



UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS, ICADE

EL ABUSO DE MERCADO Y LA AUTOCARTERA

Autor: Rafael Arimondi Martín.

Tutor: Ignacio Ramos Villar.

Madrid

Abril 2014

RESUMEN

El objeto de este trabajo es dar una visión sobre el problema de la autocartera en el ámbito del derecho de sociedades. El trabajo tratará de establecer una relación entre los negocios sobre las propias acciones de una sociedad con el problema del abuso de mercado, específicamente con la manipulación de las cotizaciones. Finalmente, se tratará de analizar los problemas que entraña esta relación y las posibles soluciones que se dan al respecto, así como intentaremos dar posibles alternativas para mejorar nuestra regulación.

Palabras Clave: Autocartera y Abuso de Mercado.

ABSTRACT

The aim of this work is to give a view over the problem related with the treasure stock at the company law regulation. The work tries to connect the business the companies could do with their own shares with the problem of the market abuse, specifically the stock exchange manipulation. Finally, the analysis of these problems and the possible solutions, focused on alternatives we can give to improve our regulation.

Key Words: Treasure Stock and Market Abuse.

ÍNDICE

ABREVIATURAS.....	5
INTRODUCCIÓN.....	6
1. LA AUTOCARTERA.....	8
1.1. Consideraciones generales.....	8
1.2. La suscripción de acciones propias.....	10
<i>1.2.1. Adquisición originaria.....</i>	<i>10</i>
<i>1.2.2. Adquisición derivativa.....</i>	<i>11</i>
1.3. Consecuencias de la infracción y régimen sancionador.....	12
2. El Abuso de Mercado.....	16
2.1. Nociones generales.....	16
2.2. Abuso de información.....	18
<i>2.2.1. Noción de información privilegiada.....</i>	<i>18</i>
<i>2.2.2. Abuso de información privilegiada.....</i>	<i>19</i>
2.3. Manipulación del mercado.....	21
2.4. Régimen sancionador.....	24
3. El abuso de mercado mediante la autocartera.....	26
3.1. La incidencia de la autocartera sobre la formación del valor de mercado de las acciones.....	28
3.1.1. Fines del agiotaje.....	30
3.1.1.1. La especulación de los administradores con las acciones.....	30
3.1.1.2. El sostenimiento de las acciones.....	32
3.1.2. Los efectos del agiotaje.....	33
3.1.3. Prevención del agiotaje.....	34
3.1.3.1. Regulación.....	35
3.1.3.1.1. El papel de la CNMV.....	37
3.1.3.1.2. Régimen sancionador.....	41
4. CONCLUSIONES.....	45
BIBLIOGRAFÍA.....	48

ABREVIATURAS

CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
ICAM	Iniciativa contra el Abuso de Mercado
LMV	Ley del Mercado de Valores
LSC	Ley de Sociedades de Capital
RD	Real Decreto
SAN	Sentencia de la Audiencia Nacional
STS	Sentencia del Tribunal Supremo

INTRODUCCIÓN

La sociedad anónima continua siendo en la actualidad un campo de investigación muy atractivo para los juristas, en este sentido, la adquisición y tenencia de las propias acciones por la sociedad y su utilización para diversos fines ha sido un tema de especial interés en los últimos años, constituye una asignatura todavía pendiente el establecer una regulación clara y específica que palie todo los problemas que esta adquisición y tenencia puede conllevar.

El presente trabajo trata de identificar los problemas que las operaciones sobre las propias acciones de una sociedad pueden provocar en el mercado, más concretamente vamos a relacionar la autocartera con los problemas de manipulación de mercado que se pueden dar a través de la utilización de la misma.

El presente trabajo está estructurado en tres bloques, el primer bloque tratará sobre la autocartera y su régimen, adentrándonos en la cuestión de cómo es posible la utilización de esta autocartera con fines fraudulentos. El segundo bloque tratará sobre el régimen del abuso de mercado, donde trataremos de introducir esta figura con las consecuencias que conlleva. En tercer lugar, la unión de ambos conceptos, concretada en el fenómeno de la manipulación de mercado, más concretamente la manipulación de las cotizaciones a través de la operativa de autocartera. En este último bloque, el más relevante de este trabajo, se tratará de identificar como puede incidir la utilización de la autocartera en la formación del precio de las acciones en el mercado de valores.

En este trabajo, además de identificar el problema que comporta la autocartera en cuanto a manipulación de cotizaciones se refiere, se ha tratado de identificar en que supuestos se suele dar esta práctica por la sociedad emisora. Además, se ha pretendido recoger como el Ordenamiento Jurídico a través de diversos instrumentos, donde el organismo supervisor del mercado de valores (CNMV) ha realizado un papel relevante, pretende paliar esta práctica. Se analizará la forma en que se intenta evitar el problema además de proponer otras alternativas a tener en cuenta.

La actualidad del tema se debe fundamentalmente a que en los últimos tiempos, y más en periodos de crisis económica como en el que nos encontramos, se ha dado la práctica en numerosas ocasiones de, mediante una política de especulación con las propias acciones, conseguir dar una imagen de la sociedad al público que en realidad no tiene, manteniendo el precio de cotización de las acciones de la sociedad estables y evitando el descrédito de la entidad ante terceros.

1. LA AUTOCARTERA.

1.1. Consideraciones generales.

La denominada autocartera, es el número de acciones propias que posee una empresa. La autocartera y su régimen jurídico se encuentran regulados en la Ley de Sociedades de Capital, en su capítulo IV, de los negocios sobre las propias participaciones y acciones, desde el artículo 134 al 148¹.

El origen de ésta, en mi opinión, exhaustiva regulación se encuentra en la desconfianza que suscita para el ordenamiento jurídico que una empresa pueda adquirir sus propias acciones, y en definitiva se convierta en accionista de ella misma. Desconfianza, que no en vano se ha dado por los numerosos problemas que puede provocar. Desde un punto de vista patrimonial, esta adquisición de acciones propias puede implicar una restitución de aportaciones a los socios y una liquidación encubierta del patrimonio social, que afectaría gravemente a la función de cobertura y de garantía que corresponde al capital social, atentando contra el principio de integridad del capital. Desde una perspectiva corporativa, esta adquisición de acciones propias podría amparar conductas de los administradores abusivas o irregulares, con la intención de interferir en las reglas de formación de la voluntad social (v. gr., reduciendo el número de acciones en circulación para incrementar la importancia relativa de la participación del socio de control, sirviéndose de dichas acciones en las Juntas) y afectar negativamente a la paridad de trato de los accionistas (v.gr., adquiriendo las acciones a unos socios y no a otros)². De otro modo, y como principal objeto de este trabajo, el problema de la utilización de esa autocartera en prácticas de abuso de mercado, prácticas que examinaremos en profundidad más adelante, aunque a modo de mención, hablaremos de los principales problemas que conlleva en cuanto a la manipulación o falseamiento de las cotizaciones. Problemas que han sido abordados, y que examinaremos con detalle más adelante, por la Ley del Mercado de Valores, el RD 1333/2005, de 11 de noviembre, sobre “abuso de mercado” y por medio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Sin embargo, no solo debemos mencionar las consecuencias negativas o los inconvenientes de las operaciones de autocartera, ya que la autocartera existe y se utiliza

¹ URÍA, R., *Curso de Derecho Mercantil I*, en A.A.V.V., Tomo I, Segunda edición, Civitas, Pamplona, 2006, p. 897.

² VEIGA, A., “La acción y la participación social”, en IBAÑEZ, J. (Coord.), *Fundamentos de derecho empresarial. Derecho de Sociedades*, Tomo II, Segunda Edición, Civitas, Pamplona, 2013, p. 148.

también por la sociedad para múltiples finalidades, que pueden traer considerables ventajas. De hecho, la utilidad que puede reportar a la sociedad los negocios sobre sus propias acciones, pueden llevar a clasificar la autocartera como un instrumento de gestión societaria de primer orden, donde se consiguen numerosas finalidades, tanto en el aspecto corporativo-interno de la sociedad, como en el económico patrimonial. Este hecho se manifiesta en la tendencia legislativa de la autocartera, ya que se ha tomado conciencia de que las ventajas de los negocios sobre las propias acciones superan claramente los inconvenientes, y como consecuencia, manteniendo un control adecuado (el mantenimiento del principio general prohibitivo es clara muestra de ello), se ha optado por una legislación mucho más permisiva.

Existen numerosas finalidades lícitas en cuanto a operaciones de autocartera, que reportan numerosas ventajas a la sociedad, sin ánimo de ser exhaustivo, podríamos citar la utilidad que tiene como medio para facilitar la ejecución de determinadas operaciones societarias, como podría ser una reducción del capital social o como medio para facilitar operaciones de liquidación de la sociedad. De otra forma, la autocartera también puede ser utilizada como factor de estabilidad social, de esta forma podríamos citar la política retributiva de acciones propias a empleados de la sociedad, esta operación que ha ganado mucha difusión en los últimos tiempos consiste simplemente en la adquisición de acciones propias, o la utilización de acciones propias que ya se poseían para su entrega a los trabajadores, de una manera gratuita u onerosa. Estas finalidades lícitas conocidas como *safe harbours*, serán desarrolladas más en profundidad en el tercer capítulo, en lo relacionado con aquellas conductas que siendo negocios sobre las propias acciones, no constituirían un abuso.

En el ámbito de evitación de las anteriormente citadas prácticas abusivas en materia de autocartera, la regulación se dirige de forma natural, a las sociedades emisoras de dichas acciones. Sin embargo, con el objeto de garantizar la plena efectividad del régimen y de evitar una elusión del mismo, la regulación se extiende además en un doble sentido.

Por un lado, los negocios de una sociedad sobre sus propias acciones son equiparados con los negocios que pueda efectuar una sociedad filial sobre las acciones de la sociedad matriz o dominante. De lo contrario, se daría una fácil elusión de la normativa legal, realizando la empresa operaciones que no le son permitida a través de sus filiales y que

en definitiva, entrañarían los mismos riesgos que las efectuadas por la propia sociedad emisora³.

De otro lado, se podría dar la elusión de la normativa en materia de autocartera por medio de la utilización por la propia empresa de una “persona interpuesta”, que actuara por cuenta de la compañía pero bajo su propio nombre, de tal forma que en este caso la sociedad es la que estaría asumiendo las consecuencias económicas de la operación. En estos casos, cuando se trate de negocios prohibidos, los acuerdos entre la sociedad y la persona que actúe por cuenta de ella se reputan nulos, al margen de entenderse que dichos acuerdos no producirán efecto alguno sobre la sociedad; y cuando se trate de negocios permitidos, quedan plenamente sometidos a las disposiciones que regulan los negocios sobre las propias acciones aunque se hayan realizado formalmente mediante la persona interpuesta.

1.2. La suscripción de acciones propias.

En este punto, nos centraremos en el régimen aplicable a la sociedad anónima y más en concreto a la sociedad anónima cotizada, la cual es objeto principal de este trabajo de investigación. Se trata por tanto de la adquisición por la sociedad de sus propias acciones, y podemos distinguir dos momentos en los que se puede dar este hecho, con regulación diversa para cada uno de ellos. El primero de ellos estaría relacionado con el momento de constitución de la sociedad (adquisición originaria) y el segundo, una vez se ha constituido la misma (adquisición derivativa).

1.2.1. Adquisición originaria.

Debemos partir de la prohibición general que se nos enuncia en el artículo 134 LSC donde “en ningún caso las sociedades de capital podrán asumir o suscribir sus propias participaciones o acciones ni las creadas o emitidas por su sociedad dominante”. Con esta regla se trata de garantizar la efectividad del capital social.

Sin embargo, en contraposición con lo dispuesto para las sociedades limitadas, donde se reputa la autosuscripción como nula de pleno derecho, en las sociedades anónimas, las acciones suscritas infringiendo la prohibición serán propiedad de la sociedad anónima suscriptora, que estará obligada a enajenarlas en el plazo máximo de un año a contar

³ URÍA, R., *op. cit.*, p. 898.

desde la fecha de la primera adquisición o, de forma subsidiaria, a amortizarlas, con la consiguiente reducción del capital.

De otra forma, la ley, para garantizar el principio de integridad del capital social, obliga a que el desembolso para la adquisición de las propias acciones provenga solidariamente de los socios fundadores o promotores y, en caso de aumento de capital social, de los administradores de la sociedad⁴.

1.2.2. Adquisición derivativa.

En cuanto a este régimen, existe por un lado una serie de supuestos de libre adquisición de acciones propias por parte de la sociedad anónima, y por otro lado una adquisición de propias acciones sujeta a determinadas condiciones. La LSC nos enuncia ambos supuestos en los artículos 144 y 146 respectivamente.

En el primero de los supuestos enunciados, la sociedad anónima podrá adquirir sus propias acciones, o las participaciones o acciones de su sociedad dominante primero, cuando las acciones propias se adquieran en ejecución de un acuerdo de reducción del capital adoptado por la junta general de la sociedad; segundo, cuando las participaciones o acciones formen parte de un patrimonio adquirido a título universal; tercero, cuando las participaciones o las acciones que estén íntegramente liberadas sean adquiridas a título gratuito y cuarto, cuando las participaciones o las acciones íntegramente liberadas se adquieran como consecuencia de una adjudicación judicial para satisfacer un crédito de la sociedad frente a su titular.

En el segundo y tercer supuesto enunciados en el párrafo anterior, existe una obligación de enajenar dichas acciones en el plazo máximo de tres años a contar desde la fecha de adquisición, salvo que previamente hubieran sido amortizadas mediante reducción de capital social o que, sumadas a las que ya posean la sociedad adquirente y sus filiales y, en su caso, la sociedad dominante y sus filiales, no excedan del veinte por ciento del capital social y, para el caso de tratarse de una sociedad cotizada, el diez por ciento del capital social⁵.

De otro lado, cabe un supuesto de adquisición derivativa condicionada de acciones propias, en este supuesto, la sociedad podrá adquirir sus propias acciones y las

⁴ *Ibid.*, p. 899.

⁵ VEIGA, A., “La acción y la participación social”, en IBAÑEZ, J. (Coord.), *op. cit.*, p. 151.

participaciones creadas o las acciones emitidas por su sociedad dominante, en aquellos supuestos en los que la Junta General hubiere autorizado mediante acuerdo condicionando las modalidades de la propia adquisición, el número de valores, el precio o contravalor tanto en su umbral mínimo como máximo si la misma es onerosa, y la duración de la autorización, que no podrá exceder de cinco años. En caso de tratarse de una adquisición de participaciones o acciones de la sociedad dominante, la autorización deberá proceder también de la Junta General de esta sociedad. Igualmente el artículo 146 LSC permite la adquisición siempre y cuando la misma comprenda las acciones que la sociedad o persona que actuase en nombre propio pero por cuenta de aquélla hubiese adquirido con anterioridad y tuviese en cartera, no produzca el efecto de que el patrimonio neto resulte inferior al importe del capital social más las reservas legal o estatutariamente indisponibles.

Se establece a su vez y para finalizar, el requisito de que el valor nominal de las acciones adquiridas directa o indirectamente, sumándose al de las que ya posean la sociedad adquirente y sus filiales, y, en su caso, la sociedad dominante y sus filiales, no podrá ser superior al veinte por ciento del capital social, en caso de sociedades cotizadas el diez por ciento.

1.3. Consecuencias de la infracción y régimen sancionador.

De la infracción de la prohibición legal de suscribir originariamente sus propias acciones, como ya mencionamos anteriormente, no comporta la nulidad de la operación para las sociedades anónimas, sino que hay una obligación de enajenar en el plazo máximo de un año o, de proceder a su amortización. Con este régimen se consideran válidas las acciones que suscriba la sociedad en contravención del régimen legal, pero se evita que la liberación de las mismas se realice con cargo al patrimonio social, al corresponder el desembolso a los administradores o socios fundadores⁶.

En el caso de la adquisición derivativa de acciones propias contraviniendo el régimen legal, la regla general, como ya mencionamos anteriormente es que las adquisiciones no son nulas, la consecuencia fundamental es la misma que se enuncia para la adquisición originaria expresada en el artículo 139 LSC, existe una obligación de enajenar las acciones indebidamente adquiridas en el plazo máximo de un año; a falta de tal enajenación, la propia sociedad (o eventualmente la autoridad judicial, a solicitud de los

⁶ URÍA, R., *op. cit.*, p. 899.

administradores o de cualquier interesado) deberá proceder a la amortización de dichas acciones y a la consiguiente reducción del capital social. Existe, sin embargo un supuesto de nulidad que se enuncia en el artículo 146.4 LSC, en el caso de que la adquisición sea de acciones propias parcialmente desembolsadas, salvo que la adquisición sea a título gratuito, y de las que lleven aparejada la obligación de realizar prestaciones accesorias, pues en este caso la simple obligación de enajenar no evitaría el resultado que la Ley quiere prevenir, que es el de evitar que a través de la compra pueda verificarse una condonación indirecta de la deuda por dividendos pasivos.

En cuanto al régimen sancionador, la LSC, dedica su artículo 157 a hablar del régimen sancionador, tipifica como infracciones el incumplimiento de las obligaciones o la vulneración de las prohibiciones establecidas en materia de negocios sobre las propias acciones. La función perseguida por el precepto es complementar y reforzar los mecanismos de protección del Derecho Privado, que prácticamente apenas tiene eficacia preventiva y normativamente carecen de ella. Los bienes jurídicos tutelados son los mismos que están en la base de la disciplina societaria de la autocartera, como son la integridad del capital social y el orden de competencias entre órganos. Las infracciones que se enuncian por la LSC, son infracciones de peligro abstracto: no se castiga la efectiva lesión del capital social o la efectiva distorsión del orden de competencias, sino las violaciones de la ley en cuanto conductas potencialmente idóneas para lograr aquellos resultado⁷.

La sanción a imponer, conforme a la LSC, es de carácter dinerario. Consiste en una multa por un importe máximo del valor nominal de las participaciones asumidas o acciones suscritas, adquiridas o aceptadas en garantía por la sociedad o adquiridas por un tercero con asistencia financiera o, en su caso, las no enajenadas o amortizadas. El incumplimiento del deber de enajenar o amortizar será considerado como infracción independiente⁸.

En cuanto a los autores o responsables de la infracción, la LSC establece que su comisión está limitada a sujetos determinados: los administradores de las sociedades y las personas (directivos y representantes) específicamente asimiladas. No se menciona en

⁷ VÁZQUEZ CUETO, J.C., *Régimen Jurídico de la Autocartera*, Marcial Pons, Madrid, 1995, pp. 568 a 577.

⁸ PAZ-ARES, C., VELASCO, F., *Infracciones administrativas y autocartera en la sociedad anónima*, Ciencias Jurídicas, Madrid, 1997, pp. 1, 2, 33 y 65.

este artículo como posibles responsables, a los fundadores y promotores en los casos de autosuscripción, por lo que aquellas infracciones son atípicas.

Por último, en el caso de la sociedad anónima, la competencia para la iniciación, instrucción y resolución de los expedientes sancionadores resultantes de lo dispuesto en el régimen sancionador se atribuye a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

1.4. Régimen de las acciones propias.

Por último, las acciones propias que se encuentren en poder de la sociedad, y con independencia de que su adquisición haya sido o no regular, siguen un régimen especial enunciado en el artículo 148 LSC.

En primer lugar, deberíamos hacer mención a la obligación que se impone a la sociedad de constituir en el patrimonio neto una reserva indisponible equivalente al importe de las participaciones o acciones de la sociedad dominante computado en el activo. Esta reserva deberá mantenerse en tanto las participaciones o acciones no sean enajenadas.

Por otro lado en lo que afecta al régimen de derechos que se desliga de estas acciones propias, se suspende el ejercicio del derecho de voto y de los demás derechos de carácter político incorporados a estas acciones, con la finalidad básica de evitar su posible utilización por los administradores en las Juntas de Accionistas, mientras que los derechos económicos, y en particular el derecho a los dividendos, se atribuyen por regla general de forma proporcional al resto de las acciones.

De otra forma la LSC trata de garantizar una completa información a los accionistas en relación con estas operaciones, al obligar a los administradores a dar cuenta detallada de las adquisiciones de acciones propias en el informe de gestión. Dicha información se refuerza para el caso de que se trate de sociedades anónimas cotizadas, que quedan sujetas a un régimen especial de información de las operaciones que realicen sobre sus propias acciones, así el artículo 53 bis LMV establece:

“Cuando España sea Estado miembro de origen, los emisores cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea deberán comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, hacer pública y difundir las operaciones sobre sus propias acciones, en los términos que se establezcan reglamentariamente, cuando la proporción alcance, supere o se reduzca en los porcentajes que se determinen. Esta información se incorporará al registro oficial regulado en el artículo 92 de esta Ley.”

Reglamentariamente, por 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, se establece que se deberá comunicar a la CNMV la adquisición de acciones propias que superen el 1% de los derechos de voto. La obligación de comunicar surge, en el caso de adquisición por actos sucesivos, cuando se produzca la operación o adquisición que, sumada a las realizadas desde la anterior comunicación, determine que en conjunto se sobrepase el porcentaje del 1% de los derechos de voto del emisor, sin deducir las ventas⁹.

⁹ URÍA, R., *op. cit.*, pp. 370 a 371.

2. EL ABUSO DE MERCADO.

2.1. Consideraciones generales.

Son consideradas abuso de mercado, aquellas conductas que hacen peligrar o lesionar la función pública de la información en cuanto a criterio de justa atribución del riesgo negocial en el mercado de valores¹⁰.

Se trata fundamentalmente de preservar la confianza de los inversores y la integridad de los mercados. El objetivo de la normativa que regula el abuso de mercado y lucha contra el mismo, es la de asegurar una correcta formación de la información en el mercado de valores.

El bien jurídico tutelado, por tanto es el mecanismo de la libre formación de precios en el mercado con la finalidad de garantizar la transparencia e igualdad de oportunidades entre los inversores.

Además de exigir el cumplimiento de ciertos deberes legales y reglamentarios que configuran la que ha de ser la actuación de las entidades que prestan servicios de inversión y, en particular, especifican ciertos deberes de información a los inversores en los términos presentados; la transparencia en los mercados se asegura asimismo mediante disposiciones tendentes a proscribir el abuso de mercado. Dentro de las normas de actuación a que se sujetan los intervinientes en los mercados de valores se encuentran las disposiciones que previenen el abuso de mercado como es el Capítulo II del Título VII LMV, y el RD 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado. Mediante estas disposiciones se pretende asegurar el buen funcionamiento de los mercados y, concretamente, previniendo dos tipos de infracciones: el incorrecto uso de información relevante para los mercados y la manipulación de precios¹¹.

En primer lugar, el uso de información privilegiada supone un mal uso de la información atendidas las circunstancias de que se trata de información que no es pública y de que, de ser conocida por los mercados, tendría la consideración de información relevante. Mediante la prohibición del uso de información reservada se

¹⁰ ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Tercera edición, Marcial Pons, Madrid, 2005, p. 483.

¹¹ CAMPUZANO, A., CONLLEDO, F., PALOMO, R., *Los mercados financieros*, Tirant lo Blanch, Madrid, 2013, p. 57.

busca asegurar la transparencia de los mercados, de tal forma que todos puedan concurrir en igualdad de condiciones y teniendo a su alcance la misma información de la situación de las entidades cotizadas¹².

El segundo tipo de conducta infractora, que en el siguiente capítulo trataremos más en profundidad relacionándolo con la autocartera, se refiere a las prácticas susceptibles de falsear la libre formación de los precios en el mercado secundario de valores. El suministro de señales falsas o engañosas sobre los volúmenes negociables o en relación a los precios implica una sustracción informativa a los mercados con lo cual pierden su valor referencial incidiendo en un funcionamiento ineficiente de los mismos. Dentro de estos comportamientos infractores estarían las actuaciones ilegítimas o al margen de las prácticas de los mercados regulados que alteran la percepción de la oferta, demanda o precio de los valores negociables o instrumentos financieros, las operaciones u órdenes que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación, la difusión de información por cualquier medio que proporcione o pueda proporcionar información falsa o engañosa.

Las normas de conducta que prohíben el abuso de mercado enunciadas anteriormente, en concreto hablamos de la LMV y el Real Decreto 1333/2005, son normas jurídicas, no meras normas éticas. El sistema de la ley adopta medidas para proteger la integridad del mercado, a las que la autorregulación de los operadores sirve de complemento. En definitiva son normas que tratan de asegurar el mejor uso de la información, otorgando transparencia a los inversores, aunque el principal objetivo es que se proteja la integridad del mercado, indirectamente se está protegiendo a los inversores y sus principales intereses. Estas normas, son normas imperativas, por lo tanto, no es posible disponer de ellas haciendo uso de la autonomía de la voluntad. Se trata de normas de derecho público, cuyo incumplimiento se sanciona como infracción administrativa.

De otro modo, estas normas de conducta frente al abuso de mercado se aplican a quienes actúan en el mercado de valores o prestan servicios de inversión en territorio español. Son normas que disciplinan a los sujetos del mercado, es decir, a las empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, instituciones de inversión colectiva, emisores y cuantas personas ejerzan actividades relacionadas con los mercados de

¹² STS (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª), de 11 abril 2003, Recurso de Casación núm. 1861/1998 y STS (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª), de 11 octubre 2006, Recurso de Casación núm. 10103/2003.

valores. Entre quienes actúan en el mercado de valores quedan comprendidos los inversores, que, en algún caso, también pueden hacer un uso ilícito de la información privilegiada¹³.

2.2. Abuso de información.

La primera infracción de la que vamos a tratar en materia de abuso de mercado, es el incorrecto uso de información sustancial o relevante, que puede afectar de manera directa a la estabilidad de los mercados. Dicha información tiene un régimen muy vinculado al régimen jurídico del secreto profesional.

2.2.1. Noción de información privilegiada.

Podemos denominar información privilegiada, toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización¹⁴.

Una vez dada esta definición podríamos analizar algunos de sus aspectos más importantes:

En primer lugar el carácter reservado de dicha información, entendiéndose que es información que no se ha hecho pública, y por tanto si la información es divulgada perdería el carácter de información privilegiada. Así se ha establecido por el Tribunal Supremo y la Audiencia Nacional, estableciéndose que debe ser conocida por un grupo reducido de personas, manteniéndose en una esfera reservada¹⁵.

En segundo lugar, debe ser una información concreta, no basta con simples rumores, tiene que ser algo concreto y verificable.

¹³ ZUNZUNEGUI, F., *op. cit.*, pp. 486 a 487.

¹⁴ *Vid.*, art. 81.1 LMV y art. 1 RD 1333/ 2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/ 1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores en materia de abuso de mercado.

¹⁵ STS (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 3ª) de 11 abril 2003, Recurso de Casación núm. 1861/1998.

Por último, tal y como se ha dispuesto por el Tribunal Supremo, tiene que ser relevante, de tal forma que dicha información pueda influir de manera relevante en la cotización. Se establece que dicha información será relevante, cuando dicha información sea la que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión. Se deberá valorar, de otra forma caso por caso si puede producirse tal impacto, y en qué medida¹⁶.

De otro lado, en relación al ámbito subjetivo de la información privilegiada, se extiende a cualquier persona que maneje dicha información, sin importar el cargo o profesión que ostente, o si ha obtenido dicha información a partir de dicho cargo. Sin embargo, se exige que la persona que posea dicha información, que de ahora en adelante podemos denominar “iniciado”, sepa que ostenta dicha información, ya que la prohibición que explicaremos posteriormente solo se aplica cuando la persona “sepa o hubiera debido saber que se trata de esa clase de información”.

2.2.2. Abuso de información privilegiada.

El uso de esta información podría producir un deterioro en la confianza de aquellas personas que participan en el mercado, y se estaría deteriorando un principio fundamental en el mercado de valores como es el de información. De esta forma, se establece una prohibición legal con respecto a la información privilegiada que consiste en abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente alguna de las conductas siguientes:

1. Preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre los valores negociables o sobre los valores o derivados referidos a dichos valores de los que disponga esta información.
2. Comunicar la referida información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.
3. Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros, o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información.

Por otro lado, se establece una similitud que mencionábamos al principio del epígrafe de abuso de información con respecto al régimen del secreto profesional. Efectivamente, si nos fijamos en la otra cara de la moneda, existe un deber de

¹⁶ STS (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección3ª) de 11 octubre 2006, Recurso de Casación núm. 10103/2003.

salvaguardar la información privilegiada, por parte de quien accede a ella. De este modo, el que acceda a dicha información debe extremar su diligencia, para que no sea accesible a terceros, y pueda ser objeto de una utilización abusiva. En este sentido, es importante destacar que para que se considere infringido este deber, se debe poder probar que se ha cometido negligencia al tratar dicha información, ya que debemos recordar que nos encontramos en el derecho administrativo, y no existe la responsabilidad objetiva, de tal modo que sólo cabe la sanción de una infracción, cuando ocurra dolo o negligencia por parte del sujeto sancionado¹⁷.

Este deber de salvaguarda de la información se establece mediante un conjunto de disposiciones como por ejemplo el art. 83 LMV, donde se establece que:

“Todas las entidades o grupos de entidades que presten servicios de inversión y las demás entidades que actúen o presten servicios de asesoramiento de inversión, en los mercados de valores tienen la obligación de establecer las medidas necesarias para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, de forma que se garantice que cada una de éstas tome de manera autónoma sus decisiones referentes al ámbito de los mercados de valores y, asimismo, se eviten conflictos de interés.”

En definitiva, de lo que trata este régimen es de asegurar que todos los inversores posean la información suficiente para poder operar en el mercado, y que ninguna persona que interceda en el mercado ostente una posición más privilegiada que otra, promoviéndose en definitiva la igualdad entre los mismo. Es por ello que la ley del Mercado de Valores establece un deber de comunicación de la información relevante, este deber consiste en asegurar el acceso al mercado de toda la información cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros¹⁸. Se persigue así que los inversores que accedan al mercado cuenten con suficientes elementos de juicio para adoptar sus decisiones.

En el ámbito subjetivo de esta obligación, se encuentran los emisores de valores o las personas que actúen por su cuenta. La información relevante, según dispone la LMV, ha de suministrarse a los mercados y comunicarse a la CNMV a efectos de su registro de carácter inmediato. La información relevante puede consistir en hechos, es decir, en acontecimientos de terceros ajenos a la voluntad del emisor o en decisiones del propio emisor y bajo su control. Al primer tipo corresponden los cambios legales que afectan, por ejemplo, a los precios de los bienes y servicios del emisor. Al segundo, los acuerdos

¹⁷ CAMPUZANO, A., CONLLEDO, F., PALOMO, R., *op. cit.*, p. 61.

¹⁸ *Vid.*, Art. 82.1 LMV

societarios, como el de ampliación de capital o cambio de objeto social, sensibles para la cotización¹⁹.

De todas formas, sin perjuicio de esta obligación de difundir la información relevante, se dispone la posibilidad que bajo responsabilidad del emisor, éste retrase la publicación y difusión de la información relevante para el caso de que con dicha publicación o difusión se perjudiquen sus propios intereses, siempre y cuando la omisión de informar no traiga como consecuencia la confusión del público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de dicha información. De todas formas la obligación de informar a la CNMV subsiste.

El contenido de la información que se difunda como hecho relevante ha de ser veraz, claro, completo y, cuando así lo exija la naturaleza de la información, cuantificado de manera que no induzca a confusión o engaño (art. 82. 3 LMV). Esta previsión ha de ponerse en relación con las prohibiciones dispuestas en el art. 83 ter. 1. c LMV. Así, la difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido internet, que pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa es susceptible de ser considerada una manipulación del mercado. Estas actuaciones son susceptibles de sanción administrativa²⁰.

2.3. Manipulación del mercado.

Este epígrafe es fundamental como introducción a lo que en el siguiente capítulo analizaremos con respecto al abuso de mercado y la autocartera. En lo que a la práctica de manipulación de mercado se refiere, podríamos citar que la incorrecta formación de los precios puede darse debido a un falseamiento en el proceso de libre formación de los precios o, divulgando información falsa o engañosa. En lo que nos interesa nos vamos a centrar principalmente en el primero de los mencionados.

Podemos decir, que el régimen que lucha contra esta manipulación de mercado, trata fundamentalmente de evitar que los precios se formen al margen del libre juego de la oferta y la demanda. El bien jurídico protegido por tanto es “el mecanismo de la libre

¹⁹ ZUNZUNEGUI, F., *op. cit.*, p. 493.

²⁰ CAMPUZANO, A., CONLLEDO, F., PALOMO, R., *op. cit.*, p. 63.

formación de precios en el mercado con la finalidad de garantizar la transparencia e igualdad de oportunidades entre los inversores”²¹. La infracción “se consuma cuando las prácticas en cuestión logran que se forme el precio del valor fuera del libre juego de la oferta y la demanda”²².

El art 83 ter de la LMV dedica su redacción a enumerar las conductas que implican una manipulación del mercado, de esta forma, considera que toda persona o entidad que actúe o se relacione en el mercado de valores debe abstenerse de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios. Tienen la consideración de tales prácticas las operaciones u órdenes que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables e instrumentos financieros. Y, del mismo modo, aquéllas que aseguren, por medio de una persona o de varias personas que actúen de manera concertada, el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las operaciones o emitido las órdenes demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate²³.

Del mismo modo, se persiguen como susceptibles de falsear la libre formación de los precios las operaciones u órdenes que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación y la difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros. Se incluye a estos efectos la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa. Con respecto a los periodistas que actúen a título profesional dicha divulgación de información ha de evaluarse teniendo en cuenta las normas que rigen su profesión, a menos que dichas personas obtengan directa o indirectamente una ventaja o beneficio de la mencionada difusión de información²⁴.

²¹ SAN (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección2ª) de 21 de octubre de 1997, Recurso contencioso-administrativo núm. 302/1994

²² ZUNZUNEGUI, F., *op. cit.*, p. 495.

²³ *Vid.*, art. 83 ter 1.a LMV, véase asimismo lo dispuesto en el art. 3.2 RD 1333/ 2005 en relación con algunos indicios que en su labor supervisora y sancionadora la CNMV ha de atender para verificar la concurrencia de estas prácticas en su labor supervisora y sancionadora.

²⁴ *Vid.*, arts. 83 ter.1.b y 83 ter1.c LMV, véase los indicios que en relación a las conductas que se enumeran en el art. 83 ter 1.b LMV a tener en cuenta por la CNMV se recogen en el art. 3.3 RD

Reglamentariamente se ha previsto que también tienen la consideración de prácticas susceptibles de falsear la libre formación de precios la actuación de una persona o de varias concertadamente para asegurarse una posición dominante sobre la oferta o demanda de un valor o instrumento financiero con el resultado de la fijación, de forma directa o indirecta, de precios de compra o de venta o de otras condiciones no equitativas de negociación. Igualmente se valora como práctica orientada a falsear la libre formación de precios la venta o compra de un valor o instrumento financiero en el momento de cierre del mercado con el efecto de inducir a error a los inversores que actúan basándose en las cotizaciones de cierre y la exposición de opiniones referidas a un determinado valor o instrumento financiero a través de los medios de comunicación tras haber tomado posiciones sobre ellos²⁵.

En estos dos preceptos (83 ter LMV y art. 2 RD 1333/2005) encuadraremos posteriormente, y analizaremos la conducta de manipulación del mercado, más concretamente, la manipulación de las cotizaciones a través de la autocartera.

De otra forma, el artículo 59 bis de la LMV, establece un deber de comunicación de operaciones a la CNMV. Esta obligación dispone que las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que ejecuten operaciones en el territorio nacional sobre instrumentos financieros deberán comunicarlas a la CNMV a más tardar al siguiente día hábil a su ejecución, independientemente del método, medio, mercado o sistema a través del que se hubieran ejecutado las operaciones. Esta disposición va en claro camino hacia la detección de prácticas que puedan constituir abuso de mercado y, la CNMV ha desarrollado una Guía Técnica de Comunicación de Operaciones en este sentido, con los principales objetivos de detectar e investigar ejecuciones susceptibles de constituir abuso de mercado, ya sea por manipulación o por uso de información privilegiada. Dicha Guía tiene como objetivo ayudar a la supervisión de posibles incumplimientos de las normas de conducta de las entidades que participan en el mercado, permitir el intercambio de operaciones entre las distintas autoridades competentes del Área Económica Europea en el uso de las labores de supervisión de sus instrumentos y de las entidades para las cuales sean la autoridad competente y por

1333/2005. El art. 83 ter.2 LMV por su parte excepciona de las anteriores proscripciones las prácticas enunciadas en el art. 81.3 LMV efectuadas al objeto de ejecutar opciones de política monetaria.

²⁵ *Vid.*, art. 2 RD 1333/ 2005.

último facilitar el estudio de determinados comportamientos del mercado (conductas irregulares o simples tendencias)²⁶.

Por último, se establece en el Real Decreto 1333/2005 en materia de abuso de mercado, que la Comisión Nacional del Mercado de Valores pueda establecer una relación y descripción no exhaustiva de otras prácticas concretas contrarias a la libre formación de precios²⁷. Y, también se habilita a la CNMV, para aceptar o rechazar prácticas de mercado mediante la aprobación y publicación de la correspondiente circular, como así ocurre en la materia que nos interesa objeto de este trabajo y que después desarrollaremos con profundidad, con los Criterios de la CNMV en cuanto a la Operativa Discrecional de Autocartera, publicados el 18 de julio de 2013.

2.4. Régimen sancionador.

La sanción de las infracciones relacionadas con el abuso de mercado, tanto en la vertiente de abuso de información como en la de manipulación de mercado, presenta en nuestro ordenamiento jurídico una sanción en el ámbito del derecho administrativo y por otro lado, también está tipificado en el ámbito del derecho penal.

En el plano administrativo donde nos vamos a centrar, dejando a un lado el derecho penal, es la LMV la que tipifica en sus artículos 81 y 83 ter, y artículos 99 i, 99 o, 100 w y 100 x los tipos que caracterizan las prohibiciones en las dos vertientes del abuso de mercado. De otro modo, en los artículos 102 y 103 de la LMV se establecen las sanciones a las conductas mencionadas.

En el ámbito del derecho administrativo sancionador, las sanciones previstas incluyen multas (para infracciones muy graves de hasta el quíntuplo del beneficio obtenido, o de hasta el cinco por ciento de los recursos propios de la entidad, en caso de que el sujeto infractor sea una persona jurídica), suspensión de la condición de miembro del mercado que pudiese ostentar el sujeto infractor, separación de cargos de administración o dirección ocupados por el sujeto infractor e inhabilitaciones para ejercer dichos cargos.

²⁶ *Vid.*, Guía de Comunicación de Operaciones a la CNMV de 29 de noviembre de 2013.

²⁷ El 24 de julio de 2008, en el marco de la llamada “Iniciativa contra el Abuso de Mercado” (ICAM), la CNMV publicó una relación no exhaustiva de operaciones sospechosas de abuso de mercado, tanto de información privilegiada como de manipulación del mercado. Se establecen posibles operaciones sospechosas de constituir abuso de mercado, así como posibles indicios de manipulación de mercado, sin perjuicio de los dispuestos en el RD 1333/2005.

La diferencia fundamental entre las sanciones muy graves y las graves, tipificadas en la LMV, está en la relevancia y en la importancia que tiene la infracción en cuestión, así a modo de simple resumen las conductas de abuso de mercado de poca entidad serán consideradas graves y las de gran relevancia como muy graves. Sin embargo, existe una excepción que encontramos en el artículo 99 o, cuando la infracción en materia de abuso de información aunque no sea significativa, sea realizada porque “el infractor haya tenido conocimiento de la información por su condición de miembro de los órganos de administración, dirección o control del emisor, por el ejercicio de su profesión, trabajo o funciones o figure o debiera haber figurado en los registros a los que se refieren los artículos 83 y 83 bis de la LMV”

Por otro lado, estas infracciones, son infracciones de peligro abstracto, es decir, se sanciona la situación de riesgo creada por la conducta con independencia de los perjuicios concretos ocasionados. De esta forma, la sanción no exige la prueba de la producción de un daño²⁸. A esta regla, debemos introducir la excepción relativa la sanción por manipulación de cotizaciones, donde sí se exige que efectivamente se produzca una alteración de las mismas, este tema será desarrollado con más profundidad en el último capítulo de este trabajo.

Para finalizar con el régimen sancionador, es imprescindible hacer una mención a la dificultad de la prueba en cuanto al abuso de información se refiere, de esta forma el Tribunal Supremo ha puesto de manifiesto que para evitar la impunidad de estas conductas, se admite la prueba de las presunciones. Serán suficientes, por tanto para probar que existe abuso de información privilegiada, las presunciones, siempre que tengan entidad para ser prueba de cargo, capaz de destruir la presunción de inocencia²⁹.

²⁸ ZUNZUNEGUI, F., *op. cit.*, p. 498.

²⁹ STS (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 7ª) de 13 de marzo de 1996, Recurso núm. 4431/1993.

3. EL ABUSO DE MERCADO MEDIANTE LA AUTOCARTERA.

La operación de adquisición y tenencia de las propias acciones, puede ser utilizada por la sociedad para finalidades que pueden ser potencialmente peligrosas para el mercado en general, gracias a determinadas combinaciones, la sociedad podría estar utilizando la autocartera para alterar el precio de las cotizaciones, como así se ha demostrado en numerosos casos³⁰. El mercado debe luchar contra esas prácticas, que como hemos visto en el capítulo anterior, constituirían sin duda un caso de abuso de mercado, alterando el libre juego de la oferta y la demanda, en perjuicio de todos los operadores que se encuentran en el mercado de valores.

Como hemos mencionado en el capítulo dedicado a la autocartera, las operaciones con autocartera pueden ser de diversa índole. Las ventajas que estas operaciones pueden ofrecer chocan con sus inconvenientes, ya que pueden traer problemas en diferentes ámbitos, por ello la disputa que se ha dado a lo largo de los años en cuanto a dotar de mayor o menor permisividad a estas operaciones.

Como ya sabemos, los problemas que puede originar la autocartera ha hecho que se legisle en el sentido de prohibir de un modo genérico (no dándose una prohibición absoluta) y estableciéndose determinadas excepciones a esa prohibición. Los problemas que puede comportar la autocartera, siguiendo una clasificación que a lo largo de los años se ha establecido como “uniforme” tanto para la doctrina española como extranjera, se podrían clasificar según la titularidad de los intereses que resultan amenazados. De esta forma, en primer lugar tendríamos los peligros que afectan a los intereses de los acreedores, en este caso atendiendo a la función garantizadora de los mismos que desempeña la cifra del capital social, función que podría quebrar con la adquisición de acciones propias. En segundo lugar, encontraríamos los intereses de los socios, en el sentido de tratar de no distorsionar la formación de la voluntad social, mediante la presencia de estas acciones propias, en este caso se intentaría preservar el principio de paridad de trato de los accionistas. En tercer y último lugar, el punto que nos interesa y que desarrollaremos a lo largo de este capítulo en cuanto a la necesidad de preservar los intereses generales del mercado de valores, en especial, haciendo referencia a la incorrecta alteración que en los mecanismos de formación objetiva de los

³⁰ SAN (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª) de 5 de abril de 2006, Recurso contencioso-administrativo núm. 567/2004.

precios podría producirse por una sucesiva adquisición y venta de acciones propias por la sociedad emisora³¹.

Sin embargo, como ya adelantamos en el primer capítulo al hablar de que también existían muchos usos lícitos de esta autocartera, con múltiples finalidades para la sociedad, y que le proporcionarían una gran utilidad y flexibilidad, podríamos citar el borrador de enero de 2007 de la CNMV, que trata sobre las prácticas de mercado aceptadas en cuanto a operaciones de la sociedad con sus propias acciones.

Siguiendo la regulación efectuada al respecto, el Reglamento (CE) 2273/2003 de la Comisión Europea, dictado en desarrollo de la directiva 2003/6/CE, establece que no se considerará que entrañan abuso los programas de compra de acciones propias dirigidos a reducir el capital, cumplir con las obligaciones inherentes a los instrumentos financieros de deuda convertibles o asignar acciones a empleados. Los artículos cuatro y cinco del RD 1333/2005 sobre abuso de mercado, facultan a la CNMV para aprobar públicamente otras prácticas adicionales en materia de autocartera. Se trata de establecer en definitiva los denominados *safe harbours* o puertos seguros, actuaciones que en definitiva excluyan el posible abuso mediante la autocartera ya que se consideran conforme a la ley.

La CNMV establece por tanto puertos seguros para aquellas transacciones sobre acciones propias que tengan por finalidad dar liquidez al valor, es decir, proporcionar una contraprestación en el mercado sin por ello alterar las tendencias de mercado o adquirir acciones destinadas a futuras operaciones corporativas. La CNMV establece las condiciones que han de tener dichas operaciones, centrándose fundamentalmente en requisitos como el de transparencia de la práctica con respecto al conjunto de mercado, su influencia en la interacción entre la oferta y la demanda, la necesidad de preservar la actuación de las fuerzas del mercado, la medida en que esta práctica se ajusta a los mecanismo de negociación, el riesgo que pudiera representar para la integridad de los mercados así como las características estructurales del mercado y la experiencia en materia supervisora³².

³¹ VÁZQUEZ CUETO, J.C., *op. cit.*, p. 78.

³² *Vid.* Primer borrador de la CNMV sobre Negociación de acciones propias por sociedades cotizadas (Iniciativa contra el abuso de mercado) de enero 2007.

3.1. La incidencia de la autocartera sobre la formación del valor de mercado de las acciones.

Citábamos cuando hablábamos de los problemas que podían entrañar las operaciones con las propias acciones, el problema en cuanto a la preservación de intereses generales del mercado de valores, específicamente en cuanto a la posibilidad de una incorrecta formación de los precios, debido a una posible manipulación de las cotizaciones a través de la autocartera, de tal forma que se alteraría el libre juego de la oferta y la demanda. Oferta y demanda que como sabemos, debe establecerse de forma espontánea, y que como consecuencia traerá una correcta formación del precio de la acción mediante su valor de cotización en el mercado de valores.

De esta forma, podemos hablar de que cuando existe una especulación excesiva o agiotaje con las acciones propias por la sociedad, este mecanismo de formación del precio de una acción puede resultar gravemente dañado. Además, decimos que supone un claro atentado contra la idea de transparencia en la formación de los precios en el mercado, por alterar de forma definitiva su objetividad, esto es debido a que el causante de alterar el valor de cotización es el propio interesado en un valor más favorable en cuanto a su cotización, como es la propia sociedad emisora, y es que la anomalía en esta materia procede de que interviene en el mercado una persona que por su propia condición de emisor de títulos, en cuyo mercado la adquisición tendrá incidencia, debe permanecer neutral³³. Por lo anteriormente comentado, es en el ámbito de las sociedades cotizadas, donde se va a dar este problema de agiotaje, aunque no deberíamos descartar que haya ocasiones donde sociedades que no acuden al mercado de valores, puedan realizar una actuación fraudulenta mediante la creación de un fuerte factor de demanda sobre las propias acciones y la constitución de un “mercado” singular de compra y venta de las mismas³⁴.

Como consecuencia de este problema enunciado, se ha dado durante los últimos años un intento de salvaguardar la correcta formación de los precios en el mercado de valores. Intento que ha tenido como consecuencia inmediata una regulación en diversos sectores del Ordenamiento Jurídico, con el objetivo de evitar este abuso de mercado mediante la autocartera. Al final de este capítulo nos centraremos en cómo y dónde se ha regulado

³³ ZURITA, “La adquisición de la sociedad de sus propias acciones.”, en ROJO (Dir.), *La reforma de la ley de sociedades anónimas*, Madrid, 1987, p. 123

³⁴ VÁZQUEZ CUETO, J.C., *op. cit.*, p. 104.

específicamente este problema, sin embargo, a modo de introducción podemos citar que se parte de la obligación general establecida en el artículo 83 ter de la LMV, que ya hemos mencionado anteriormente, donde se alude a la no realización de prácticas que alteren la libre formación de los precios. De otra forma, es de gran importancia el papel que el organismo regulador del mercado de valores, la CNMV, ha realizado en este sentido, un papel que se ha ido concretando en fijar aquellas operaciones que pueden dar lugar a abuso de mercado entre las que incluiremos las realizadas por medio de autocartera, y dentro de estas operaciones, específicamente que requisitos han de poseer para que no constituyan un abuso de mercado. El papel de la CNMV es fundamental, ya que dota de una gran flexibilidad a la regulación pudiéndose adaptar a los diversos problemas que van surgiendo en esta materia.

La reciente incidencia en cuanto a la regulación hacen pensar que el peligro de la manipulación de cotizaciones sigue muy latente, y es tema de rigurosa actualidad, donde las consecuencias para los sujetos que participan en el mercado de valores son graves y cuantificables. Lo importante en este sentido, es que el legislador así como la CNMV intentan controlar dichos problemas, aunque quizás no con la suficiente rigurosidad aun, sobre todo en el aspecto legislativo, lo que es señal inequívoca de la existencia de esos peligros.

En definitiva, ha de descartarse de que se trate de problemas puramente accesorios, como así se ha puesto de manifiesto con la numerosa experiencia práctica a lo largo de los años, y es por tanto lógica la influencia que ha tenido en los principios generales prohibitivos y en la desconfianza tradicional del Ordenamiento jurídico hacia esta figura³⁵. La regulación ya no solo en España, sino a nivel internacional, ha sido muchas veces una respuesta inmediata a traumáticas experiencias de la realidad relacionadas con la manipulación abusiva de la sociedad emisora de las cotizaciones sobre sus propias acciones³⁶.

³⁵ *Ibíd.*, p. 106.

³⁶ Así, pueden citarse las disposiciones dictadas por el legislador alemán en 1931 para poner fin a las exageradas operaciones de adquisición de acciones propias emprendidas por las empresas alemanas con idea de frenar la vertiginosa caída de las cotizaciones de sus títulos, producida a consecuencia de la retirada de las inversiones por parte de las compañías americanas tras el “crack” de 1929.

3.1.1. Fines del agiotaje.

La especulación de la sociedad emisora con sus propias acciones, que se realiza por medio de compras y (o) ventas sucesivas de sus propias acciones, puede presentar diversos inconvenientes, aunque es primordial señalar que estas compras y ventas sobre las propias acciones no siempre van a tener como finalidad una causa ilícita de manipulación de cotizaciones, ya que muchas veces como hemos mencionado anteriormente, se realiza con fines amparados por la regulación. Podemos citar dos finalidades concretas, conceptualmente diferentes pero muy relacionadas entre sí. Estas dos finalidades que desarrollaremos a continuación, en muchas ocasiones se camuflan por los administradores en una apariencia honesta de negociación de las acciones propias con fines lícitos, sin embargo, detrás de esta apariencia se esconde el verdadero propósito de los administradores, que con pleno conocimiento de la situación económica de la empresa pueden pretender especular con las acciones con el objetivo de favorecer sus propios intereses y la posición que ostentan en la sociedad, o de otra forma, pretender un sostenimiento de las cotizaciones que es contraria a la situación económica de la empresa para dotarla de una mejor imagen ante terceras personas.

Las conductas que desarrollaremos a continuación constituirían un claro abuso de mercado, en el sentido de que independientemente de la finalidad con la que se haga la operación, se trata de una entidad, en el caso de que habláramos de sociedades cotizadas, donde se realiza una práctica destinada a falsear la libre formación de los precios, en este caso se pretende falsear el valor de cotización de las acciones. Por tanto, sin duda, encuadraríamos esta conducta en el artículo 83 ter LMV.

3.1.1.1. La especulación de los administradores con las acciones.

El primero de los fines enumerados en el anterior párrafo introductorio, trataría de un deseo por parte de los administradores o grupos de control, de especular con el precio de las acciones para obtener diversas ventajas con relación a sus propios intereses.

Así, podríamos citar el hecho de que los administradores especulen al alza con las acciones, para vender posteriormente las que ellos poseen a un elevado precio, o para provocar una gran demanda de suscripción entre el público en un posterior aumento del capital con emisión de nuevas acciones (favoreciendo de este modo una fuerte entrada

de capitales en la sociedad, capitales que no serán empleados en una correcta gestión social, si no en beneficio propio de quienes la administran y representan)³⁷.

De otra forma, puede darse también el supuesto de que los administradores especulen con las acciones a la baja, para de este modo propiciar una amplia oferta de valores a cargo de los accionistas que desean abandonar la sociedad y así entrar en el mercado a título individual adquiriendo las acciones a bajo precio y fortaleciendo su posición en la sociedad. En ocasiones, semejante maquinación no tiene como finalidad el aumento directo de las participaciones accionariales de los administradores, sino el favorecimiento de la entrada en la sociedad de un grupo amigo o cercano a éstos³⁸.

Estas dos conductas enunciadas, con independencia de la intención o finalidad perseguida con las mismas, son objetivamente idóneas para fijar el precio del valor en un nivel anormal o artificial, esto es, formado fuera del libre juego de la oferta y la demanda de terceros ajenos a la propia sociedad emisora o su accionista de control. Estas conductas por tanto, entrañarían el ilícito administrativo de abuso de mercado, sin perjuicio de lo que posteriormente se desarrollara en cuanto a regulación y régimen sancionador, debemos decir además a modo de mención, ya que no es objeto de este trabajo detenernos en este punto, que la conducta de los administradores no solo se englobaría en el ilícito administrativo, si no que pasaría a engrosar la nómina de conductas típicamente delictivas, hacemos referencia en este sentido al artículo 284 del Código Penal, donde podríamos encuadrar dicha conducta en el punto tercero de dicho artículo y que dispone lo siguiente:

“Se impondrá la pena de prisión de seis meses a dos años o multa de 12 a 24 meses a los que:

[...]

3. Utilizando información privilegiada realizaren transacciones, o dieren órdenes de operación susceptibles de proporcionar indicios engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio de los valores o instrumentos financieros, o se asegurasen utilizando la misma información, por sí o por concierto con otros una posición dominante en el mercado de dichos valores o instrumentos con la finalidad de asegurar sus precios en niveles anormales o artificiales.

En todo caso, se impondrá la pena de inhabilitación de uno a dos años por intervenir en el mercado financiero como actor, agente mediador o informador.”

³⁷ VÁZQUEZ CUETO, J.C., *op. cit.*, p.107.

³⁸ *Ibíd.*

3.1.1.2. *El sostenimiento de las acciones.*

Otra de las conductas que pueden llevar a cabo los administradores de la sociedad, muy frecuente en la actualidad debido a la crisis económica mundial en la que estamos sumidos, es la del intento de sostener las cotizaciones. Esta conducta, a priori se puede identificar con una actuación honesta de los administradores al intentar frenar la caída de la cotización de los valores de la sociedad, para intentar crear una mejor imagen de la sociedad y no desincentivar la inversión en la compañía. A pesar de esta intención honesta de los administradores, que solo intentarían una mejor marcha de la empresa, procurando lo mejor para los intereses sociales, como sabemos constituiría un abuso de mercado, en cuanto se estaría alterando el mecanismo de libre formación de los precios y el libre juego de la oferta y la demanda.

Esta política por parte de los administradores, se ha dado con bastante asiduidad en periodos de crisis económica³⁹ para evitar huidas masivas de los inversores y accionistas al ver la continua bajada del valor de sus acciones y evitar así el descrédito de la sociedad. Esta política de adquisición de acciones propias en Bolsa, para intentar frenar el descenso de las cotizaciones, se ha dado con mayor frecuencia en el sector bancario, sobre todo en la banca española ha sido muy habitual, por el firme convencimiento de los directivos de las sociedades anónimas bancarias de la importancia que el sostenimiento de sus cotizaciones tiene para su estabilidad financiera, puesto que una fuerte bajada del valor de sus acciones puede llevar a una inmediata retirada de los fondos por parte de los depositantes⁴⁰.

De otro modo, esta política de adquisición de propias acciones con el fin de sostener cotizaciones se ha demostrado a lo largo de los años como imprudente, en el sentido que el mantenimiento artificioso y a ultranza de las cotizaciones conlleva el riesgo de que llegue un momento que la sociedad no pueda seguir adquiriendo más acciones propias, ya sea por las limitaciones que dispone la ley, ya comentadas en el primer capítulo, como por falta de fondos, en ese caso las consecuencias para la sociedad serían nefastas, produciéndose el continuo derrumbamiento de las cotizaciones, además agravado con la mala situación financiera de la compañía ocasionado tras el desembolso efectuado para adquirir acciones propias.

³⁹ Operaciones que se dieron con gran frecuencia sobre todo durante la gran crisis económica provocada por el “crack” de 1929.

⁴⁰ VÁZQUEZ CUETO, J.C., *op. cit.*, p. 108.

Y es que, en definitiva, en la mayoría de los casos, este sostenimiento de las cotizaciones traerá numerosos problemas para la sociedad, ya que por una parte se verá seriamente mermado su patrimonio social (por las razones que expusimos en el primer capítulo y en la introducción de este capítulo, al tratar la incidencia de la autocartera sobre el aspecto económico-patrimonial de la sociedad), mientras que por otro lado nunca se conseguirá el pretendido objetivo de evitar completamente la continua bajada de las cotizaciones si la situación económica de la empresa no tiene remedio.

3.1.2. Los efectos del agiotaje

Los efectos de realizar una política de agiotaje, de cualquiera de las formas que hemos comentado en el punto anterior, además de poder encuadrarlo en la figura de abuso de mercado, acarreará perniciosos efectos para la libre formación de los precios, bien jurídico que se trata de proteger, y para diversos aspectos relacionados con la sociedad. Así, el precio de cotización de las acciones en Bolsa se tiene en cuenta a la hora de elaborar las cuentas anuales de una sociedad, para valorar los títulos que posee en cartera; también como criterio de valoración fiscal, para hallar la base imponible de determinados hechos relacionados con las acciones sometidos a tributación; por último, las cotizaciones indican la solvencia de la entidad, así como la diligencia de sus directivos⁴¹. Son todos estos aspectos y los efectos dañinos que pueden provocar sobre los mismos la denominada política de agiotaje, los que justifican la importancia en cuanto a la prevención de esta figura.

Por otro lado, los efectos de la política de agiotaje también se manifiestan sobre diferentes grupos de interés. En primer lugar, sobre la propia sociedad, donde el patrimonio social difícilmente va a resistir una política continuada de compras y ventas de sus propias acciones; en segundo lugar, los propios accionistas o pequeños inversores en la sociedad, que adquieren las acciones confiando en una imagen de rentabilidad de la empresa, que debido a la política de agiotaje seguida por la empresa es solo una ilusión; en tercer lugar, las terceras personas que se relacionan con la empresa, que ven a la entidad con una aparente situación financiera, que en realidad no posee, les puede llevar a realizar ciertas operaciones con la entidad bajo la creencia que posee un estado financiero distinto, que posteriormente puede llevar a provocar problemas en cuanto al cumplimiento de las obligaciones derivadas de esas operaciones y en cuarto lugar, el

⁴¹ *Ibid.*, p. 109.

resto de entidades que intervienen en los mercados secundarios oficiales de valores, que habrán de soportar una competencia desleal por parte de la empresa que adquiera sus propias acciones.

En cuanto a este último punto considerado en el párrafo anterior, podemos considerar que si en el mercado de valores existen unos productos ofrecidos al público (los valores mobiliarios admitidos a negociación), cuya adquisición es fraudulentamente inducida por parte de la sociedad emisora que manipula el curso de la oferta y la demanda, haciendo figurar una alta rentabilidad y una gran solvencia económica de la empresa. Se trataría por tanto, de un acto de engaño tipificado en el artículo 5 de la Ley 3/1991, de 10 de enero de Competencia Desleal, donde se enuncia que “se considera desleal por engañosa cualquier conducta que contenga información falsa o información que, aun siendo veraz, por su contenido o presentación induzca o pueda inducir a error a los destinatarios, siendo susceptible de alterar su comportamiento económico, siempre que incida sobre alguno de los siguientes aspectos” y, dentro de estos aspectos está claramente “el precio o su modo de fijación, o la existencia de una ventaja específica con respecto al precio”.

3.1.3. Prevención del agiotaje

Los efectos y perjuicios que hemos señalado en los epígrafes anteriores constituyen el porqué de tener que regular esta figura y prevenir los efectos perniciosos de la misma. Se ha dado durante los últimos años una constante actividad legislativa y doctrinal en relación a esta figura, el problema fundamental de esta regulación, es sin duda el intentar lograr un equilibrio entre los efectos ventajosos que la autocartera puede ocasionar a la sociedad, dando margen a la sociedad para negociar sobre sus propias acciones, pero también debe ser una regulación que evite los problemas a los que ya hemos aludido anteriormente.

Tal y como se ha señalado por la doctrina⁴², la sociedad no debe permanecer absorta ante un fenómeno de depreciación coyuntural de sus acciones. La intervención de la sociedad debe permitirse, pero bajo ciertos límites, la sociedad podrá intentar regular los cursos de las acciones, pero nunca estará permitida una política de sostenimiento de cotizaciones de forma reiterada. Para intentar velar por este equilibrio, además de una regulación adecuada, se ha de dotar al sistema de organismos supervisores, que de

⁴² CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milán, 1988, pp. 73 a 85.

forma flexible, puedan adecuar los usos de la autocartera a lo que en cada momento se exige por el mercado y evitar los nuevos problemas que van surgiendo en relación con la negociación de las propias acciones. De esta forma, en nuestro país, el organismo supervisor es la CNMV, que se encargaría de establecer una serie de parámetros de actuación y de fiscalizar las operaciones que las sociedades realizan en relación con su autocartera.

De otro modo, la prevención de la política de agiotaje, no serviría de nada o de muy poco sin un régimen sancionador, que se encargara de sancionar las conductas susceptibles de ocasionar abuso de mercado, además de en lo relacionado con la manipulación de las cotizaciones, en el aspecto de aseguramiento de igualdad entre todas las personas que acuden al mercado, muy relacionado con la información privilegiada que poseen los administradores de las compañías y que en muchas ocasiones constituyen el motivo de querer manipular las cotizaciones por medio de la autocartera.

3.1.3.1. Regulación

La aprobación de la Directiva 2003/6/CE ha supuesto un importante salto cualitativo ya que, por primera vez, se ha establecido un régimen unitario completo del abuso de mercado en el nivel europeo, al regular no sólo, como ocurría hasta ahora, la utilización de información privilegiada, sino también la manipulación de cotizaciones. En definitiva, ambas conductas constituyen dos manifestaciones de una misma realidad que ha de converger en un único concepto omnicomprendivo: el abuso de mercado.

La Directiva 2003/6/CE toma forma, prácticamente en su totalidad, en el derecho español en los artículos 81 a 83 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, tras la reforma operada por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero.

La culminación de la transposición de dicha directiva, así como la completa transposición de otras directivas de desarrollo, relacionadas todas con el abuso de mercado, constituyen de otra forma el nacimiento de la segunda de las normas de referencia en cuestión de abuso de mercado en nuestro país, el RD 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.

La regulación aplicable al abuso de mercado en nuestro país se puede concretar en cuanto al aspecto de manipulación de cotizaciones a través de la autocartera, en el artículo 83 ter. 1 LMV, donde se establece que “toda persona o entidad que actúe o se relacione en el mercado de valores debe abstenerse de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios” y dentro de estas conductas se entenderán “las operaciones u órdenes que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros” y “las que aseguren, por medio de una persona o de varias personas que actúen de manera concertada, el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las operaciones o emitido las órdenes demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate”.

De otra forma, siguiendo con el orden regulatorio arriba enunciado, conforme al artículo 2 del Real Decreto 1333/2005, se considerarán prácticas que falsean la libre formación de los precios, es decir, que constituyen manipulación de mercado por medio de autocartera a los efectos del artículo 83 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, “la actuación de una persona o de varias concertadamente para asegurarse una posición dominante sobre la oferta o demanda de un valor o instrumento financiero con el resultado de la fijación, de forma directa o indirecta, de precios de compra o de venta o de otras condiciones no equitativas de negociación” y “la venta o la compra de un valor o instrumento financiero en el momento de cierre del mercado con el efecto de inducir a error a los inversores que actúan basándose en las cotizaciones de cierre”.

Por último, el propio Real Decreto establece en el artículo 3 una serie de indicios para determinar si una conducta constituye o no una práctica que falsee la libre formación de precios, es decir, manipulación de mercado, sin perjuicio de aquellos otros que, en el futuro, mediante circular, se pudieran añadir por parte de la CNMV. En cualquier caso, los indicios no podrán considerarse por sí mismos constitutivos de manipulación de mercado. En relación con los indicios que se pueden fijar mediante circular de la CNMV podemos citar lo ya expuesto en el capítulo relativo al abuso de mercado en cuanto a lo dispuesto el 24 de julio de 2008 la CNMV, en el marco de la llamada “Iniciativa contra el Abuso de Mercado” donde publico una serie de conductas relativas

a operaciones sospechosas de abuso de mercado, así como una serie de indicios para detectar las mismas.

Sin ánimo de ser exhaustivo en cuanto a los indicios que pueden llevar a pensar que existe manipulación de las cotizaciones podríamos citar algunos que se relacionan directamente con operativas de autocartera como serían: “en qué medida las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas representan una proporción significativa del volumen diario de operaciones del valor o instrumento financiero de que se trate en el mercado regulado correspondiente, en especial cuando las órdenes dadas o las operaciones realizadas producen un cambio significativo en el precio del instrumento financiero” o “transacciones sin otra justificación aparente que el aumento, descenso o mantenimiento del precio de un instrumento financiero. Se debe prestar especial atención a las órdenes de este que den lugar a la ejecución de transacciones cerca de un punto de referencia durante el día de mercado, por ejemplo cerca del cierre”.

3.1.3.1.1. *El papel de la CNMV*

Como hemos mencionado en la introducción a la prevención del agiotaje, el papel de los organismos supervisores de los mercados de valores en esta materia es fundamental. En España, es la Comisión Nacional del Mercado de Valores la que se va a encargar de realizar un papel de control sobre las operaciones que hagan las sociedades con sus propias acciones y, de otra forma a establecer una serie de directrices sobre actuación en dicha materia.

En primer lugar, para poder efectuar un control adecuado sobre las operaciones realizadas por la sociedad con sus propias acciones, es indispensable el cumplimiento de los deberes de información con la CNMV, respecto de ciertas operaciones.

En cuanto a estos deberes de información podemos referirnos al deber de comunicación de operaciones sospechosas, en el ámbito de abuso de mercado, que dispone el artículo 83 quater LMV, donde “Las entidades que efectúen operaciones con instrumentos financieros deberán avisar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con la mayor celeridad posible, cuando consideren que existen indicios razonables para sospechar que una operación utiliza información privilegiada o constituye una práctica que falsea la libre formación de los precios”. En este sentido, “serán entidades obligadas a comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores las empresas de servicios

de inversión y entidades de crédito españolas, incluidas las filiales de entidades extranjeras, así como las sucursales de empresas de servicios de inversión o entidades de crédito no comunitarias”.

Continuando con los deberes de información a la CNMV, con el objetivo de fiscalizar las actuaciones de la sociedad emisora, es de importancia destacar el 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. En el capítulo segundo de este RD se establecen deberes de información con respecto a la autocartera, se le viene a exigir a la sociedad cotizada un deber de comunicación a la CNMV de la proporción de derechos de voto que quede en su poder, cuando adquieran acciones propias que atribuyan derechos de voto, en un solo acto o por actos sucesivos, bien por sí mismas, a través de una entidad controlada o por persona interpuesta, y dicha adquisición alcance o supere el 1% de los derechos de voto. La sociedad cotizada dispondrá para efectuar tal comunicación de un plazo máximo de cuatro días de negociación desde que se produjo dicha adquisición. Además, el contenido de esta información, que deberá ser remitido obligatoriamente por vía telemática a la CNMV, tendrá carácter público, en tanto que tal órgano rector del mercado de valores empleará como medio de recepción de la información un registro oficial al que el público tendrá libre acceso.

De otra forma, la CNMV ha establecido una serie de criterios que recomienda sean observados por los emisores de valores y los intermediarios financieros que actúen por cuenta de los emisores de valores en su operativa discrecional de autocartera. Efectivamente, la CNMV mediante acuerdo de su comité ejecutivo de fecha 18 de julio de 2013, ha establecido una serie de recomendaciones en cuanto a la operativa discrecional de autocartera. La CNMV ha tomado esta determinación debido a que es conocedora de los riesgos que es susceptible de generar las operativas de autocartera, que van desde la que van desde la posible distorsión de la demanda y oferta de títulos, a la posible generación de señales erróneas respecto a la liquidez real de un valor o los conflictos de intereses concurrentes en los administradores de la sociedad, que son los

principales concededores y emisores de información privilegiada y, a la vez, los que toman decisiones de compra y venta sobre sus propios valores⁴³.

Siguiendo la redacción del Comité Ejecutivo de la CNMV, en cuanto al objetivo de estos criterios, podemos decir que se basan en contribuir a la correcta formación de precios a la vez que fomentar la transparencia de los mercados y la protección al inversor.

Los criterios definen como operativa discrecional de autocartera a operaciones de compraventa de acciones propias, en cualquier plataforma de negociación, que ordene su emisor, directa o indirectamente. De otra forma, no se aplicarán siempre que las operaciones se ajusten a lo establecido para los programas de recompra y estabilización del Reglamento (CE) N° 2273/2003 de la Comisión de 22 de diciembre por el que aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros o a lo dispuesto en la Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores 3/2007, de 19 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado⁴⁴.

Entrando ya a considerar los criterios que propone el comité ejecutivo de la CNMV, podemos distinguir diez criterios relativos al volumen, precio y período de tiempo aconsejables para la operativa con autocartera.

En primer lugar, en cuanto al volumen, la suma del volumen diario contratado de acciones propias no debería superar el 15% del volumen medio diario contratado en las últimas 30 sesiones (se admite hasta el 25% en casos de compras o fusiones con requisitos especiales de información).

En segundo lugar, en cuanto al precio, debe realizarse a precios ajustados a mercado, con límite máximo para compras y mínimo para ventas para que éstos no generen tendencia en el mercado.

⁴³ *Vid.*, Los Criterios que la Comisión Nacional del Mercado de Valores recomienda sean observados por los emisores de valores y los intermediarios financieros que actúen por cuenta de los emisores de valores en su operativa discrecional de autocartera, 18 de julio de 2013.

⁴⁴ *Vid.*, *Ibid.*

En tercer lugar, en lo relativo al tiempo, estas recomendaciones se refieren a aquellos períodos “sensibles”, durante los cuales se recomienda a los emisores o los intermediarios financieros que actúan por cuenta del emisor se abstengan de realizar operaciones sobre sus propias acciones. Uno de estos períodos son las subastas de apertura y cierre, así como la subasta previa al levantamiento de una cotización suspendida u otros períodos de tiempo sensibles, como el que media entre la fecha en que el emisor es consciente de una información relevante y decide retrasar su publicación o en el período inmediatamente anterior a la publicación de la información financiera periódica. Así, no se deberían introducir órdenes en los períodos de subasta de apertura y cierre. Se contempla sólo de forma excepcional, por causa justificada, y se contempla el caso de valores que cotizan en *fixing*, es decir, empresas que tienen sólo dos subastas al día: a las 12 y a las 16 horas. Tampoco se podrán introducir órdenes de mercado o por lo mejor.

En cuarto lugar, en caso de que la compañía esté temporalmente suspendida de cotización, tampoco se podrán introducir órdenes hasta que se hayan cruzado posiciones tras el levantamiento de la suspensión.

En quinto lugar, no se debería operar en el periodo de tiempo que media entre la fecha en la que el emisor es consciente de una información privilegiada y decide retrasar su difusión y la fecha en la que ésta se hace pública.

En sexto lugar, no se debería operar durante un plazo previo de 15 días naturales anteriores a la publicación de la información financiera periódica del emisor y su grupo.

Los criterios para limitar la operativa con autocartera también incorporan las siguientes recomendaciones sobre organización interna y control de la actividad de autocartera. Así, en séptimo lugar, el emisor debe procurar que la operativa con autocartera sea estanca, nombrar a un responsable y comunicarlo a la CNMV, en definitiva, debe ser anunciada.

En octavo lugar, el comité de auditoría del emisor debe conocer de manera mensual la negociación llevada a cabo con acciones propias.

Finalmente, con el fin de llevar a cabo una adecuada supervisión, la CNMV establece adicionalmente recomendaciones sobre criterios de información al supervisor y al mercado. Así, en noveno lugar, el emisor que opere con autocartera debería informar a

la CNMV de aquellos intermediarios financieros a través de los que realicen esta operativa y de los contratos suscritos para su gestión.

En décimo y último lugar, se establecen recomendaciones específicas de información cuando las acciones se usan para contraprestaciones en compras de otra sociedad y canjes en fusiones.

Conviene resaltar que, de acuerdo con lo previsto en el artículo 5 del RD 1333/2005 en materia de abuso de mercado, la aprobación de prácticas de mercado en esta área requiere la aprobación de una circular, sin embargo, como hemos mencionado antes estas directrices se formulan en forma de acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV⁴⁵.

De otra forma, parece que el papel que realiza la CNMV en la elaboración de estas directrices, no termina de conseguir los efectos deseados. Parece que se trate de un texto cargado de buenas intenciones y con una finalidad clara de restringir abusos por medio de la autocartera, sin embargo, la CNMV no establece unas premisas obligatorias, son meras directrices que no llevan a ninguna consecuencia si se incumplen. En efecto, la realidad nos muestra como las empresas que actúan en el mercado de valores no cumplen los criterios orientativos señalados, si les conviene realizar operaciones que no están recomendadas por la CNMV, las realizarán en tanto en cuanto no temen ningún régimen sancionador detrás de este posible “incumplimiento”. En mi opinión, quizás se debería haber enfocado este acuerdo del comité ejecutivo como una serie de operaciones que, para que las sociedades pudieran realizar, debería ser necesaria una autorización de la CNMV, previo examen de la operación para considerar si verdaderamente se pone en peligro el curso normal de las cotizaciones.

3.1.3.2. Régimen sancionador

Sin perjuicio de lo ya comentado en cuanto al régimen sancionador del abuso de mercado, entraremos a analizar el régimen sancionador concreto en cuanto a manipulación de cotizaciones, que es susceptible de ser realizado mediante operaciones de autocartera. La regulación en cuanto al régimen sancionador mantiene una doble graduación entre infracciones muy graves y graves, en los términos que a continuación se expondrán.

⁴⁵ <http://www.garrigues.com/es/Publicaciones/Novedades/Documents/Novedades-Mercantil-8-2013.pdf>, 3 de abril de 2014.

El artículo 99.i) LMV tipifica como infracción muy grave “el incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 83 ter de la presente Ley, cuando produzca una alteración significativa de la cotización”. En este sentido, parece que no es necesario que para que se produzca la sanción, se de alguna de las conductas enunciadas en el artículo 83 ter, si no que basta con que se produzca una alteración en la cotización para que la conducta independientemente de cual sea pueda ser sancionada.

De otra forma, para que se pueda sancionar, según se desprende de la alteración del artículo se debe dar una alteración en la cotización, es decir no se sancionaría una conducta que aunque idónea para alterar no lo hubiera hecho. En este sentido parece haber cierta polémica en cuanto si es posible castigar aquella conducta que tiene como objetivo alterar las cotizaciones, pero que sin embargo, no consigue la alteración, algunos autores piensan que parecería que se está contemplando el grado de tentativa, pues se tipifica como infracción el incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 83 ter y entre otras obligaciones este artículo establece la de abstenerse de “preparar” o “realizar” prácticas que falseen la libre formación de los precios. Por tanto, la sola preparación incluso sin consumación de tales prácticas constituiría un incumplimiento de la obligación y podría por tanto parecer sancionable, pero por otra parte el tipo exige que se produzca una “alteración significativa de la cotización”, lo que conduce a pensar que sólo se tipifica como infracción muy grave la conducta plenamente consumada.

Por último para que se pueda calificar la infracción como muy grave, debe producir una alteración significativa en la cotización, esta alteración significativa constituye un concepto jurídico indeterminado, por tanto se deberá estar a lo que disponga la CNMV y, en su caso, los Tribunales contencioso-administrativos⁴⁶ los que definan cuándo existe y cuándo no existe esa alteración significativa, probablemente en atención a su “porcentaje de alteración” y a su “duración”.

En cuanto a las infracciones graves en materia de manipulación de cotizaciones, por exclusión, cuando esa alteración no sea “significativa” estaremos en la infracción grave del artículo 100.w) LMV.

⁴⁶ SAN (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª) de 17 de marzo de 2006, Recurso contencioso-administrativo núm. 599/2004.

En cuanto a esta infracción grave podemos resaltar lo mismo que hemos dicho para la infracción muy grave, con la diferencia de que en este supuesto si sería posible la sanción por la infracción en grado de tentativa.

En cuanto al tema de las sanciones a imponer, en el caso de infracciones muy graves, podrá imponerse al infractor una o más de las sanciones tipificadas en el artículo 102 de la LMV, esto es:

- a) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cantidades: el quintuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; el 5 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora, el 5 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 600.000 euros.
- b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores durante un plazo no superior a cinco años.
- c) Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario oficial o del sistema multilateral de negociación correspondiente por un plazo no superior a cinco años.
- d) Exclusión de la negociación de un instrumento financiero en un mercado secundario o en un sistema multilateral de negociación.
- e) Revocación de la autorización cuando se trate de empresas de servicios de inversión, Entidades Gestoras del Mercado de Deuda Pública o de otras entidades inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Si se trata de empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, esta sanción de revocación se entenderá sustituida por la prohibición de que inicie nuevas operaciones en el territorio español.
- f) Suspensión en el ejercicio del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera por plazo no superior a cinco años.
- g) Separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años.

h) Separación del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en cualquier entidad financiera, con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra entidad de las previstas en el artículo 84.1 y 84.2.b) y e) por plazo no superior a diez años.

En el caso de que se trate de infracciones graves, el artículo 103 prevé que se imponga al infractor una o más de las siguientes sanciones:

a) Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cifras: el doble del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; el 2 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora, el 2 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 300.000 euros.

b) Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores durante un plazo no superior a un año.

c) Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario oficial o del sistema multilateral de negociación correspondiente por plazo no superior a un año.

d) Suspensión por plazo no superior a un año en el ejercicio del cargo de administración o dirección que ocupe el infractor en una entidad financiera.

Las sanciones se imponen en principio al infractor, sea persona física o jurídica. Sin embargo, en el caso de las infracciones muy graves o graves, se prevé también en los artículos 105 y 106 de la LMV que, cuando el infractor sea persona jurídica, se pueda adicionalmente imponer sanciones a quienes ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma sean personalmente responsables de la infracción.

Para finalizar, debemos poner de relevancia cierta problemática en cuanto al régimen sancionador, producida al poder producirse el reproche a una misma conducta en el ámbito administrativo y penal. El problema del *non bis in ídem* parece tener solución en la forma en que se enuncia en el artículo 96 LMV, de donde se desprende que se da una preferencia del orden penal con respecto al administrativo y, se produce una vinculación de los hechos probados en vía penal para los órganos administrativos. Sin embargo, el artículo 96 no establece que sea imposible una doble sanción tanto en el orden penal como en administrativo, sin embargo, esto nunca podría darse ya que conforme a la

doctrina del Tribunal Constitucional sólo será predicable cuando no exista identidad de sujeto, hecho y fundamento jurídico. Creemos que en los supuestos de abuso de mercado, la tipificación administrativa y penal tiene un mismo fundamento jurídico y por tanto no debería ser posible la doble sanción.

4. CONCLUSIONES.

A la finalización de este trabajo, podemos una vez examinados con profundidad la operativa de las sociedades mediante autocartera y la unión de ésta con respecto a la figura del abuso de mercado, vislumbrar que:

- Existe una gran problemática en cuanto a las operaciones que la sociedad efectúa sobre sus propias acciones.
- El problema de las operaciones de autocartera no es fácil de resolver, en tanto en cuanto, se debe de buscar un equilibrio entre los problemas y las ventajas que ésta aporta. Equilibrio que la legislación y los mecanismos con los que cuenta la CNMV aun tratan de buscar.
- La autocartera puede ser utilizada en el ámbito del mercado de valores por las sociedades cotizadas para manipular el curso de las cotizaciones según les convenga. Problema que constituiría un abuso de mercado al alterar la fijación objetiva de los precios en el mercado.
- La manipulación de las cotizaciones a través de la autocartera constituye hoy en día un gran problema de abuso de mercado, donde en el terreno regulatorio aún quedan muchas cosas por realizar.
- Los límites que dispone la ley para operar con sus propias acciones son todavía muy amplios, facilitando a las sociedades cotizadas la utilización de esta autocartera para fines fraudulentos. Efectivamente, el límite del 10% que dispone la LSC con respecto a las sociedades cotizadas en supuestos de adquisiciones derivativas, se puede ver como un porcentaje más que suficiente para alterar el curso de las cotizaciones y, más en sociedades de gran tamaño como una sociedad cotizada, donde ostentar el 1% del accionariado ya constituye una cifra relevante. Se debería en mi opinión rebajar ostensiblemente este porcentaje, dándose como consecuencia directa del incumplimiento la nulidad de pleno derecho de la operación.

- El papel que la CNMV desarrolla en el control de las operaciones con las propias acciones, en relación con conductas que puedan entrañar un posible abuso de mercado, es un papel a posteriori, es decir, los deberes de información que establece la CNMV, se basan en ciertas operaciones sospechosas que pueden revestir determinados problemas con respecto al mercado, sin embargo, es un deber que no va a evitar el daño que ya se ha producido al mercado. Efectivamente, el daño al mercado se efectuará y, posteriormente si la sociedad lo ha hecho mal, tendrá que sufrir las consecuencias de su mala actuación. Quizás para determinadas operaciones este control deba ser *ex ante*, para determinadas operaciones con autocartera, de tal forma que sea una *conditio sine qua non* la previa autorización de la operación por la CNMV para que pueda llevarse a acabo.
- Los último intentos que ha realizado la CNMV en materia de regular la operativa discrecional de autocartera van en este sentido, nos podemos referir en este caso al acuerdo del Comité Ejecutivo de julio de 2013, donde se establecen unos criterios orientativos en materia de operativa discrecional de autocartera, que no terminan de concluir como deberían, ya que son meras directrices. Como ya apuntamos en el momento de tratar este texto, durante la elaboración del trabajo, se trata de directrices que con muy buen criterio tratan de evitar manipulaciones en el mercado, sin embargo, se debería haber dotado de un régimen sancionador al texto y, en mi opinión además constituir un mecanismo de autorización previa para la realización de tales operaciones, mediante un examen *ex ante* por parte de la CNMV.
- En definitiva, el incurrir en abuso de mercado a través de operativas de autocartera, es un problema que a pesar de los avances regulatorios que se han dado en los últimos años, a día de hoy, sigue entrañando numerosas dificultades. Es un problema difícil de detectar debido a la complejidad que reviste el mercado de valores y las innumerables circunstancias por las que las cotizaciones pueden presentar una tendencia u otra. Sin embargo, la tendencia regulatoria está siguiendo un camino adecuado, y la CNMV está realizando avances en esta materia, que se tienen que endurecer más si cabe. Se deberán hacer estos avances por medio del organismo supervisor, ya que es el órgano adecuado para controlar esta operativa, dotando de una gran flexibilidad a las soluciones que van surgiendo sobre esta problemática. Y es que, la correcta

formación de precios en el mercado de valores es un bien jurídico imprescindible a proteger, dotando a todas las personas que intervienen en el mismo de una cierta seguridad cuando actúen en él.

BIBLIOGRAFÍA

CAMPUZANO, A., CONLLEDO, F., PALOMO, R., *Los mercados financieros*, Tirant lo Blanch, Madrid, 2013.

CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milán, 1988, pp. 73 a 85.

IBARRA, J., JIMENEZ-BLANCO, G., *Abuso de mercado: una panorámica de su normativa administrativa y penal vigente*, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, num.126, Madrid, 2012, pp. 11 a 22.

PAZ-ARES, C., VELASCO, F., *Infracciones administrativas y autocartera en la sociedad anónima*, Ciencias Jurídicas, Madrid, 1997.

ROJO, C., *La información exigida a los operadores como valor para la eficiencia del mercado de valores*, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, num.126, Madrid, 2012.

URÍA, R., *Curso de Derecho Mercantil I*, en A.A.V.V., Tomo I, Segunda edición, Civitas, Pamplona, 2006, pp. 896 a 909.

URÍA, R., MENÉNDEZ, A., *Lecciones de Derecho Mercantil*, en A.A.V.V., Tercera Edición, Civitas, Madrid, 2005, pp. 366 a 375.

VÁZQUEZ CUETO, J.C., *Régimen Jurídico de la Autocartera*, Marcial Pons, Madrid, 1995.

VEIGA, A., “La acción y la participación social”, en IBAÑEZ, J. (Coord.), *Fundamentos de derecho empresarial. Derecho de Sociedades*, Tomo II, Segunda Edición, Civitas, Pamplona, 2013, pp. 118 a 153.

ZUNZUNEGUI, F., *Derecho del Mercado Financiero*, Tercera edición, Marcial Pons, Madrid, 2005, pp. 483 a 489.

ZURITA, “La adquisición de la sociedad de sus propias acciones.”, en ROJO (Dir.), *La reforma de la ley de sociedades anónimas*, Madrid, 1987, pp. 123 a 144.