros y cualquier operación subsiguiente.

Añade el artículo 230 TRLMV que la obligación de difusión pública de las operaciones notificadas por las PRDs o por las estrechamente vinculadas con ellas, se dará por cumplida en caso de que estas difundan la información correspondiente a través de los medios técnicos previstos por la CNMV.

Además, impone el RAM en el apartado 11 de su artículo 19 un período durante el cual las PRDs no podrán llevar a cabo ninguna operación por su cuenta ni por cuenta de un tercero en relación a acciones o instrumentos de deuda del emisor. Este plazo se prolongará durante los 30 días naturales anteriores a la publicación de un informe financiero intermedio o de un informe anual que el emisor esté obligado a publicar. Sin embargo, tal y como aclaró la ESMA⁸⁶, la obligación de no realizar operaciones durante los *closed periods* afecta tan sólo a las PRDs, no alcanzando a las personas estrechamente vinculadas con ellas.

Es importante matizar, que esta obligación de no realizar operaciones durante los *closed periods* no es porque toda publicación de resultados suponga que se trata de información privilegiada, ya que en la mayoría de las ocasiones no lo será, sino que únicamente se busca garantizar que no se aprovechen de otra información que contenga variables o datos fundamentales sobre los resultados financieros que vayan a estar incluidos en el informe intermedio o anual mencionado previamente.

⁸⁵ Se incluye en el concepto de personas con responsabilidades de dirección dentro de un emisor a los 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.

⁸⁶ ESMA, (2019), *op. cit.*, p. 59.

No obstante, el emisor podrá autorizar a estas personas a no cumplir con esta limitación temporal en los casos siguientes (artículo 19.12. RAM):

- 1- *“Ante la existencia de circunstancias excepcionales, como la coincidencia de graves dificultades financieras, que exigen la venta inmediata de acciones”*. O,
- 2- *“Cuando se estén negociando operaciones en las que no se van a producir cambios en la titularidad final del valor en cuestión, siempre y cuando las negociaciones de estos tipos de operaciones muestren características particulares”*.

Asimismo, se otorga a la CNMV la facultad de requerir a las PRDs y sus personas estrechamente vinculadas la publicación inmediata de la información que esta considere oportuna⁸⁷. Entre lo que se les puede solicitar que publiquen, estarán incluidas las actividades relacionadas con el mercado de valores o las que puedan tener capacidad de influir en este.

Por último, conviene aclarar, del mismo modo que hizo la ESMA, que las operaciones realizadas por personas responsables de dirección no se deben sumar a las de las personas estrechamente vinculadas con ellas. Es decir, si el director de una empresa compra 4.000 euros en acciones y su esposa compra otros 2.000, ninguno de los dos habría sobrepasado el límite de 5.000 euros y por lo tanto no se requeriría notificación alguna.

3.5. Las excepciones a la difusión de información privilegiada

3.5.1. La decisión de retrasar la difusión en determinadas circunstancias

Como ya hemos comentado previamente, el régimen general exige que la información privilegiada se haga pública *“tan pronto como sea posible”*. No obstante, el RAM faculta a los emisores para que puedan retrasar la difusión de información privilegiada cuando se cumplan las tres condiciones siguientes (artículo 17.4. RAM):

⁸⁷ TAPIA HERMIDA, A. J., (2018), *op. cit.*, p. 1.

- 1- “que la difusión inmediata pueda perjudicar los intereses legítimos del emisor;
- 2- que el retraso en la difusión no pueda inducir al público a confusión o engaño; y,
- 3- que el emisor esté en condiciones de garantizar la confidencialidad de la información”.

Estos requisitos se asemejan mucho a los establecidos anteriormente en la DAM. No obstante, debido a su carácter genérico y abierto⁸⁸, cada Estado Miembro los interpretaba y aplicaba de forma distinta. Por ello, el RAM habilitó a la ESMA para elaborar unas directrices⁸⁹ relativas a lo que se consideraba por intereses legítimos de los emisores y cuáles eran las situaciones en las que el retraso de la difusión de la información privilegiada podía generar confusión en el público. Estas directrices han generado un conjunto de ejemplos, que en ningún caso limitan la existencia de otras circunstancias prácticas que también podrían ser aceptadas.

La primera y más importante exigencia para que la decisión de un emisor de retrasar la difusión de información privilegiada sea válida, es que esta “*difusión inmediata pueda perjudicar los intereses legítimos del emisor*”. Normalmente, la validez de estos intereses se asocia con la necesidad de que una difusión prematura, pueda poner en riesgo la viabilidad y la realización de una operación⁹⁰ (por los efectos sobre la cotización bursátil, por las exigencias de confidencialidad impuestas por la contraparte, posibles interferencias de terceros, etc.). No obstante, también se asocia con situaciones más extremas como la propia solvencia y continuidad empresarial del emisor.

Como norma general, los casos incluíbles en estas excepciones se refieren a procesos prolongados en el tiempo, comúnmente de discusión y negociación de una operación significativa con terceros, que requiere de una fase preliminar de secreto y reserva para no desencadenar en interferencias que puedan comprometer su continuidad. De este modo, además, no se crean falsas expectativas en el mercado y el emisor no se ve en la obligación de estar constantemente comunicando diferentes aspectos del proceso que puedan acabar siendo irrelevantes con el avance de la negociación.

⁸⁸ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *op. cit.*, p. 7.

⁸⁹ ESMA., “Retraso en la difusión de información privilegiada”, *Directrices relativas al RAM*, núm. ESMA/2016/1478, 2016 (disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1478_es.pdf; última consulta 17/04/2020).

⁹⁰ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *op. cit.*, p. 8.

Siguiendo lo establecido por las directrices de la ESMA⁹¹, se considera que los intereses legítimos del emisor pueden verse dañados por la difusión prematura de información privilegiada cuando:

- 1- *“El emisor esté llevando a cabo negociaciones y la difusión inmediata pudiera comprometer el resultado de las mismas”*. Son muchos los ejemplos de esta situación, entre los que destacan las negociaciones relativas a fusiones, adquisiciones, escisiones y segregaciones o las compras y ventas de activos importantes.
- 2- *“El emisor se encuentre en una situación en la que su viabilidad financiera esté en peligro grave e inminente y una publicación inmediata podría perjudicar de forma notoria los intereses de los accionistas, amenazando la conclusión de las negociaciones cuyo objetivo es recuperar la estabilidad financiera del emisor”*. Es importante destacar que, a estos efectos, no será necesario estar dentro del ámbito de aplicación de las normas de insolvencia.
- 3- *“La información privilegiada se refiera a decisiones adoptadas o contratos celebrados por el órgano directivo de un emisor que está sometido, de acuerdo a las normas nacionales o sus estatutos, a la posterior aprobación de otro órgano del emisor, diferente de la junta ordinaria, para poder desplegar efectos”*.

Además, en el último supuesto se exige que la difusión pública antes de la aprobación definitiva comprometiera la correcta evaluación de la información por el público y, que el emisor se haya asegurado de tomar las medidas necesarias para que la decisión definitiva pueda ser adoptada lo antes posible.

Por su parte, el segundo requisito del artículo 17.4. RAM exige *“que el retraso en la difusión no pueda inducir al público a confusión o engaño”*. La posibilidad de retrasar la publicación de información privilegiada es una opción que antepone los intereses del emisor a los del propio mercado⁹². Por eso, esta facultad se pierde cuando la información que quiere retrasarse es contradictoria con la información pública ya existente *“en aquellos casos en que esta haya sido previamente puesta a disposición del mercado por el propio emisor”* (artículo 17.4. RAM).

⁹¹ ESMA, (2016), *op. cit.*, p. 5.

⁹² GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *op. cit.*, p. 12.

Es de aquí, de donde pueden derivar las posibles confusiones o engaños, no del hecho en sí de retener la información, sino de la contradicción de esta con las informaciones ya disponibles que el propio emisor hubiera puesto en conocimiento del público anteriormente por iniciativa propia. Así pues, los emisores deben completar y actualizar toda la información que hayan transmitido al mercado, informando de cualquier modificación significativa que pueda haberse producido con posterioridad.

Nuevamente, las directrices de la ESMA⁹³ ayudan a comprender cuales son las situaciones en las que el retraso de la difusión de una información privilegiada puede inducir a confusión del público. Entre ellas, destacan:

- 1- *“Cuando el emisor esté tratando de retrasar la publicación de información privilegiada, que se caracteriza por ser materialmente diferente de lo que se había publicado de forma previa sobre el asunto al que se refiere la información”*.
Un ejemplo típico es el caso de un emisor que hubiera llevado a cabo un anuncio previo de resultados con anterioridad a su publicación oficial, cuando finalmente los resultados vayan a diferir considerablemente en algún aspecto de los anunciados.
- 2- *“Cuando la información privilegiada cuya publicación se pretende retrasar, se refiera al hecho de que es poco probable la consecución de los objetivos financieros del emisor, en el caso de que se hubieran anunciado con anterioridad”*.
- 3- *“Cuando la información privilegiada del emisor que se intenta publicar con retraso contrasta de forma directa con las expectativas del mercado, en el caso de que esas expectativas estuvieran basadas en señales transmitidas por el emisor previamente al mercado”*, como por ejemplo mediante entrevistas o presentaciones.

Por último, el artículo 17. 4. RAM exige que el emisor *“esté en condiciones de garantizar la confidencialidad de la información”*. En el supuesto de que la confidencialidad deje de estar asegurada, *“el emisor (...) hará pública esa información lo antes posible”* (17.7. RAM).

⁹³ ESMA, (2016), *op. cit.* p. 5.

El principal problema que ocasiona este requisito es que el emisor sea capaz de precisar cuándo la confidencialidad de una información ha dejado de estar garantizada. En la práctica, la aparición de filtraciones o rumores relativamente precisos respecto de la información privilegiada suele ser indicio claro de que se ha divulgado la mencionada información. En este sentido, el RAM obliga a difundir la información retardada cuando “*el grado de exactitud del rumor sea suficiente para indicar que ya no está garantizada la confidencialidad de dicha información*” (artículo 17.7. RAM).

En el caso de que se produzcan alteraciones inesperadas y anormales de la cotización bursátil, se podrá presumir que la información privilegiada ha llegado a quien no debía y que está circulando sin control⁹⁴.

Asimismo, el RAM establece dos condiciones para que el emisor que ha optado por retrasar la difusión de información privilegiada quede obligado a publicarla por la aparición de rumores⁹⁵. Primero, el rumor deberá ser cierto y, además, la información que hubiera trascendido no deberá ser imprecisa y genérica, sino suficientemente concreta para que el emisor pueda pensar razonadamente que el nacimiento de estos rumores se debe a una filtración. Pruebas de esto serán, por ejemplo, la referencia a decisiones o acuerdos concretos, a fechas previstas para la firma o ejecución o a personas que estén envueltas en la operación.

De este modo, ante la realización de este análisis y la conclusión de que la información privilegiada ya no está asegurada, el emisor la hará pública de forma inmediata, sin importar que sea conocedor o no del origen del rumor o filtración.

Por otro lado, en lo que respecta al deber de notificación a la autoridad competente sobre la decisión de retrasar la difusión de información privilegiada, se ha producido un cambio operativo profundo. La DAM disponía que los Estados Miembros podían exigir, si así lo querían, que los emisores les comunicaran inmediatamente a las autoridades supervisoras la decisión de retrasar la publicación de cualquier información privilegiada. El legislador

⁹⁴ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *op. cit.*, p. 17.

⁹⁵ JUAN MATEU, F., “Los rumores en el derecho del mercado de valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 135, 2014, p. 158.

español adoptó esta disposición, pero la inoperatividad y limitaciones⁹⁶ de dicho sistema ha desencadenado en que el RAM modifique el régimen de notificación en dos aspectos principalmente.

El primero está vinculado con el carácter facultativo que tenían los ordenamientos nacionales para obligar o no a que se informara del retraso, el RAM ha optado por obligar a que todos los emisores que decidan retrasar la difusión tengan que comunicarlo a la autoridad competente. Por su parte, la segunda modificación versa sobre el momento en el que se deberá realizar esta comunicación. El régimen anterior establecía que se debía realizar cuando el emisor tomaba la decisión de retrasar la difusión de información privilegiada, mientras que el legislador actual ha decidido retrasarlo y se deberá comunicar *“inmediatamente después de hacer pública la información”* (artículo 17.4. RAM).

Así pues, será el propio emisor quien tome la decisión de retrasar la difusión de información privilegiada, bajo su propia responsabilidad⁹⁷ y, aplicando su propio criterio e interpretación de si se cumplen o no las distintas circunstancias necesarias. Con este cambio, las autoridades competentes pierden capacidad de poder conocer de inmediato la información privilegiada existente pero que no se haya publicado aún, disminuyendo su capacidad para supervisarla durante el retardo. Sin embargo, esta alteración reduce los riesgos de posibles filtraciones, ya que cuantas menos comunicaciones se realicen a personas externas al propio emisor, más segura estará la información.

En este sentido, el ya mencionado Reglamento 2016/1055 se encarga de establecer en su artículo 4 cómo debe realizarse esta comunicación a la autoridad competente una vez se haya publicado la información privilegiada⁹⁸. Deberá ser por escrito y a través de los medios electrónicos habilitados por la autoridad competente. Entre la información que se incluirá en esta comunicación se encuentra *“la identidad del emisor y de la persona encargada de realizar la notificación, la información privilegiada publicada con retraso, la fecha y hora en que se decidió retrasarla, y la identidad de las personas que tomaron la decisión de llevar a cabo el retraso”*.

⁹⁶ GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *op. cit.*, p. 18.

⁹⁷ JUAN MATEU, F., (2017), *op. cit.*, p. 16.

⁹⁸ *Vid.* Artículo 4 Reglamento 2016/1055.

Adicionalmente, el emisor se puede ver obligado a facilitar a la autoridad competente un escrito en el que se explique la forma en que se cumplieron las diferentes condiciones para poder retrasar la difusión de una información privilegiada (artículo 17.4. RAM). En este sentido, la normativa europea dejó a elección de los Estados Miembros la opción de exigir o no la presentación de esta explicación escrita.

Ante esta situación, el legislador español ha optado por establecer en el nuevo artículo 229 TRLMV que el emisor o participante del mercado de derechos de emisión que decida retrasar la difusión de información privilegiada conforme a lo establecido en el artículo 17.4. RAM, no estará obligado a remitir justificación escrita del cumplimiento de las condiciones que permiten tal retraso a la CNMV, salvo que esta lo solicite expresamente. Por ende, cuando se publique una información privilegiada que haya sufrido un retraso en su publicación, los emisores tan sólo deberán comunicar a la CNMV la existencia de mencionada demora⁹⁹. Con esto en mente, la CNMV tiene previsto capacitar una opción en la aplicación CIFRADO que permita al emisor indicar que la información privilegiada que se remite para su difusión ha sido objeto de retardo.

3.6. Las actuaciones que no se consideran utilización de información privilegiada

Siguiendo la línea establecida por la DAM, el RAM establece en su artículo 14 una serie de prohibiciones relacionadas con la información privilegiada. En primer lugar, se prohíbe realizar o intentar realizar cualquier operación con la referida información. Del mismo modo, también se niega la posibilidad de que se pueda recomendar que otra persona lleve a cabo operaciones con información privilegiada o inducir a ello. Además, no se permite comunicar ilícitamente información privilegiada a terceras personas.

Sin embargo, de acuerdo con el artículo 9 RAM, del mero hecho de que una persona jurídica posea o haya poseído información privilegiada no se podrá concluir que la haya utilizado y, por ende, que haya realizado alguna operación con esta información, siempre que esa misma persona:

⁹⁹ REDONET, J., NÚÑEZ, G. y VENTOSO, A., *op. cit.*, p. 4.

- *“Establezca y aplique mecanismos internos adecuados para garantizar que ni la persona física que adoptó en su nombre la decisión de adquirir, transmitir o ceder instrumentos financieros a los que se refiere la información, ni ninguna otra persona relacionada con la decisión, estaban en posesión de la información privilegiada”*, y,
- *“No se haya encargado de alentar, recomendar o inducir a la persona física que, por cuenta de la persona jurídica, adquirió, transmitió o cedió los instrumentos financieros a los que se refiere la información”*.

Igualmente, en el caso de que una persona posea información privilegiada, no se considerará que haya realizado operaciones relacionadas con alguna adquisición, transmisión o cesión con esa información, siempre que esa persona:

- *“Por lo que respecta al instrumento financiero al que se refiere la información, sea un creador de mercado o una persona autorizada para actuar como contraparte, y la operación relativa a los instrumentos financieros a los que se refiere dicha información se realice de forma legítima en el curso normal del ejercicio de su función”*.
- *“Tenga autorización para ejecutar órdenes por cuenta de terceros, y la adquisición cesión o transmisión de los instrumentos financieros a los que se refiere la orden se lleve a cabo de forma legítima en el curso normal del ejercicio de su trabajo”*.

Es importante también la aclaración que realiza el legislador comunitario en relación con las operaciones con información privilegiada en el transcurso de una oferta pública de adquisición o fusión. Si una persona obtiene esa información durante el proceso de la operación y la utiliza únicamente con el objetivo de llevar a cabo esa fusión u oferta pública de adquisición, no se considerará que la haya utilizado ilícitamente. No obstante, sí que se exige que en el momento de la aprobación toda información privilegiada se haya hecho pública o haya dejado de ser información calificada como privilegiada (artículo 9.4. RAM).

3.7. Otras medidas de protección de la información privilegiada no difundida

Los emisores que hayan decidido retrasar la difusión de una información privilegiada deberán adoptar las medidas necesarias para poder garantizar la confidencialidad de la misma. Para ello, es importante establecer todos aquellos mecanismos disponibles que puedan dotar de mayor seguridad la privacidad de esa información determinada. Entre estas medidas, el RAM se centra específicamente en la obligación relativa a realizar las listas de iniciados. Sin embargo, son muchas más las actuaciones existentes que facilitarán la preservación de la confidencialidad.

En primer lugar, es muy importante que los emisores dispongan de medidas internas destinadas a salvaguardar la información privilegiada y controlar su acceso y trazabilidad. En este sentido, la CNMV recomendó¹⁰⁰ asignar un nombre clave a la operación a la que se refiere la información privilegiada. De este modo, y por medio del empleo de este nombre, se evitará la posible identificación de las partes involucradas y de las características de la información. Además, marcar con expresiones como CONFIDENCIAL o similares los distintos soportes (documentación, escritos, ficheros, etc.) facilitará el cuidado especial de los mismos.

Igualmente, juega un papel fundamental la aplicación de medidas para restringir el acceso únicamente a las personas autorizadas de forma previa. Son muchas las formas de hacerlo, pero la encriptación de los documentos en soportes informáticos puede ser de gran ayuda, facilitándose exclusivamente la contraseña a los miembros del equipo que vayan a trabajar con la información. Siguiendo con este tipo de medidas, facilitará el mantenimiento de la confidencialidad el hecho de establecer áreas de acceso restringido en la red informática, ya que así se negará el acceso a los documentos confidenciales a personas no autorizadas.

Por su parte, las personas con acceso a la información privilegiada no deberán compartir con nadie las contraseñas de los ordenadores en los que la tengan archivada¹⁰¹. Tampoco

¹⁰⁰ CNMV., “Guía de actuación para la transmisión de información privilegiada a terceros”, 2009 (disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/Infteceros.pdf; última consulta 19/04/2020).

¹⁰¹ CNMV., *ibid.*, p. 8.

será recomendable utilizar ordenadores que no tengan instalado un sistema de seguridad apropiado, siendo aconsejable comprobar cada cierto período de tiempo la calidad de las medidas de seguridad informática empleadas.

También ayudará a preservar la confidencialidad marcar los documentos escritos con un código para cada uno de los receptores de la información privilegiada. Además, establecer como requisito obligatorio la autorización previa para realizar cualquier copia de los documentos confidenciales permitirá una supervisión más fácil de los documentos que la contienen.

Por obvio que pueda parecer, se deberá tener el máximo cuidado posible cuando se esté hablando o trabajando sobre la información privilegiada en lugares públicos donde puedan ser escuchados o vistos por terceras personas. Entre los distintos lugares posibles, la CNMV recomienda prestar especial atención en ascensores, taxis, restaurantes, aviones, trenes, etc.

No obstante, nunca se puede garantizar al cien por cien que no se produzcan filtraciones por motivos ajenos a los emisores. Por ello, resulta de vital importancia disponer de un protocolo de actuación en caso de detectarse una filtración o un uso ilícito de información privilegiada¹⁰². En esta línea, se asegurará una comunicación inmediata, a través de canales seguros, de la filtración de información privilegiada detectada por el empleado a las personas responsables de conocerlo en el procedimiento interno. Se exige máxima protección respecto de la identidad del denunciante, tratándose de otorgar garantías de anonimato.

Por último, implementar un procedimiento específico para la destrucción de documentación confidencial facilitará la reducción del riesgo de que alguien pueda acceder a su contenido. Por el contrario, la documentación que contenga información privilegiada pero que todavía no pueda ser destruida deberá ser archivada en un lugar al que no puedan acceder personas no autorizadas.

¹⁰² CNMV., *ibid.*, p. 9.

3.8. La exención de los programas de recompra y de las medidas de estabilización

La CNMV emitió el pasado 13 de enero un comunicado en el que anunciaba que los criterios de operativa discrecional de autocartera publicados en 2013 dejaban de tener efectos a partir de ese momento. Ahora, para que la forma de actuar de las sociedades emisoras con acciones propias (autocartera) pueda disponer de protección y evitar así las sanciones por posible manipulación, deberá realizarse únicamente “*al amparo de un programa de recompra o estabilización contemplado en el Reglamento sobre abuso de mercado o de un contrato de liquidez de los previstos en la Circular 1/2017 de la CNMV*”¹⁰³”.

Esto quiere decir que, para poder acogerse a los puertos seguros recogidos en el artículo 5 del RAM, la operativa de autocartera obedecerá exclusivamente a las finalidades establecidas por la normativa comunitaria y, cumplirá con los requisitos impuestos por la misma. El supervisor, para justificar este enfoque restrictivo, se ampara en que toda operativa de autocartera entraña un riesgo para la integridad del mercado¹⁰⁴.

El artículo 5 del RAM establece que las prohibiciones de operaciones con información privilegiada y comunicación ilícita de la misma (artículo 14 RAM) y de manipulación del mercado (artículo 15 RAM) no se aplicarán a la negociación de acciones propias en el marco de programas de recompra ni a los valores o instrumentos asociados para la estabilización de valores cuando se cumplan unos requisitos determinados.

Respecto a la negociación de acciones propias en el marco de programas de recompra, para que no se apliquen las mencionadas prohibiciones, se deberán hacer públicos los detalles completos del programa antes del comienzo de la negociación. Además, las operaciones deberán ser notificadas como elementos integrantes del programa de recompra a la autoridad competente del centro de negociación y posteriormente difundidas al público. Del mismo modo, será obligatorio respetar los límites adecuados en cuanto al precio y al volumen.

¹⁰³ CNMV., “Comunicado de la CNMV dejando sin efecto los criterios sobre operativa discrecional de autocartera de 2013”, 2020 (disponible en <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7B950be666-8038-49ad-a978-644a1d70f30d%7D>; última consulta 21/04/2020).

¹⁰⁴ CNMV., *ibid.*, p. 2.

Asimismo, se limitan a tres los posibles objetivos que podrán tener los programas de recompra para beneficiarse de esta excepción. Estos propósitos son “*la reducción del capital del emisor, el cumplimiento de obligaciones inherentes a los instrumentos financieros de deuda convertibles en acciones o, el cumplimiento de las obligaciones derivadas de los programas de opciones con acciones u otras asignaciones de acciones para los empleados o los miembros de los órganos de administración o supervisión del emisor o de una empresa asociada*” (artículo 5.2. RAM).

Por su parte, para que no se apliquen las prohibiciones de los artículos 14 y 15 del RAM a los valores o instrumentos asociados para la estabilización de valores, también se deberán cumplir unas condiciones específicas. Será obligatorio respetar los límites adecuados en cuanto al precio y, la estabilización se realizará durante un período de tiempo limitado. Asimismo, se tendrá que haber hecho pública la información relevante y notificado a la autoridad competente.

En último lugar, es importante mencionar la relevancia que tiene el Reglamento Delegado (UE) 2016/1052, por el que se completa el RAM 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 estabilización¹⁰⁵.

3.9. Eliminación de la obligación de tener un Reglamento Interno de Conducta

Mención especial merece la modificación relativa a la eliminación del deber de los emisores de contar con un RIC¹⁰⁶. Antes de los cambios producidos como consecuencia de la armonización normativa, los emisores debían elaborar y remitir a la CNMV dicho reglamento con el objetivo de erradicar las prácticas de abuso de mercado.

No obstante, aunque ya no exista la obligación de contar con un código o reglamento interno, la CNMV no ha dudado en aclarar que considera una buena práctica que se sigan manteniendo estas normas internas. Así, se propiciará la adopción de medidas y

¹⁰⁵ Reglamento Delegado (UE) 2016/1052 de la Comisión, de 8 de marzo de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n° 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. Diario Oficial de la Unión Europea, 30 de junio de 2016, núm. 173.

¹⁰⁶ PLA, L., *op. cit.*, p. 1.

procedimientos orientados a fomentar un mejor cumplimiento, también por parte de su personal y administradores, de las obligaciones y prohibiciones legales en materia de abuso de mercado.

Disponer de este abanico de normas y procedimientos, aplicándolos de manera efectiva, reduce considerablemente el riesgo de posibles incumplimientos. Por ello, la CNMV se ha encargado de mencionar una serie de posibles normas internas, medidas o procedimientos a los que los emisores pueden prestar atención¹⁰⁷. Estas medidas se asemejan mucho a las ya comentadas anteriormente, pues podemos encontrar la recomendación de disponer de actuaciones de respuesta ante la quiebra de confidencialidad de una información determinada cuya difusión haya sido retrasada, o el establecimiento de puntos de contacto en la propia entidad dirigidos a recibir consultas y demás comunicaciones en contra del abuso de mercado.

Además, para poder comprobar de primera mano cual es la situación actual en España, hemos buscado diferentes Reglamentos Internos de Conducta de sociedades cotizadas españolas que los tuvieran disponibles en su página web. Más en concreto, hemos prestado atención a lo dispuesto en los Reglamentos de Inditex¹⁰⁸, Banco Santander¹⁰⁹, BBVA¹¹⁰, Telefónica¹¹¹ e Iberdrola¹¹².

En primer lugar, todos presentaban la característica común de haber sido adaptados a las disposiciones del RAM. Asimismo, el mero hecho de que estén disponibles en su página web hace pensar que han seguido las indicaciones de la CNMV y, sin ser ya de exigencia obligatoria su existencia, todas ellas continúan aplicando estas normas internas en su organización por medio de un RIC.

En cuanto a su contenido, todos los Reglamentos se aseguran de delimitar de forma clara y concisa cual es el ámbito objetivo y subjetivo de aplicación del mismo. Igualmente, han optado por la creación de una Unidad de Cumplimiento o Comité de Cumplimiento

¹⁰⁷ CNMV, (2019), *op. cit.*, p. 4.

¹⁰⁸ Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores de Inditex, S.A., 2016.

¹⁰⁹ Código de Conducta en los Mercados de Valores del Banco Santander, S.A., 2017

¹¹⁰ BBVA S.A., *op. cit.*, p. 1.

¹¹¹ Reglamento Interno de Conducta en materias relativas a los Mercados de Valores de Telefónica, S.A., 2016.

¹¹² Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores de Iberdrola, S.A., 2020.

Normativo. Esta, ejerciendo su labor bajo el principio de independencia con respecto a aquellas áreas sobre las que gire su actividad, se encarga de supervisar y controlar dentro de la organización el cumplimiento de todas las normas contenidas en el RIC. Además, se encargará de desarrollar y promover los procedimientos y normas necesarios para mejorar la aplicación de estas normas de conducta.

Dentro del apartado específico del tratamiento de la información privilegiada, se puede encontrar en ellos toda la información relativa al concepto, obligaciones, prohibiciones y demás aspectos que las personas afectadas deben tener en cuenta, siempre siguiendo la tónica marcada por la normativa europea. Sin embargo, cada entidad aprovecha también para añadir determinados aspectos que considera de especial interés o que pueden ser de utilidad para sus empleados.

Por ejemplo, Inditex¹¹³ no duda en resaltar que la actuación del Grupo y de todas aquellas personas que puedan tener acceso a información privilegiada deberá velar por el cumplimiento de la normativa, perseguir la máxima transparencia, colaborar cuando sea necesario y mantener siempre la máxima confidencialidad posible. Del mismo modo, añade unas pautas para poder identificar el carácter privilegiado de una información en cuestión. Entre otros criterios, destaca la magnitud relativa que tiene el hecho, decisión o conjuntos de circunstancias en la actividad de la Sociedad. Igualmente, si Inditex hubiera considerado en el pasado como privilegiada un tipo de información semejante o lo hubieran hecho otros emisores del mismo sector, esta se debería calificar como tal.

El Banco Santander¹¹⁴ recomienda que las personas sujetas por este código eviten realizar comentarios respecto de la información privilegiada, intentando que no se revele de forma directa o indirecta su existencia o contenido. En el caso del BBVA¹¹⁵, añaden con carácter meramente enunciativo y no limitativo, diferentes tipos de información sobre los que suele versar la información privilegiada. Entre estos, encontramos los resultados de una sociedad, las alteraciones extraordinarias de dichos resultados, operaciones relacionadas con ampliaciones de capital o adquisiciones y fusiones significativas.

¹¹³ Inditex, S.A., *op. cit.*, p. 16.

¹¹⁴ Banco Santander, S.A., *op. cit.*, p. 6.

¹¹⁵ BBVA, S.A., *op. cit.*, p. 11.

Por su parte, Telefónica¹¹⁶ establece un deber general de actuación por medio del cual las personas afectadas actuarán conforme a lo previsto en el RIC. Estas personas comunicarán a la Unidad de Cumplimiento la existencia de indicios de utilización abusiva o desleal de la información privilegiada. Además, también preguntarán a esta Unidad cualquier duda que pueda surgir en el ejercicio normal de sus funciones.

Finalmente, se puede comprobar como Iberdrola¹¹⁷ ha prestado especial atención a las recomendaciones de la CNMV en lo que respecta al contenido de su RIC. En este sentido, la compañía ha incluido un artículo dedicado exclusivamente al tratamiento de los documentos confidenciales. Se establece que las personas que dispongan de ellos deberán actuar con diligencia en su uso, siendo responsables de su custodia y conservación. Además, siguiendo la línea interpuesta por la CNMV, se exige que estén marcados con la palabra “confidencial” y que se indique que su utilización está restringida.

3.10. Las infracciones y sanciones administrativas relativas a la información privilegiada

Con el fin de acabar con las disparidades entre los distintos ordenamientos jurídicos, el RAM introduce importantes novedades en el régimen sancionador aplicable a los abusos de mercado¹¹⁸. Entre estas novedades, el artículo 30 RAM introduce la restitución de los beneficios obtenidos o de las pérdidas evitadas gracias a la infracción en caso de que puedan determinarse. Además, también se establecen una serie de sanciones pecuniarias que pueden variar en función de las infracciones cometidas.

El legislador español se encargó de adaptar los tipos de infracción del TRLMV a los incumplimientos de obligaciones y prohibiciones decretados en el RAM. Estos incumplimientos se han categorizado como infracciones graves o muy graves y se acompañan de sus respectivas sanciones. A continuación, y tomando como punto de referencia el nuevo artículo 282 TRLMV, se expondrán aquellas infracciones muy graves que merecen especial atención.

¹¹⁶ Telefónica, S.A., *op. cit.*, p. 5.

¹¹⁷ Iberdrola, S.A., *op. cit.*, p. 10.

¹¹⁸ BERMÚDEZ MADRIGAL, J., “Nuevo marco legal en materia de abuso de mercado”, *Revista Lex Mercatoria*, núm. 3, 2016, p. 17.

En primer lugar, son infracciones muy graves realizar o intentar realizar operaciones con información privilegiada, recomendar o inducir a un tercero para que las realice, o comunicar ilícitamente información privilegiada, cuando concorra alguna de las siguientes circunstancias:

- *“El importe de los fondos utilizados o el volumen o el valor de los instrumentos empleados en la comisión de la infracción es considerado relevante.*
- *El beneficio real o potencial o la pérdida evitada es relevante,*
- *El infractor ha tenido acceso a la información privilegiada por su condición de miembro de los órganos de administración, dirección o control, por el ejercicio de su profesión, trabajo o funciones o porque figura o debería haber figurado en una lista de iniciados”.*

No obstante, en el caso de que no se cumpla ninguno de estos tres requisitos exigidos de manera específica por el TRLMV, nos encontraríamos ante una infracción que se calificaría como grave a tenor de lo establecido en el artículo 295 TRLMV. Es decir, si por ejemplo se realiza una operación con información privilegiada pero el beneficio real no fuera relevante, se trataría de una infracción grave¹¹⁹.

Asimismo, se considera infracción grave el incumplimiento de la obligación de elaborar listas de iniciados. En este sentido, igualmente estará castigado la llevanza de estas listas con vicios o defectos esenciales que impidan conocer la identidad de las personas con acceso a información privilegiada o la fecha y hora exacta del acceso.

Se castiga también en el artículo 282 TRLMV la infracción del deber de notificación de las PRDs y sus personas estrechamente vinculadas cuando exista un interés de ocultación o negligencia grave. Para valorar este incumplimiento, se atenderá el grado de relevancia que ostenta la comunicación no realizada y la demora en que se hubiera incurrido.

De igual modo, entre las infracciones calificadas como muy graves se incluye la falta de difusión de información privilegiada cuando se haya puesto en grave riesgo la

¹¹⁹ REDONET, J., NÚÑEZ, G., y VENTOSO, A., *op. cit.*, p. 6.

transparencia e integridad del mercado¹²⁰. Para valorar este hecho, se deberá atender a las circunstancias específicas de cada contravención.

Si por el contrario prestamos atención a lo establecido en el artículo 295 TRLMV, podemos mencionar también distintas infracciones que a diferencia de las anteriores, se catalogan como graves. Una de ellas es la falta de publicación en la página web de la información privilegiada. Otra es el incumplimiento de la obligación de comunicar a la CNMV aquellas órdenes u operaciones que sean sospechosas de infringir la nueva normativa de abuso de mercado. Además, el incumplimiento de la prohibición de las PRDs de operar en períodos cerrados también se considerará como infracción grave.

Todas estas infracciones irán acompañadas de sus respectivas sanciones. El nuevo artículo 302 TRLMV es el encargado de establecerlas para todos aquellos actos calificados como muy graves. Se debe conocer que el incumplimiento de estas obligaciones conllevará una multa, que en el caso de que el infractor sea una persona jurídica, oscilará entre los 2 y los 30 millones de euros o, entre el 30% y el 4% del volumen de negocios anual total según lo dispuesto en las últimas cuentas anuales disponibles (artículo 302.17.a) TRLMV). En cambio, si se trata de una persona física, las cantidades variarán entre el millón y los 10 millones de euros (artículo 302.17.b) TRLMV).

Por su parte, las sanciones por infracciones graves se encuentran recogidas en el artículo 303 TRLMV. Este sitúa las multas para las personas jurídicas entre 1 y 15 millones de euros, o el 15% del volumen de negocios anual total a tenor de lo establecido en las últimas cuentas anuales. Para las personas físicas, las cantidades se moverán entre los 500 mil y los 5 millones de euros.

Finalmente, destacan también otros castigos nuevos que imponen la restitución de los beneficios obtenidos o de las pérdidas evitadas en caso de que puedan determinarse, o la amonestación pública en el BOE que indicará la persona responsable y el carácter de la infracción. Especial atención deberán prestar los responsables cuando el infractor sea una persona jurídica y estos ejerzan cargos de administración o dirección ella, pues podrán

¹²⁰ REDONET, J., NÚÑEZ, G., y VENTOSO, A., *ibid.*, p. 6.

ser sancionados mediante la inhabilitación permanente para ejercer cargos de administración o dirección en caso de infracción reiterada¹²¹.

¹²¹ GARCÍA PEDROVIEJO, J., *op. cit.*, p. 2.

4. TRATAMIENTO PENAL DEL USO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

El uso de la información privilegiada constituye una figura delictiva relativamente reciente en el sistema punitivo español, diferenciándose de otros países europeos que llevan estableciendo sanciones penales para este tipo de prácticas desde tiempos más remotos.

En este sentido, en España la represión administrativa del *insider trading*¹²² existe desde la aprobación de la Ley del Mercado de Valores en 1988; mientras que el castigo penal de semejante conducta no se aprobó hasta la promulgación del Código Penal de 1995¹²³. En este Código, el artículo 285 castigaba el uso de alguna información relevante en el que se obtuviera para sí o para un tercero un beneficio económico superior a setenta y cinco millones de pesetas o se causara un perjuicio de idéntica cantidad.

Además, el artículo 286 establecía un subtipo agravado cuando concurriera alguna de las circunstancias siguientes:

- 1- *“Que los sujetos se dedicaran de forma habitual a tales prácticas abusivas.*
- 2- *Que el beneficio obtenido fuera de notoria importancia. O,*
- 3- *Que se causara grave daño a los intereses generales”.*

Años después, se modificó el Código Penal por medio de la Ley Orgánica 15/2003¹²⁴. Esta reforma implicó que tanto el tipo básico como el subtipo agravado mencionados se fusionaran en el artículo 285.1 y 285.2 respectivamente. Estos cambios no implicaron ninguna alteración de la estructura del tipo penal, salvo en la cuantía del beneficio-perjuicio que pasó de los 75 millones de pesetas a los 600 mil euros.

¹²² Este concepto se podría definir como la negociación en el mercado de valores haciendo un uso indebido de la información con que cuentan personas por su posición de exclusiva. Para que un mercado se pueda calificar como íntegro, todos sus operadores (inversores y ahorradores) deben situarse en condiciones equivalentes que impidan que un grupo reducido de personas pueda contar con mayor información que los demás.

¹²³ No obstante, debe resaltarse que la LO 9/1991, de 22 de marzo, ya castigaba la utilización de información privilegiada, pero de forma limitada al ámbito de la función pública.

¹²⁴ Ley Orgánica 15/2003, de 25 de noviembre, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal. Boletín Oficial del Estado, 26 de noviembre de 2003, núm. 283.

En toda esta regulación penal, las primeras directivas de la Unión Europea sobre abuso de mercado apenas tuvieron relevancia. La Directiva 89/592/CEE no estableció sanciones concretas, sino que simplemente reconocía la facultad de los Estados Miembros para imponerlas. Por su parte, la DAM dispuso que, sin perjuicio del derecho a imponer sanciones penales, los Estados Miembros garantizarían la toma de medidas administrativas apropiadas.

No obstante, esta situación cambió con la promulgación de la Directiva 2014/57/UE, ya que, a diferencia de la DAM, esta sí tiene una finalidad fundamentalmente sancionadora. El cambio principal se encuentra en que abandona el terreno genérico de la prohibición de conductas “*sin perjuicio del derecho de los Estados a imponer sanciones penales*”, e introduce el deber de establecer sanciones penales obligatorias al menos en los casos graves y cuando se hayan cometido intencionalmente¹²⁵.

Esta directiva fue transpuesta al ordenamiento español por medio de la Ley Orgánica 1/2019¹²⁶, por la que se modifica el Código Penal. Su transposición se caracterizó por ser de carácter urgente, ya que la Comisión Europea había iniciado un procedimiento formal de infracción contra España en el año 2016, cuya conclusión era inminente¹²⁷.

La reforma del Código Penal recoge tres tipos penales para los casos más graves cometidos intencionalmente: las operaciones con información privilegiada (artículo 285 CP), la comunicación ilícita de la misma (artículo 285 *bis*) y la manipulación del mercado (artículo 284 CP).

En el caso de las operaciones con información privilegiada, el artículo 285 CP requiere la existencia de un acceso reservado a esa información y, que concurra alguna de las circunstancias expuestas en el mismo. Estas circunstancias varían entre la obtención de un beneficio superior a 500 mil euros (o causar un perjuicio de idéntica cantidad), la

¹²⁵ BERMÚDEZ MADRIGAL, J., *op. cit.*, p. 18.

¹²⁶ Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal. Boletín Oficial del Estado, 21 de febrero de 2019, núm. 45.

¹²⁷ PALÁ LAGUNA, R., “La reciente reforma del Código Penal en materia de abuso de mercado”, 2019 (disponible en <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2019/03/La-reciente-reforma-del-Código-Penal-en-materia-de-abuso-de-mercado.pdf>; última consulta 23/04/2020).

creación de un grave impacto en la integridad del mercado o que el valor de los instrumentos financieros empleados fuera superior a dos millones de euros.

Según el 285.4. CP, se entiende que tienen acceso reservado a la información privilegiada *“los miembros de los órganos de administración, gestión o supervisión del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión, quien participe en el capital del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión, quien la conozca con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o en el desempeño de sus funciones, y quien la obtenga a través de una actividad delictiva”*.

Además, el Código Penal endurece las penas de cárcel derivadas de la comisión de este delito. Mientras que en la versión anterior a la Ley Orgánica 1/2019 las penas de prisión eran de uno a cuatro años, en la legislación actual pasan a ser de seis meses a seis años. Sin embargo, las multas e inhabilitaciones especiales se mantienen igual que en el régimen anterior.

Por su parte, el artículo 285 *bis* tipifica como un nuevo delito independiente de las operaciones con información privilegiada la revelación de la misma fuera del normal ejercicio de su trabajo, profesión o funciones. Asimismo, se requiere también la puesta en peligro de la integridad del mercado o de la confianza de los inversores. Las penas podrán ser de *“prisión de seis meses a cuatro años, multa de doce a veinticuatro meses e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de uno a tres años”*.

5. CONCLUSIONES

La reforma normativa en el tratamiento de la información privilegiada ha introducido algunas novedades significativas:

1. El RAM y las modificaciones normativas llevadas a cabo en España, en su desarrollo, aclaran y modifican, al menos en lo que a normativa española se refiere, las nociones de información privilegiada e información relevante. Además, acaba con las diferencias entre las definiciones de información privilegiada de los distintos Estados Miembros, ya que todos deben adoptar la definición establecida por el artículo 7 del RAM. En términos generales, los operadores económicos la consideran una definición eficaz para combatir el abuso de mercado, pese a las dificultades que, en ocasiones, comporta su aplicación en la práctica.
2. La información privilegiada debe hacerse pública *“tan pronto como sea posible”*, empleando los medios electrónicos habilitados por la autoridad competente. Se publicará de forma clara y completa, no discriminatoria y en todo caso gratuita. Se deberá marcar como privilegiada e incluirá la razón social del emisor.
3. Se podrá retrasar, bajo la responsabilidad del propio emisor, la difusión pública de la información privilegiada. Para ello, se deberán cumplir las siguientes tres condiciones exigidas por el artículo 17.4. RAM: que la difusión inmediata pueda perjudicar los intereses legítimos del emisor; que el retraso en la difusión no pueda inducir al público a confusión o engaño y, que el emisor esté en condiciones de garantizar la confidencialidad de la información.
4. La nueva normativa, a diferencia de la anterior, establece que los emisores deberán informar a la autoridad competente acerca del retraso en la difusión de información privilegiada *“inmediatamente después de hacer pública la información”*. Salvo requerimiento expreso de la CNMV, el desarrollo de su regulación en España no requerirá aportar justificación escrita del cumplimiento de las condiciones para poder efectuar el retraso.

5. Se mantiene la obligación de quienes actúen en nombre de los emisores o por cuenta de ellos de elaborar sus propias listas de iniciados (artículo 18.1. RAM). Pese a que este deber ya existía en lo dispuesto por la DAM, y la práctica española exigida por la CNMV era esa, la normativa española no lo había incorporado correctamente.
6. La CNMV ha dejado sin efectos los criterios de operativa discrecional de autocartera de 2013. Ahora, la forma de actuar de los emisores con acciones propias, para no infringir las normas de abuso de mercado, se realizará exclusivamente al amparo de un programa de recompra o estabilización regulado en el RAM o de un contrato de liquidez de los previstos en la Circular 1/2017 de la CNMV.
7. Con el fin de acabar con las disparidades entre los distintos ordenamientos jurídicos, el RAM introduce importantes novedades en el régimen sancionador aplicable a los abusos de mercado. Entre las diferentes sanciones, aparte de las pecuniarias, se impone la restitución de los beneficios obtenidos o de las pérdidas evitadas gracias a la infracción en caso de que puedan determinarse.
8. La armonización normativa también deriva en la eliminación del deber de los emisores de contar con un Reglamento Interno de Conducta. No obstante, la CNMV sigue considerando buena práctica que los emisores mantengan normas internas relativas a la conducta en los mercados de valores.
9. Se endurecen y unifican las sanciones penales, pudiendo castigarse la realización de operaciones con información privilegiada con penas de prisión de hasta seis años. Por su parte, la comunicación ilícita de la misma puede conllevar penas de cárcel de hasta cuatro años. En España, fue la Ley Orgánica 1/2019 la encargada de transponer la directiva penal relativa al abuso de mercado.

6. BIBLIOGRAFÍA Y DOCUMENTACIÓN

1. LEGISLACIÓN

Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normas relativas a las operaciones con información privilegiada. Diario Oficial de la Unión Europea, 18 de noviembre de 1989, núm. 334.

Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado). Diario Oficial de la Unión Europea, 12 de abril de 2003, núm. 96.

Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado. Diario Oficial de la Unión Europea, 24 de diciembre de 2003, núm. 339.

Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado. Diario Oficial de la Unión Europea, 31 de diciembre de 2004, núm. 390.

Directiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE. Diario Oficial de la Unión Europea, 6 de noviembre de 2013, núm. 294.

Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado. Diario Oficial de la Unión Europea, 12 de junio de 2014, núm. 173.

Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros. Diario Oficial de la Unión Europea, 12 de junio de 2014, núm. 173.

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, 29 de julio de 1988, núm. 181.

Ley Orgánica 15/2003, de 25 de noviembre, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal. Boletín Oficial del Estado, 26 de noviembre de 2003, núm. 283.

Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal. Boletín Oficial del Estado, 21 de febrero de 2019, núm. 45.

Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea. Boletín Oficial del Estado, 20 de octubre de 2007, núm. 252.

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, 24 de octubre de 2015, núm. 255.

Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera. Boletín Oficial del Estado, 24 de noviembre de 2018, núm. 284.

Real Decreto-ley 9/2017, de 26 de mayo, por el que se transponen directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero, mercantil y sanitario, y sobre el desplazamiento de trabajadores. Boletín Oficial del Estado, 27 de mayo de 2017, núm. 126.

Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre el abuso de mercado). Diario Oficial de la Unión Europea, 12 de junio de 2014, núm. 173.

Reglamento (UE) nº 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros. Diario Oficial de la Unión Europea, 12 de junio de 2014, núm. 173.

Reglamento Delegado 2015/761 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2014, por el que se completa la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a determinadas técnicas de regulación sobre participaciones importantes. Diario Oficial de la Unión Europea, 13 de mayo de 2015, núm. 120.

Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento y del Consejo. Diario Oficial de la Unión Europea, de 5 de abril de 2014, núm. 88.

Reglamento Delegado (UE) 2016/1052 de la Comisión, de 8 de marzo de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 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. Diario Oficial de la Unión Europea, 30 de junio de 2016, núm. 173.

Reglamento de Ejecución (UE) 2016/347 de la Comisión, de 10 de marzo de 2016, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al formato específico de las listas de iniciados y a la actualización de esas listas. Diario Oficial de la Unión Europea, 11 de marzo de 2016, núm. 65.

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. Diario Oficial de la Unión Europea, 30 de junio de 2016, núm. 173.

2. OBRAS DOCTRINALES

ARPIO SANTACRUZ, J., “Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado)” *Crónica de legislación Mercantil*, núm. 2, 2014, pp. 184-188.

ARROYO, A.M. y VAQUERO, E., “La ética en el uso de la información privilegiada. Universidad Pontificia Comillas”, *Revista Cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 65, 2004, pp. 225-250.

BAENA TOVAR, N., “La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos”, *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, núm. 1.2002, 2002, pp. 1-54.

BERMÚDEZ MADRIGAL, J., “Nuevo marco legal en materia de abuso de mercado”, *Revista Lex Mercatoria*, núm. 3, 2016, pp. 13-19.

BUENAVENTURA, R., “Comunicación de información privilegiada y otra información relevante”, *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, 16 de enero de 2020, pp. 2-27.

ENTRENA RUIZ, D. B., *El empleo de la información privilegiada en el mercado de valores. Un estudio de su régimen sancionador*, Thomson Civitas, Madrid, 2006.

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

ESTEBAN DE LA ROSA, G., *Operaciones con información privilegiada y mercado de valores. Régimen en derecho internacional privado europeo*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2020.

GARCÍA PEDROVIEJO, J., “Nuevo Marco Jurídico en materia de abuso de mercado”, *Actualidad Jurídica*, núm. 38, 2014, pp. 140-142.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La decisión de los emisores de retrasar la difusión de información privilegiada”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 21, 2017, pp. 1-30.

HERNÁNDEZ SÁINZ, E., *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Aranzadi, España, 2007.

JUAN MATEU, F., “La difusión pública de información privilegiada en los mercados de valores”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 304, 2017, pp. 1-57.

JUAN MATEU, F., “Las listas de iniciados”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 153, 2019, pp. 107-131.

JUAN MATEU, F., “Los rumores en el derecho del mercado de valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 135, 2014, pp. 127-163.

MADRAZO, R., “Información no pública en las sociedades cotizadas españolas. Tipología y tratamiento en los reglamentos internos de conducta”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 2, 2008, p. 271-280.

MONROY ANTÓN, A., “El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 98, 2005,

REDONET, J., NUÑEZ, G. y VENTOSO, A., “Novedades en materia de abuso de mercado introducidas por el Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre”, *Actualidad jurídica*, 2019, pp. 1-9.

SÁNCHEZ CALERO, J., “Notificación de participaciones significativas: Reglamento Delegado”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 138, 2015, pp. 1-2.

TAPIA HERMIDA, A., “El concepto de utilización de información privilegiada”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 120, 2010, pp. 65-139.

TAPIA HERMIDA, A. J., “La nueva arquitectura del Derecho Comunitario del Mercado de Valores. Comentario urgente a los Reglamentos y Directivas sobre el mercado de instrumentos financieros y el abuso de mercado”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, núm. 14, 2014, pp. 1-35.

VALENZUELA GARACH, F. y PEINADO GRACIA, J. I., “La utilización abusiva de informaciones confidenciales y privilegiadas en los mercados de valores. Especial consideración de las disciplinas CEE y española”, *Noticias de la Unión Europea*, núm. 81, 1991, pp. 11-47.

ZUNZUNEGUI, F., “¿Qué es el insider trading?”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, 2006, pp. 1-2.

ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del mercado financiero*, 3ª ed., Marcial Pons, Madrid, 2005.

3. RECURSOS DE INTERNET

A) RECURSOS DOCTRINALES

PALÁ LAGUNA, R., “La reciente reforma del Código Penal en materia de abuso de mercado”, 2019 (disponible en <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2019/03/La-reciente-reforma-del-Código-Penal-en-materia-de-abuso-de-mercado.pdf>; última consulta 23/04/2020).

PLA, L., “El nuevo régimen jurídico del abuso de mercado” *Almacén de Derecho*, 2019 (disponible en <https://derechomercantilesana.blogspot.com/2019/01/el-nuevo-regimen-juridico-del-abuso-de.html>; última consulta 19/04/2020).

TAPIA HERMIDA, A. J., “Impacto del Real Decreto-ley 19/2018 en el mercado de valores”, *El Blog de Alberto J. Tapia Hermida*, 2018 (disponible en <http://ajtapia.com/2018/12/impacto-del-real-decreto-ley-19-2018-en-el-mercado-de-valores/>; última consulta 15/04/2020).

B) OTROS RECURSOS

ADVISORY COMMITTEE OF THE CNMV., “Consultation paper”, *MAR review report*, 2019 (disponible en <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-mar-review>; última consulta 15/04/2020).

CNMV., “Comunicado de la CNMV dejando sin efecto los criterios sobre operativa discrecional de autocartera de 2013”, 2020 (disponible en <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7B950be666-8038-49ad-a978-644a1d70f30d%7D>; última consulta 21/04/2020).

CNMV., “Comunicado dirigido a los emisores de valores cotizados en el nuevo marco normativo europeo de abuso de mercado”, 2019 (disponible en https://www.cnmv.es/loultimo/ISMAR_ok.pdf; última consulta 19/04/2020).

CNMV., “Guía de actuación para la transmisión de información privilegiada a terceros”, 2009 (disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/Infaterceros.pdf; última consulta 19/04/2020).

CNMV., “La CNMV mejora la búsqueda de los hechos relevantes y crea la gestión de suscripciones a través de su página web”, 2019 (disponible en <https://www.cnmv.es/loultimo/Hechos%20relevantes.pdf>; última consulta 19/04/2020).

ESMA., “Consultation Paper.”, *MAR review report*, núm. ESMA70-156-1459, 2019 (disponible en <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-mar-review>; última consulta 14/04/2020).

ESMA., “Draft technical standards”, *Final Report*, núm. ESMA/2015/1455, 2015 (disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf; última consulta 15/04/2020).

ESMA., “Retraso en la difusión de información privilegiada”, *Directrices relativas al RAM*, núm. ESMA/2016/1478, 2016 (disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1478_es.pdf; última consulta 17/04/2020).

THE INVESTMENT ASSOCIATION., “Consultation paper”, *MAR review report*, 2019 (disponible en <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-mar-review>; última consulta 15/04/2020).

7. ANEXO

Código de Conducta en los Mercados de Valores del Banco Santander, S.A., 2017.

Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores de Iberdrola, S.A., 2020.

Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores de Inditex, S.A., 2016.

Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores de Telefónica, S.A. 2017.

Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores del BBVA, S.A., 2017.