



Enero 2016 - ISSN: 1988-7833

## VISIÓN INTERNACIONAL DEL DELITO DE INICIADOS. ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA. INSIDER TRADING

Miguel Díaz Llanes<sup>1</sup>

Profesor de la Universidad Pablo de Olavide

mdialla@upo.es

### Resumen

Este artículo aborda el *insider trading* bajo una óptica internacional, pero a la vez poliédrica. Analizaremos su estructura y origen, así como los requisitos que ha de reunir dicha conducta o los distintos países para ser considerada delito. Comentamos aquellos factores que son más proclives a la génesis y desarrollo de estas conductas ilegales. Incluimos, además la relación entre *insider trading* y los mercados financieros. Dedicamos una parte significativa al análisis de la normativa en diferentes países, y también en España; así como las sanciones de esta conducta irregular a lo largo del mundo.

### Palabras Claves

Insider Trading, Abuso Información Privilegiada, Visión Internacional, Mercados Financieros, Sanciones.

Sistema de Clasificación JEL: K22 Business and Securities Law

### Summary

This article discusses the insider trading under an international perspective, but also multifaceted. We analyze its structure and origin, and the requirements to be fulfilled by such conduct through different countries to be considered a crime. We discuss the factors that are more prone to the genesis and development of these illegal behaviors. We include also the relationship between insider trading and financial markets. We dedicate a significant part to the analysis of the legislation in different countries, and also in Spain; and the penalties of this erratic behavior throughout the world.

### Keywords

Insider Trading- Insider abus- International Perspective-Financial Market-Sanction

JEL Classification System: K22 Business and Securities Law

En el presente artículo pretendemos definir lo que es el *insider trading* o delito de iniciados que consideraremos conceptos similares. Al mismo tiempo determinar su estructura y origen. Convertir o no en delito esa conducta es decisión de cada país. Además indicaremos los requisitos que ha de reunir dicha conducta en España para ser considerada delito. También nos interesa señalar aquellos factores que son más proclives a la génesis y desarrollo de estas conductas ilegales. Como continuación en nuestro desarrollo abordaremos la relación entre *insider trading* y mercados financieros. Adentrándonos en la cuestión analizaremos sucintamente las diferentes normativas tanto nacionales como internacionales.

En este caso, como en otros muchos, en primer lugar estamos ante un hecho socialmente criticable y preocupante. De todas esas conductas socialmente indeseables, una parte son tratadas administrativamente. Y por último un porcentaje escaso se lleva a la esfera penal.

---

<sup>1</sup> Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales.  
Master en Dirección de Empresas.

Pasamos así del uso de la información privilegiada, al abuso de información privilegiada y de ahí al delito de iniciados o *insider trading*. La condena del delito es cuestión y competencia del legislador. Son decisiones políticas. Se define qué parte voy a castigar, lo que quiero evitar. Cuando me dice lo que prohíbe, está indicando lo que quiere proteger.<sup>2</sup>

## 1.- CONCEPTO.

Hemos encontrado diversas definiciones de *insider trading*. En Gran Bretaña se denomina *Insider Dealing* y en España se conoce como Abuso de Información Privilegiada o Delito de Iniciados. “Contratación en bolsa con información privilegiada; delito de iniciado; tráfico de información privilegiada, especialmente, en la contratación -trading- y transacciones llevadas a cabo en los mercados de valores; transacciones comerciales hechas utilizando información privilegiada a la que tienen fácil acceso muy pocas personas en razón de su cargo o de su puesto de trabajo en una empresa”<sup>3</sup>.

Otra definición encontrada es: “La práctica prohibida por la Ley en algunas bolsas (en EE. UU., etc.) consistente en comprar o vender según las informaciones secretas sobre ciertos valores, que se obtienen por la presencia en cargos de responsabilidad, o por confidencias recibidas desde el interior de las empresas. En otros países es prácticamente tolerada. La traducción oficial en España es Información Privilegiada”<sup>4</sup>.

Por su parte el diccionario empresarial Collins recoge la siguiente definición: “Buying or selling stocks and shares by people who have knowledge of some event which affects the value (when this information is not known to the general public)”<sup>5</sup>.

El Decreto Legislativo 861 de la Ley del Mercado de Valores de Perú define la Información Privilegiada como: “Cualquier información proveniente de un emisor y referida a éste, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos o garantizados, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la liquidez, en el precio o la cotización de los valores emitidos”. Una definición muy clara y precisa.

Por lo recogido en las líneas anteriores se percibe que el *insider trading* sólo afecta a personas dentro de las empresas cuando en Estados Unidos se suelen condenar a miembros de otros colectivos como por ejemplo a los periodistas económicos. Tal es el caso -entre otros muchos- de Foster Winans, un profesional del muy influyente Wall Street Journal que además de escribir una columna titulada “oído en la calle” pasaba información antes de publicarla a dos corredores de bolsa que operaban en Bolsa y se repartían las ganancias. El plan les proporcionó 675.000 dólares de 1983. Fue condenado al año siguiente. Similar suerte corrieron dos jóvenes empleados del Investors Chronicle, filial del Financial Times que utilizaban anticipadamente las recomendaciones de la publicación que conocían previamente por las pruebas de imprenta.

Esto según el autor<sup>6</sup> no se podía contar en España (en aquella época, en los 80), porque tal figura no estaba prohibida por la legislación española y su utilización se consideraba algo normal en los mercados de valores. Y apostilla que “sí parece existir una leve mala conciencia social, que explicaría la conmoción que en los mercados de valores ha supuesto la incorporación del supuesto del *insider trading* en el Proyecto de Ley de Reforma del Mercado de Valores”. Me comentó en una conversación que tuve con él en Madrid que en aquellas fechas el chofer del presidente de un gran banco español de la época había hecho fortuna a partir de las conversaciones que escuchaba de los asientos traseros del coche.

El artículo 81.1 de la Ley de Mercado de Valores define la información privilegiada como “toda información de carácter concreto que se refiera a uno o varios valores y a uno o varios emisores de valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre la cotización de tales valores”.

---

<sup>2</sup> López Peregrín, María del Carmen. “El *insider trading* o abuso de información privilegiada bursátil”. Actualidad Penal. Número 30. 28 de julio a 1 de agosto de 1993. Páginas 421 a 442. Conversación en la Universidad Pablo de Olavide en enero-marzo de 2008.

<sup>3</sup> Alcaraz Varó, Enrique y Hughes, Brian. (1997). Diccionario de términos económicos, financieros y comerciales. Barcelona. Ariel Referencia. Página 381.

<sup>4</sup> Tamames, Ramón y Gallego, Santiago. (1994). Diccionario de Economía y Finanzas. Madrid. Alianza Editorial, Central Hispano y Ciencias de la Dirección. Página 300.

<sup>5</sup> Wallace, Michael J. and Flynn, Patrick J. (1985). Collins Business English Dictionary. London and Glasgow. Página 83.

<sup>6</sup> Mora del Río, Francisco José. (1988). “El *Insider Trading*. Delito con la nueva Bolsa”. Boletín de Estudios Económicos. Volumen XLIII. Abril 1988. Número 133. Páginas 87-99.

Por su parte la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) define la información interna como la que no es pública y material y para ello se acoge a los principios de confidencialidad y materialidad<sup>7</sup>.

El *insider trading* no se puede considerar como una actividad nueva, o relativamente nueva. Ya en el primer tercio del siglo XX se consideraba que la obtención de beneficios por especulación y uso de información privilegiada era algo normal y que formaba parte de los emolumentos recibidos por los directivos en Estados Unidos. No obstante la Ley del Mercado de Valores de ese país de 1934 en su sección 16 recogía dicha práctica irregular<sup>8</sup>, e incluso la sociedad podría recuperar el beneficio obtenido por sus directivos mediante el uso de información privilegiada.

Es claro que en Estados Unidos el tema tiene una solera y hay una sensibilidad que no existe a este lado del Atlántico y en mucho menor grado en nuestro país. Incluso ha habido teóricos que han dado una vuelta de tuerca más y han llegado a teorizar sobre las bondades del uso de la información privilegiada. Consideran que la misma da eficiencia al mercado de valores y contribuye al mejor empleo de los recursos disponibles; retribuye a los que con sus conocimientos son capaces de sacar beneficios del mercado; y que no es inmoral el que usa tal información porque no quebranta ninguna relación de fidelidad.

Más lógicos pudieran ser aquellos que manejan argumentos en contra del uso de información privilegiada. Éstos se centran en que: el beneficio que se genere en la empresa pertenece a los accionistas que han puesto su dinero, y no al primero que se entere; los que se benefician reciben una remuneración excesiva no contemplada en sus contratos; tampoco se puede abusar de la confianza de los socios de la compañía; y por último tales prácticas destruyen la confianza del público en los mercados de valores.

## **2.- ORIGEN Y LOCALIZACIÓN DEL USO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.**

El origen de la información privilegiada no lo podemos situar en un momento perfectamente determinado. Podría decirse que se remonta al origen mismo del comercio<sup>9</sup>, pero no se tuvo conocimiento de casos específicos hasta el año 1723, en que Sir John Barnard, gran conocedor de los negocios londinenses, denunció que personajes vinculados a la Compañía de las Indias Holandesas se habían enriquecido a costa de los demás accionistas, pues al tener conocimiento anticipado de la disminución de los dividendos que dicha empresa iba a dar, vendieron las respectivas acciones, poco tiempo después el valor de las acciones bajó en un 50%. Los conocedores de una información privilegiada vendieron sus títulos y evitaron así un considerable quebranto económico. Con posterioridad a ese año los casos de uso de información privilegiada no han parado de surgir y de crecer.

El IOSCO hace una clasificación del *Insider* entre Primario (dentro de la empresa) y Secundario (externo a la empresa)<sup>10</sup>. Dentro de los primeros distingue entre los que trabajan habitualmente (ejecutivos, ...) dentro, y los 'temporales', profesionales externos con acceso a información relevante de la propia compañía. En los secundarios recoge a los "tippees", literalmente serían unos 'chupadores de información', personas que trabajan dentro de la empresa que suministran información a una externa que se beneficia de ella (*tippee*). Habla de otro *insider* secundario, los accidentales para denominar a aquellas personas que sin recibir información de la empresa de forma voluntaria y premeditada (escuchar conversaciones de forma accidental, recibir un email de forma errónea, ...).

Podemos comenzar situando el *insider trading* en el campo jurídico penal. Su encuadre podría ser varios. No obstante nos hemos decantado por considerarlo como una infracción contra el libre mercado o la libre competencia<sup>11</sup>. Y dentro de él se puede entender como maquinación para alterar el precio, y también como abuso de información privilegiada en el mercado de valores. Pero puede también considerarse que lo segundo, uso de información privilegiada, lleva a lo primero, manipulación del precio.

Bajo la primera óptica, se entenderá la existencia de delito tanto si se altera al alza como a la baja. Y en ambos casos ya existe cuando se intenta alterar, no sólo cuando se altera mediante violencia, amenaza, engaño o utilizando información privilegiada. Y hay que recordar que es delito la "mera tentativa de alteración de los precios sin llegar a

<sup>7</sup> International Organization of Securities Commissions. (2003). "Insider Trading. How jurisdictions regulate it". Marzo 2003. Páginas 1 y siguientes.

<sup>8</sup> Prat Rodrigo, Margarita. (1990). El uso de información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones (EE. UU. 1933-1988). Ediciones Deusto. Bilbao. Páginas 36-42.

<sup>9</sup> Reyna Alfaro, Luís. (2000). "Notas introductorias a la problemática de uso ilegal de información privilegiada ante el mercado de valores. Anotaciones relacionadas al uso ilegal de Información privilegiada ante el Derecho Penal". [www.noticias.juridicas.com](http://www.noticias.juridicas.com). Abril 2000.

<sup>10</sup> International Organization of Securities Commissions. (2003). "Insider Trading. How jurisdictions regulate it". Marzo 2003. Páginas 7 y siguientes.

<sup>11</sup> Martínez-Buján Pérez, Carlos. (1999). Derecho Penal Económico. Parte Especial. Tirant Lo Blanch. Valencia. Páginas 124-150.

exigirse su consecución efectiva". Además, el simple hecho de intentarlo podría entenderse como dolo. Igualmente se contempla la posibilidad de que el mismo lo pueda hacer una sola persona o varias.

Esto se ve acompañado de otro elemento penalmente tipificado, el delito de abuso de información privilegiada. A nuestro modo de entender podemos decir que el uso de información privilegiada es legal y lo ilegal es el abuso. ¿Dónde ponemos el límite? Hecha esta salvedad, decir que antes sólo se aplicaba esta figura en el ámbito de la Administración Pública. El Código Penal español restringe el círculo de posibles autores del delito sólo a quienes de forma directa o por persona interpuesta usen o suministren información relevante para la cotización a la que se haya tenido acceso reservado con ocasión de su actividad profesional o empresarial<sup>12</sup>. La prohibición recae sobre los denominados *insider* primarios (directos o de derecho) dejando fuera del ámbito de aplicación de la ley las conductas ejecutadas por los iniciados secundarios (*outsiders*). El bien jurídico protegido es algo supraindividual y difuso que consiste en un correcto funcionamiento del mercado de valores sustentado en el respeto al "principio de igualdad de oportunidades de los inversores". El artículo 285 del Código Penal es fundamental en todo esto<sup>13</sup>:

1. "Quien de forma directa o por persona interpuesta usare de alguna información relevante para la cotización de cualquier clase de valores o instrumentos negociados en algún mercado organizado, oficial o reconocido, a la que haya tenido acceso reservado con ocasión del ejercicio de su actividad profesional o empresarial, o la suministrarle obteniendo para sí o para un tercero un beneficio económico superior a 600.000 euros o causando un perjuicio de idéntica cantidad, será castigado con la pena de prisión de uno a cuatro años, multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años.

2. Se aplicará la pena de prisión de cuatro a seis años, la multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o favorecido e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad de dos a cinco años, cuando en las conductas descritas en el apartado anterior concorra alguna de las siguientes circunstancias:

1. Que los sujetos se dediquen de forma habitual a tales prácticas abusivas.
2. Que el beneficio obtenido sea de notoria importancia.
3. Que se cause grave daño a los intereses generales."

El sujeto pasivo sería siempre una colectividad difusa de inversores.

También se exige que el autor del delito haya tenido acceso reservado a la información, que la misma tenga carácter confidencial y no público, y que sea relevante para la cotización de uno o más valores.

¿Quiénes serían los *insiders*? En primer lugar los societarios (administradores, ejecutivos, directivos); en segundo lugar los intermedios (aquellas personas que por su actividad profesional o empresarial hayan tenido acceso a esas informaciones reservadas: asesores, analistas, periodistas, impresores, publicistas, ...).

Para que exista delito se precisa la existencia de un daño<sup>14</sup>. Y éste se puede medir en términos de disminución del patrimonio que incluyan aspectos materiales y/o morales. La incidencia del daño determinará el tipo de acción a realizar por parte de los afectados. Por otro lado para determinar el grado de culpa se atenderá a conceptos como la voluntariedad, aunque existe doctrina (Uría) que habla de que los actos sean contrarios a la ley o a los estatutos. Por su parte Sánchez-Calero asegura que en esos casos también se ha producido una actuación por parte de los administradores de la sociedad sin la diligencia debida. Y como elementos incluidos tendremos tanto las acciones como las omisiones que se produzcan en el ejercicio de las funciones propias del cargo de administradores. Y aquí hay que dejar claro que el acto dañoso se puede producir a nivel colectivo por el órgano ejecutivo o sólo por alguno de sus miembros.

---

<sup>12</sup> Vega Gutiérrez, José Zamyr. (2010). Tesis doctoral. El delito de uso de información privilegiada en el Mercado de valores, especialmente en el derecho penal español (art. 285 CP). Universidad de Alcalá de Henares.

<sup>13</sup> Ley Orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código Penal. La redacción del artículo en cuestión es de la Ley Orgánica 15/2003 de 25 de noviembre. Y Código Penal y legislación complementaria. Edición actualizada a 25 de julio de 2014.

<sup>14</sup> Lefebvre Francis. Dossier Práctico. (1998). Responsabilidad de los administradores. Levantamiento del velo. Ediciones Francis Lefebvre, SA. Madrid. Páginas 26-29.

Para concluir este apartado indicar que se tiene que dar una relación causa-efecto y que no ha de mediar hechos fortuito o de causa mayor. Indicar que tanto Uría como Sánchez Calero se refieren a la infracción administrativa.

Cualquieras que sean las manifestaciones del bien jurídico adoptadas (transparencia, confianza, formación de precios, igualdad de oportunidades, seguridad de las transacciones, etc.) orientadas a proteger el funcionamiento del mercado, lo cierto es que estamos frente a un auténtico bien jurídico de naturaleza colectiva, no protegiéndose –por tanto– el patrimonio de los inversores, aunque sí es posible la existencia de perjuicios económicos mediante operaciones con información privilegiada. En consecuencia, no estamos frente a un delito pluriofensivo, sino ante un delito uniofensivo que protege el bien jurídico colectivo de la igualdad en el riesgo que suponen las operaciones bursátiles<sup>15</sup>.

En cuanto a los responsables<sup>16</sup> se parte de la idea de la solidaridad de todos los miembros del órgano de administración salvo que alguno muestre su disconformidad. Son plenamente responsables tanto el administrador único como los administradores solidarios. Los consejeros delegados pueden asumir una responsabilidad específica no extensible al órgano de administración delegante. El presidente del consejo de administración tiene una responsabilidad añadida desde el momento que es quien firma las actas, quien preside las juntas, etc. No queda clara la responsabilidad del secretario del consejo de administración. Estas observaciones tienen su cabida en el ámbito administrativo.

Lo que sí es determinante y requisito para ser considerado objeto del Código Penal es la existencia de dolo<sup>17</sup>.

La moderna economía financiera se funda en la confianza del público en el buen funcionamiento de los mercados. Si estamos sumidos en unos momentos en los que se relaja la moral social, la moral económica se refuerza<sup>18</sup>, ... o debería.

En todo esto es fundamental el papel del **Consejo de Administración**. Es el organismo básico de la gestión de las entidades mercantiles tanto en el diseño de las estrategias como en su ejecución. No obstante la visión que de él se pueda tener cambia mucho según la mentalidad<sup>19</sup>.

Así para los anglosajones es incuestionable que el consejo de administración debe representar exclusivamente a los intereses de los accionistas y se considera su aportación financiera a la empresa tiene el carácter de inversión específica. Estas pueden ser las notas en el **Reino Unido**. En los otros países anglosajones, y en especial en **Estados Unidos**, los miembros del consejo de administración están más preocupados por las relaciones públicas y por contentar a todos que por la defensa de los intereses de sus accionistas, de ahí los retrasos en la toma de decisiones, el absentismo y los peores resultados comparativos con los británicos. Además en Estados Unidos los consejos son excesivamente grandes y están muy preocupados por evitar demandas de todo tipo de colectivos. En Estados Unidos está la figura del consejero externo y en Gran Bretaña el consejero no ejecutivo.

En **Alemania** las GmbH (que no cotizan en Bolsa) que tengan más de 500 trabajadores y las AG (que sí cotizan en Bolsa), tienen la obligación legal de tener un Consejo de Gestión (Vorstand) y un Consejo de Vigilancia (Aufsichtsrat) en el que se encuentran representados los accionistas (50%), los empleados y los sindicatos (juntos el otro 50%). En Alemania los consejeros externos suelen representar a empresas o instituciones con las que mantienen acuerdos a largo plazo, intercambio de acciones, etc. El consejo de vigilancia representa los intereses de los accionistas, pero también de otros colectivos.

En **Japón** las cosas son diferentes pues no están representados los trabajadores. Los consejeros externos suelen representar a grandes accionistas. Aunque no tiene carácter formal son habituales las relaciones de carácter informal con acreedores, empresas del grupo, accionistas relevantes, directivos, etc. Esto último recuerda al modelo alemán pero sin su carácter formal y legal. Otro elemento a resaltar es que un porcentaje importante de consejeros ejecutivos en Japón han sido antes directivos intermedios que promocionan llegando a alcanzar el 80% en las sociedades cotizadas. Otro dato en las empresas en Bolsa el 75% de sus consejeros son internos y el 25% externos.

---

<sup>15</sup> Vega Gutiérrez, José Zamy. (2010). Tesis doctoral. El delito de uso de información privilegiada en el Mercado de valores, especialmente en el derecho penal español (art. 285 CP). Universidad de Alcalá de Henares. Página 197.

<sup>16</sup> Lefebvre Francis. Dossier Práctico. (1998). Responsabilidad de los administradores. Levantamiento del velo. Ediciones Francis Lefebvre, SA. Madrid. Páginas 29-40.

<sup>17</sup> Vega Gutiérrez, José Zamy. (2010). Tesis doctoral. El delito de uso de información privilegiada en el Mercado de valores, especialmente en el derecho penal español (art. 285 CP). Universidad de Alcalá de Henares. Páginas 366 y siguientes.

<sup>18</sup> Zunzunegui Pastor, Fernando. (2002). Abuso de Mercado Ética y Mercado de Valores. Madrid. Marcial Pons. Páginas 153.

<sup>19</sup> Salas Fumás, Vicente. (2002). "El gobierno de las empresas". Colección Estudios Económicos. Número 29. La Caixa. Páginas 112-153.

Por último en **España** sólo está la figura del consejo de administración sin supervisión por otro organismo. Hay una escisión entre la Junta de Accionistas y el Consejo de Administración aunque teóricamente la primera elige al segundo, pero sin mantener proporciones accionariales. Desde el Círculo de Empresarios se recuerda desde hace tiempo que los consejos de administración en España son opacos, pasivos, con falta de independencia de los consejeros no ejecutivos, insuficiente representación de los minoritarios, poco debate interno, poca dedicación, etc. Otro elemento preocupante es la escasa relación entre acciones y miembros del consejo de administración. Según datos de la CNMV en las empresas nacionales no familiares estaría en torno al 30% y en las entidades de crédito en torno al 10%.

Pudiera entenderse que estas características propician la aparición de actividades no legales como el *insider trading* y sería conveniente acciones para acotarlas y reducirlas.

La mayoría de los autores coincide en la dificultad de delimitar y concretar qué vamos a entender por iniciado. El Diccionario de la Lengua Española lo define como aquel que comparte el conocimiento de una cosa secreta. Pero veamos qué dice la normativa y la legislación comparada<sup>20</sup>.

**Estados Unidos:** Existen tres teorías para regular el *insider trading*:

- A. The Equal Access Theory (Acceso Igualitario a la Información) que recoge la premisa de que todos los que intervienen en el mercado de valores tienen el deber de veracidad para con el resto de inversionistas asentado sobre la base del principio de igualdad material. Si alguien tiene información privilegiada se le exige o bien que la ponga en conocimiento de todos, o simplemente, no usarla.
- B. The Fiduciary Duty Theory (Teoría del Deber de Confianza) que supone un mutuo deber de confianza y de fidelidad por el que cada parte debe revelar la información privilegiada que posee. Se necesita además que los inversionistas estén en relación directa, sin agentes de intermediación bursátil.
- C. The Misappropriation Theory (Teoría de la Apropiación Indevida) que impone a los inversionistas la obligación de revelar la información privilegiada o abstenerse de utilizarla cuando haya sido obtenida ilegalmente o mediante el quebrantamiento del deber de confidencialidad.

Como se aprecia el derecho norteamericano en la materia se mueve en un ámbito subjetivo muy amplio donde se incluye a cualquier persona que realiza prácticas fraudulentas relacionadas con la compra-venta de valores mobiliarios. Además condena tanto al *insider* como al *outsider*.

**Europa:** Pone el énfasis en el acceso a la información privilegiada tanto por la posición que tiene el individuo dentro de la empresa como por las relaciones que mantiene con ella. Agrupa a los iniciados en: Iniciados primarios y secundarios<sup>21</sup>. A partir de la normativa comunitaria cada país ha ido desarrollando sus propias regulaciones.

**Gran Bretaña:** Está regulada a partir de la Companies Act de 1980. Le da a los tribunales bastante libertad para la interpretación. Es una norma restrictiva en cuanto al papel de los directores -donde centra el *insider*- pues se le prohíbe expresamente el uso de este tipo de información incluso a los que lo fueron en los últimos 6 meses.

**Alemania:** País con un alto grado de autorregulación. Los códigos son voluntarios y hay dos tipos de reglas: reglas de comportamiento y reglas de procedimiento. Las primeras afectan a accionistas con más del 25% del capital.

**Francia:** Cuenta con una ley de 1970 con varias modificaciones a lo largo de los 80 en la que distingue a iniciados por naturaleza y ocasionales. La interpretación es amplia a la hora de entender la vinculación del iniciado profesional con la empresa.

**Suiza:** Criminaliza dos tipos de comportamientos: la explotación de la información privilegiada y el suministro a un tercero para su explotación. Determina con detalle quién es el *insider* en *stricto sensu* y el iniciado en *lato sensu* (Autoridad pública, funcionarios y auxiliares de todos los que puedan ser iniciados).

**Italia:** Penaliza tanto el uso como el tráfico de la información privilegiada y sus destinatarios. Distingue entre el que posee información privilegiada y el que abusa de esa información privilegiada. Tiene en cuenta la posición societaria y la conexión empresarial-profesional.

**España:** Es más laxo pues se decanta por considerar que sólo pueden ser autores de este delito quienes de forma directa o por persona interpuesta utilicen o suministren información privilegiada a la que haya tenido acceso por motivo del ejercicio de su actividad profesional o empresarial (artículo 285 del Código Penal). Dicho con otras palabras, sólo puede ser sujeto de este delito el profesional del mercado.

---

<sup>20</sup> Reaño Peschiera, José Leandro. "La criminalización de las transacciones bursátiles con información privilegiada: el delito de *insider trading*. Revista *Advocatus* N° 6. Lima.

<sup>21</sup> Ver artículo 2º de la directiva de la Comunidad Económica Europea N° 89/592/CEE.

Una vez visto lo que ocurre en diferentes países. Se aprecia que los sistemas restrictivos se basan en el criterio de la posición del iniciado en la empresa. En los sistemas intermedios prima la combinación posición-conexión. Por último en los sistemas extensivos se le da la categoría de iniciado a cualquier sujeto por el mero hecho de estar en posesión de información privilegiada.

Con carácter general podemos decir que se comete *insider trading*<sup>22</sup> si se comercia con la información, si se hace *tipping* ó incluso si se intenta cometer la infracción (aunque al final no se consiga).

### 3.- CONTINUIDAD Y ELEMENTOS QUE LO FAVORECEN.

Para afrontar esta cuestión debemos hacer unas consideraciones previas relacionadas con una serie de fuerzas que inciden y condicionan el mundo empresarial y los mercados financieros<sup>23</sup>:

- a. Complejidad. Sobre todo en los globales, donde su amplitud y profundidad proporcionan un reducto perfecto para nuevas formas de engaños, fraude y delitos.
- b. Tecnología: Es una magnífica herramienta para las compañías que posibilita mejorar sus actividades, pero también llevar a cabo actuaciones ilegales.
- c. Desconocimiento de la realidad: Las empresas desconocen o no pueden conocer información completa relacionada con la rentabilidad real de sus operaciones empresariales, económicas y contables y con el valor de su capital intelectual.
- d. Mayor precisión: Las tareas ejecutivas requieren en estos tiempos de mayor rigor, mayor precisión y sobre todo un control completo.

Los anteriores aspectos posibilitan el desarrollo de prácticas delictivas como el *insider trading*.

Entiendo que se pueden vislumbrar los primeros signos de alerta ante empresas y/o actuaciones problemáticas. James Chanos, director de Kymikos Associates, de Nueva York, testificó en las audiencias del Congreso de Estados Unidos sobre el caso Enron<sup>24</sup>. Describió en sus declaraciones seis pasos para detectar problemas:

- El método contable de 'ganancia sobre la venta' permite a las empresas reservar para el futuro los beneficios de una transacción realizada hoy basándose en una estimación de la rentabilidad futura. Para determinar el impacto de las cifras de ganancia sobre la venta, es necesario que la directiva emita su opinión acerca de las valoraciones, factores y supuestos que se aplicarán. Las estimaciones resultantes pueden ser bastantes aceptables, siempre y cuando apliquen un punto de vista razonable y realista. Pero también pueden mostrarse excesivamente agresivas y poco realistas en su metodología y construir con ello una imagen de la rentabilidad o del crecimiento de beneficios que sea un puro mito. Pueden engañar al mercado haciéndole creer que se encuentran en una trayectoria de tremenda rentabilidad cuando, en realidad, están al borde del abismo. Las empresas que confían en este tipo de trucos lo hacen porque necesitan espacio de maniobra. Pero pueden utilizar medios perfectamente legales para crear informes perfectamente falsos sobre la rentabilidad real. En estos casos, las reglas contables y los métodos son los enemigos de la realidad y es necesario aplicarlos con rigor.
- La rentabilidad del capital por debajo de la media, siempre y cuando el informe sea preciso, es normalmente síntoma de buena salud financiera. En Enron, dicha cifra se situaba en el 7%, bastante baja en comparación con las medias del sector energético y con el coste del capital de Enron.
- Una gran cantidad de *insider trading*, como en el caso de Enron, suele ser una señal de que se avecinan malos tiempos y la razón por la cual la SEC quiere que los informes sobre este tipo de transacciones se publiquen mucho más rápidamente.
- Las proyecciones sobre el potencial de mercado contrarias a los resultados de las investigaciones de mercado en general, son señal de que la empresa está creando un mercado falso para llamar la atención.
- Los problemas con los clientes, las relaciones conflictivas con la prensa y la mala imagen es otro elemento a considerar. Incluso aunque la empresa informe a Wall Street de buenos resultados y los analistas recomienden una 'compra fuerte', es posible que los periodistas se enteren de la existencia de quejas de los

<sup>22</sup> International Organization of Securities Commissions. (2003). "Insider Trading. How jurisdictions regulate it". Marzo 2003. Páginas 10 y siguientes.

<sup>23</sup> Elliot, A. Larry y Schroth, Richard J. (2003). Cómo mienten las empresas. Gestión 2000.com. Barcelona. Páginas 23-26.

<sup>24</sup> Elliot, A. Larry y Schroth, Richard J. (2003). Cómo mienten las empresas. Gestión 2000.com. Barcelona. Páginas 32-34.

clientes con respecto a un producto concreto. Puede tratarse de una señal de alarma temprana a tener en cuenta por los inversores. La mala prensa y las quejas de los clientes se conocen hoy en día rápidamente gracias al poder de Internet y a las muchas asociaciones de consumidores que actúan como 'perros vigilantes'.

- La huida de capital humano, especialmente las dimisiones repentinas de altos ejecutivos, puede ser la señal más alarmante de todas.

Algunos de estos indicadores son el resultado de juegos que las empresas llevan a cabo para salir a la calle después de las presiones que reciben cada vez que publican sus informes de resultados trimestrales. Los ejecutivos buscan cualquier tipo de explicación que les sirva para justificar su historia. Si las cosas van bien, ¿cómo lograr que todo siga mejorando? Si las cosas van mal, ¿qué contar que anuncie que se acercan tiempos mejores?

La conclusión a la que podemos llegar por experiencias personales o colectivas, es que a los inversores no les queda otra elección que asumir que lo que informa la empresa no es del todo cierto. Y una pregunta inmediata y lógica, ¿qué hacer para conocer lo que sucede en el interior de las compañías? Si consideramos a Warren Buffet como un entendido en la materia podemos seguir su método, y en qué se fija<sup>25</sup>:

- a. Rentabilidad de la acción.
- b. Niveles de deuda.
- c. Cambios en el margen de operación.
- d. Necesidades de gasto de capital.
- e. Crecimiento de ganancia en efectivo.

Y añade Buffet un sexto elemento, la honestidad y la competencia del equipo directivo.

Parece evidente pensar que existen elementos que pueden mantener o incrementar los efectos del delito de iniciados. Hay otro elemento que favorece el *insider trading* y su continuidad. Los consejos de administración, su composición, elección y funcionamiento dejan mucho que desear y dista mucho del existente en las culturas anglosajonas y germánicas. De hecho hay una resistencia numantina a posibilitar la diversidad de opiniones y la apertura de los consejos de administración. Y en esa línea de escepticismo son extrañas -o quizás no tanto- declaraciones repetidas por personas como el mismo Emilio Botín, presidente del SCH hasta su fallecimiento el 10 de septiembre de 2014, que se opone a esos cambios y quiere unidad en los consejos de administración y en sus decisiones.

En el año 1979, hace 30 años Juan Miguel Antoñanzas<sup>26</sup> recogía 10 puntos negativos en los consejos de administración de aquella época, y que hoy día perviven:

- El presidente tiene absoluta libertad para nombrar o separar a los consejeros.
- No existen procedimientos formales establecidos para estos nombramientos.
- Los consejos son excesivamente numerosos, provocando la inhibición de la mayor parte de sus miembros.
- No existen consejeros realmente independientes.
- El consejo se auto perpetúa a través de la reelección.
- El consejo en pleno no controla a los consejeros ejecutivos.
- El consejo de administración a veces se haya dotado de algún blindaje.
- Retribuciones excesivas a los miembros del consejo y desproporcionadas a su contribución en tiempo dedicado al mismo.
- Falta de información para los consejeros no ejecutivos.
- Desconocimiento por parte de los accionistas pequeños de toda la mecánica de funcionamiento del consejo, lo que les da la sensación, muchas veces real, de desprotección y escasa atención a sus preocupaciones.

Esos puntos pueden favorecer el uso de información privilegiada y que se den casos de *insider trading*.

El deber de información por parte de los ejecutivos de las compañías tiene aún mas relevancia en casos concretos como cuando en el interior de la empresa se ha puesto en marcha una OPA, una adquisición de una empresa, una fusión, la venta de unos activos importantes o cualquier otra causa objetivamente relevante<sup>27</sup>. No sólo la normativa

---

<sup>25</sup> Elliot, A. Larry y Schroth, Richard J. (2003). Cómo mienten las empresas. Gestión 2000.com. Barcelona. Páginas 44-47.

<sup>26</sup> Antoñanzas Pérez-Egea, Juan Miguel. (1979). Futuro del Consejo de Administración en España. Capítulo dentro de la obra Los consejos de administración españoles en una economía globalizada. Círculo de Empresarios. Boletín 62. Madrid. Páginas 77-93.

<sup>27</sup> Alfaro Águila-Real, Jesús. Directors' Dealing. Universidad Autónoma de Madrid. Madrid.

española e internacional obliga a limitar la información dentro de la empresa sino que las mismas tienen consideración de información relevante para el organismo supervisor correspondiente. (Art. 83 bis de la LMV).

Del mismo modo se obliga a los gestores a hacer pública la compra o venta de títulos de la sociedad. Si el ejecutivo compra es que la sociedad tiene potencial de crecimiento y si vende no lo tendrá. Pero puede ocurrir que el objetivo sea inflar el valor y luego vender obteniendo fuertes plusvalías.

La CNMV obliga a informar de estas compras y ventas, pero la SEC va más allá y exige que informe de las plusvalías a corto plazo que se hubiesen generado.

La sospecha razonable se cierne sobre estas operaciones con lo que podemos tener información complementaria en el examen de los seguros de responsabilidad suscritos por los propios administradores.

El régimen jurídico exige comunicar la compra o venta de acciones ordinarias o privilegiadas o de cualquier tipo que otorguen derecho a obtener acciones del emisor (obligaciones convertibles, *warrants*, opciones, etc.).

También se deberían comunicar los préstamos suscritos para comprar títulos. Estados Unidos va por delante y exige que se comuniquen las ganancias obtenidas por la especulación en tales operaciones.

Otra cuestión a plantear es cuándo hay que hacer la comunicación. La normativa española dice que en los siete días hábiles siguientes a la operación. Quién debe comunicarlo. La norma española habla de consejeros, directivos, accionistas mayoritarios y familiares directos. Otros países son más serios y exigentes. En España recordamos varios casos donde no hubo sanción porque los comentarios se hicieron dentro de vínculos próximos: secretaria y familia<sup>28</sup>.

Justo lo que se debería penar.

La casuística se complica cuando la administración de una empresa la ejerce otra sociedad o en los casos de los grupos de empresas. En este caso no compra ni vende una persona sino una sociedad controlada por una persona. También deberían declararse. Ya para terminar, un problema que no se resuelve, o que no se quiere resolver: establecer el nexo causal entre la falta de publicación de la adquisición y el daño al inversor individual.

Se dan ciertos casos especiales donde la información y la aplicación de la normativa debe ser más estricta y debe existir mayor apoyo a las demandas de los accionistas, en especial de los minoritarios. Tal es el hecho de las Juntas Generales donde se debaten cuestiones de carácter extraordinario<sup>29</sup>. La realidad es que el legislador no atiende a las exigencias informativas emergentes con ocasión de adoptarse por la Junta General medidas extraordinarias. Por otro lado la orientación de la jurisprudencia ha sido francamente restrictiva y formalista, con perjuicio evidente para el accionista. La cosa ha cambiado algo, con la nueva Ley de Sociedades Anónimas, pero el problema de fondo persiste. Porque el accionista tiene derecho a conocer las razones, características, repercusiones de determinadas operaciones propuestas a la Junta General por el Consejo de Administración. Y aquí deberían jugar un papel fundamental los auditores y en su defecto expertos independientes. Y la pregunta de siempre, quién paga al auditor, el consejo de administración o la Junta General.

Llegados a este punto nos podemos plantear si existen, y/o deben existir, límites al derecho de información. No podemos negar que la cuestión es importante y difícil. El gran problema reside en que es el presidente de la junta el que determina lo que se puede decir y lo que no. Su decisión siempre estará cargada de altas dosis de subjetividad y de discrecionalidad, sin que las instancias legislativas y judiciales hayan hecho hasta la fecha nada en sentido contrario. Esto provoca no sólo el *insider trading* mantenido en el tiempo, sino el uso subjetivo y discrecional de esta práctica claramente delictiva: Conocer algo negado al resto de los socios y poder beneficiarse para sí o para otros de la misma<sup>30</sup>. En otras legislaciones se ponen límites a ese exceso de discrecionalidad. En Suiza, en Alemania sobre todo, en Italia, ... no son tan condescendientes con el consejo de administración y con el presidente de la Junta de Accionistas.

En España se contempla la posibilidad de que la decisión denegatoria pueda perjudicar a los intereses sociales. Pero la realidad nos lleva a contemplar impotentes las juntas de compañías como Telefónica en tiempos de Villalonga, la del Santander y el BBVA, las de Abengoa, múltiples constructoras y Repsol, entre otros, donde se ignoran las peticiones de información amparándose en el poder del presidente de la junta y en los acuerdos de votación existentes antes de

---

<sup>28</sup> Recordar el caso de Cesar Alierta cuando estaba al frente de Tabacalera estuvo implicado en transacciones de la propia Tabacalera junto a su esposa Ana Cristina Placer y su sobrino Luís Javier Placer a través de la sociedad Creaciones Baluarte, SL.

<sup>29</sup> Martínez Martínez, María Teresa. (1999). El derecho de información del accionista en la sociedad anónima. Mc Graw Hill. Madrid. Páginas 286-289.

<sup>30</sup> Martínez Martínez, María Teresa. (1999). El derecho de información del accionista en la sociedad anónima. Mc Graw Hill. Madrid. Páginas 341-423.

la propia junta. El paso del tiempo ha ido mostrando los perjuicios de ciertas actuaciones de los ejecutivos de las compañías.

La normativa y la jurisprudencia están dando al presidente el poder omnímodo y exclusivo para dirimir lo que se informa y lo que no se informa. Pero normalmente el presidente de la junta es el mismo que el del consejo de administración y éste puede informar parcialmente y eludir aspectos fundamentales a unos accionistas que ignoran la realidad y que están impotentes e indefensos ante tales liberalidades y discrecionalidades.

Existe la posibilidad de que el 25% de los socios exijan información. Pero esto es una falacia que se puede vender como un elemento democrático, jurídico y de libertad de expresión y de derechos. Todos sabemos por la forma de las votaciones sindicadas y de la composición accionarial que en las empresas del Ibex-35 es imposible que esto se dé. Los fondos de inversión a los que se les favorece la entrada en la sociedad por el consejo de administración con la condición de que éste vote por aquellos, las participaciones cruzadas, el poco peso de los minoritarios y su dificultad para organizarse, la compra de votos a cambio de puestos en el consejo de administración, intereses comerciales y empresariales entre determinados socios y la sociedad, los miembros del consejo de administración tienen un poder muy superior al número de acciones que poseen o dicen poseer, consejeros independientes designados *de facto* por el presidente y amigo dócil del presidente y de sus decisiones, agrupación de las preguntas en la juntas, eliminación de preguntas que el presidente considera que ya están respondidas, informes de auditorías escasos y sin profundidad, y un largo etcétera de prácticas imposibles de desarrollar aquí.

#### **4.- EL DELITO DE INICIADOS EN LAS BOLSAS.**

Para empezar podríamos graduar las conductas éticas en nuestros mercados en general, y de forma particular en los mercados financieros, la Bolsa incluida<sup>31</sup>. Parece claro y correcto que alguien se enriquezca por su habilidad en la predicción de las variaciones bursátiles, o por el desarrollo de nuevos instrumentos para diversificar el riesgo, pues está aportando algo positivo a la sociedad.

Pero si hay alguien que se enriquece usando información privilegiada, ese enriquecimiento no sólo no llega a la sociedad sino que la perjudica.

Otro caso igualmente censurable es el del inversor importante que tiene capacidad de derrumbar el mercado para luego entrar a precios más bajos. Aquí se aprovecha de las imperfecciones del mercado, o por decirlo de otra manera está "robando legalmente".

Por último está el que se enriquece dando información falsa al mercado. Con ello puede hundir a una empresa competidora, revalorizar injustamente las acciones propias y reducir el nivel de competencia en el mercado.

Quizás la gran cuestión sea si es exigible una ética al empresario en el mercado de valores, o si, por el contrario es suficiente con que cumplan la norma -entendida como conformidad con Derecho- y optimicen el beneficio de su empresa<sup>32</sup>. Nuestra sociedad en estas, y en otras cuestiones, tiene la idea de que hay algo más allá del Derecho. Dicho con otras palabras, la sociedad siente o percibe la necesidad de que existan ciertos mecanismos que induzcan a los operadores del mercado a actuar éticamente.

También podemos hablar de circunstancias donde el uso de información privilegiada hay que vigilarlo de forma especial. Tal sería el caso de los momentos en los que hay por medio la compra de una compañía o acuerdos estratégicos. En esos casos el daño que se puede hacer es muy superior. El mismo se puede plasmar en una menor remuneración para el accionista que vende, un pago excesivo por parte del que compra, comprar acciones a muy bajo precio cuando el que lo hace conoce un hecho oculto al mercado; posibilidad de que se beneficie posteriormente al vender cuando la información ya ha llegado al mercado, especulación en mercados de materia primas o de futuro, etc.

Un caso muy especial es el que se da en casos de OPAs. Las cautelas, el rigor y la ejemplaridad deben ser también especiales<sup>33</sup>.

#### **5.- REGULACIÓN.**

---

<sup>31</sup> Gómez-Bezales, Fernando. (2001). *Ética, Economía y Finanzas*. Logroño. Gobierno de La Rioja. Páginas 107-109.

<sup>32</sup> Fernández-Armesto Fernández-España, Juan. (2002). *La ética en los mercados de valores, problema crucial de las sociedades y sistemas capitalistas contemporáneos*. Capítulo del libro *Ética y Mercado de Valores*. Madrid. Marcial Pons. Páginas 18-20.

<sup>33</sup> Prat Rodrigo, Margarita. (1990). *El uso de información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones* (EE. UU. 1933-1988). Ediciones Deusto. Bilbao. Páginas 43-56.

En todos los países con sistemas financieros y mercados de valores desarrollados existe gran preocupación por los abusos que se dan con el uso de información privilegiada. Ello les lleva a regular las actividades con ella relacionada con el objetivo de reducirlo en lo posible. Esa proliferación de normativa, a veces dispersas, y otras muy pocas sin conexiones internacionales, será el objetivo de las próximas páginas<sup>34</sup>. Hay que indicar que existen diferencias entre los distintos países, y la primera que salta a la vista es que el país con la regulación más antigua en materia de Información Privilegiada es Estados Unidos que data de 1934. La de Alemania es de 1994, la de España es de 1988<sup>35</sup>, 2002 y 2014, Francia de 1967, Italia de 1991 y 1998, Reino Unido de 1980 y 2000.

En todo esto se impone que las instituciones supervisoras tengan un papel activo y con capacidad ejecutoria<sup>36</sup>. En primer lugar deben tener capacidad para promulgar regulaciones que prohíban el *insider trading*; que lleven a cabo una labor de supervisión; que tengan poder para acceder a la información interna de las compañías; que existan capacidad para sancionar los comportamientos irregulares por las vías civil, penal y administrativa; que se compense a los inversores afectados; que exista intercambio entre las entidades supervisoras de otros países; y por último lleve a cabo una actividad de educación y divulgación.

### 5.1.- Unión Europea:

En el ámbito comunitario se aplica la Directiva 6/2003 de 28 de enero “sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado)”<sup>37</sup> y la 124/2003 de 22 de diciembre a efectos de aplicación de la anterior “sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado”<sup>38</sup>. Y con su posterior desarrollo vía reglamentaria, número 596/2014 de 16 de abril<sup>39</sup>.

Esto nos lleva a estimar que en el seno de la Unión Europea hay un interés claro por definir, acotar, reducir y eliminar estas prácticas que distorsionan el normal funcionamiento del mercado. El ámbito de aplicación en el seno de la UE es cualquier valor negociable en los mercados regulados, no regulados y en otros sistemas alternativos de contratación. La información privilegiada usada debe ser precisa y con efectos significativos sobre los precios. Prohíbe el uso de esta información en la adquisición y cesión de valores, en las comunicaciones y en las recomendaciones. Las excepciones se sitúan en el marco del ejercicio normal del trabajo o de la profesión. Para la prevención de estos comportamientos la directiva comunitaria obliga a la difusión de la información privilegiada cuanto antes; y a la elaboración y actualización de una lista de iniciados. Exceptúa el retraso de la comunicación para no perjudicar los intereses legítimos del emisor si se garantiza la confidencialidad. Los retrasos en la revelación pública de información privilegiada y confidencial se producirían por ejemplo cuando haya negociaciones en curso que se pudieran frustrar; cuando esté en peligro grave e inminente la viabilidad financiera del emisor; o pusiera en peligro el interés de los accionistas existentes o potenciales. En el caso de la manipulación de las cotizaciones la UE persigue cualquier indicio de falsedad o engaño sobre la oferta, demanda o precio; el hecho de asegurar el precio en un nivel artificial; la difusión a través de los medios de información falsa o la utilización de dispositivos ficticios. No obstante establece para los dos primeros casos unas excepciones, si tales usos se ajustan a las prácticas de mercado generalmente aceptadas.

El organismo supervisor a nivel comunitario no está determinado en la directiva pero habla de una centralización de las actuaciones por estado miembro, y la cooperación entre ellos. Las sanciones que contempla la normativa comunitaria se deja a la consideración de cada estado pero asegura que deberá tener carácter disuasorio y proporcionales a la gravedad de la infracción y de los beneficios obtenidos.

Establece igualmente la coordinación y la cooperación entre las autoridades nacionales incluso cuando una de ellas tenga convencimiento de que se están realizando o se han realizado actividades irregulares en otro país; también podrá solicitar a las autoridades de otro país que realice investigaciones.

### 5.2.- España:

---

<sup>34</sup> Baena Tovar, Nuria. (2002). “La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos. Dirección de Estudios. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Monografías número 1. Diciembre 2002.

<sup>35</sup> La norma es de 28 de julio de 1988, aunque normativas posteriores entre 1998 hasta 2007, llevaban a al CNMV a una refundición. Hay un Texto Refundido de 27 de junio de 2014.

<sup>36</sup> International Organization of Securities Commissions. (2003). “Insider Trading. How jurisdictions regulate it”. Marzo 2003. Páginas 15 y siguientes.

<sup>37</sup> Diario Oficial de la Unión Europea. 12 de abril de 2003. Páginas L 96/16 a L 96/25.

<sup>38</sup> Diario Oficial de la Unión Europea. 24 de diciembre de 2003. Páginas L 339/70 a L 339/72.

<sup>39</sup> Diario Oficial de la Unión Europea. 12 de junio de 2014. Páginas L 173/1 a L 1173/61.

El abuso de mercado tanto en su vertiente del uso de información privilegiada como el de la manipulación de las cotizaciones aparece recogido en nuestro país por cinco cuerpos legislativos básicos. El primero es la Ley del Mercado de Valores<sup>40</sup>; el segundo es la Ley 44/2002, de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, más conocida como Ley Financiera, el tercero es el Real Decreto 1333/2005 sobre materia de abuso de mercado, el cuarto es la Ley 6/2007<sup>41</sup>, y el quinto es el Código Penal. La segunda norma ha permitido mejorar y completar a la primera debido a que se aprobaba 14 años después. La tercera se ha centrado y ha desarrollado los aspectos relacionados con el abuso de mercado. La cuarta transpone parcialmente normativa comunitaria en materia de OPAs y transparencia.

El artículo 81 de la Ley del Mercado de Valores define lo que se entiende por información privilegiada: Información concreta, referida a valores negociables, instrumentos financieros o emisores; que no se haya hecho pública; que pudiera influir de forma apreciable en el mercado si se hiciera pública. También asegura que no se puede usar información privilegiada en la preparación o realización de cualquier operación sobre valores negociables o instrumentos financieros; que no se puede comunicar a terceros; o recomendar a un tercero que realice tales operaciones o que induzca a otro a realizarlas.

Tras esas descripciones aparecen las excepciones. Algunas tan amplias como la que asegura que sí se puede usar información privilegiada si ésta se realiza en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo. Como se ve la excepción es muy amplia, laxa y permite la información privilegiada. La información privilegiada es inevitable, lo que se permite o prohíbe su uso o su comunicación. Existen sentencias curiosas en los 90 donde se decía que no era información privilegiada las que se transmitían a secretarías y familiares (Caso César Alierta en Tabacalera).

Volviendo a lo recogido por la normativa aplicable se incluye la obligación de difusión inmediata de hechos relevantes; la comunicación previa a la CNMV; el contenido veraz, claro, completo y cuantificado; también a través de su página en Internet; prerrogativa interpretativa por parte de la CNMV de exención si ello puede afectar a los intereses legítimos del emisor. Volvemos a la discrecionalidad que descafeína una norma aceptable.

Incorpora medidas adicionales como la separación de departamentos, 'murallas chinas', registro de iniciados; y que las operaciones de autocartera no estén afectadas por el conocimiento de información privilegiada. Esto último no deja claro para qué sirve la autocartera. En esencia el uso de la autocartera es sacar beneficio con compras y ventas para lograr que la cotización se sitúe en determinados valores. Esto es manipulación del mercado. Por otro lado parece extraño que los ejecutivos que compran y venden la autocartera no usen información privilegiada siendo ellos los principales y únicos *insiders*.

Como muy interesante para el objeto de este trabajo valoramos el RD 1333/2005 de 11 de noviembre porque se centra en el abuso de mercado y en el *insider trading*. Lo primero que hay que comentar es el retraso que ha tenido la transposición de las normas comunitarias, y que no ha supuesto una mejora de la misma. Este Real Decreto se estructura en 16 artículos y 4 capítulos.

El primero de ellos trata de la información privilegiada, la manipulación del mercado y la aceptación de las prácticas de mercado. El artículo 1 recoge el concepto de Información Privilegiada y de cuándo se puede considerar que influye de manera apreciable sobre la cotización. El artículo 2 lo dedica a las prácticas que falsean la libre formación de los precios enumerando sólo tres casos y dejando a la CNMV la posibilidad de "establecer una relación y descripción no exhaustiva de otras prácticas concretas contrarias a la libre formación de precios". Este punto, como el primero y muchos de los siguientes, dan la sensación de que el RD se queda corto y tiene miedo a suscitar recelos, críticas y/o malestar entre los posibles destinatarios de la norma. El artículo 3 establece los indicios de prácticas que falsean la libre formación de precios. Tras enumerar nueve puntos autoriza a la CNMV a emitir circulares que los amplíen. Es curioso que el contenido de una circular de la CNMV tenga el mismo valor que un RD. Igual ocurre con la aceptación

---

<sup>40</sup> Ley 24/1988 de 28 de julio, modificada por las Leyes 37/1998 de 16 de noviembre y la 14/2000 de 29 de diciembre.

<sup>41</sup> El RD 1333/2005, de 11 de noviembre desarrolla la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado. Apareció publicado en el BOE 280/2005, de 23 de noviembre de 2005. Hay que indicar que esta norma culmina la transposición al ordenamiento jurídico español de tres directivas europeas: la 2003/124/CE de la Comisión de 22 de diciembre de 2003 sobre definición y revelación pública de la información privilegiada y la manipulación de mercado; la directiva 2003/125/CE de la comisión del mismo día sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y de revelación de conflictos de intereses; y la 2004/72/CE de la Comisión de 29 de abril de 2004, de prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas. La Ley 6/2007 de 12 de abril es una transposición parcial de la normativa comunitaria. Con posterioridad hay un Texto Refundido de 27 de junio de 2014.

de prácticas de mercado. El artículo 4 enumera siete, y el artículo 5 habilita a la CNMV a nuevas regulaciones por la vía de las Circulares.

El segundo de los capítulos está dedicado a las obligaciones de los emisores en materia de información privilegiada. El artículo 6 recoge los medios y plazos para la comunicación de la información relevante. El 7 habla del deber de confidencialidad, donde además de incluir las excepciones al deber de informar, recoge el control al acceso a la misma. El artículo 8 versa sobre la elaboración de los registros documentales.

El capítulo 3, titulado comunicación de las transacciones de los administradores y directivos, engloba un único artículo con siete puntos donde concreta las personas que se consideran administradores y ejecutivos y las que tienen vínculo con ellos, así como la notificación de esto.

El último de los cuatro capítulos está dedicado a la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y de los conflictos de interés. Su articulado recoge la definición e identificación de las personas que elaboran y de las que difunden recomendaciones. También las normas que deben regir la presentación de las recomendaciones para que se hagan de forma imparcial, y su difusión. Los artículos 12 y 13 se refieren a la información sobre los intereses y los conflictos de intereses. El último, el 16, se reserva a las obligaciones adicionales para las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito para la difusión de las recomendaciones elaboradas por un tercero.

Una valoración global del articulado nos permite concluir que el tema abordado por el RD es interesante, pero entendemos que la transposición de la normativa europea se ha hecho con retraso y ha perdido la oportunidad de profundizar en las mismas. Por otro lado los títulos de los artículos son adecuados, pero sus contenidos parecen parcos. También la autorización a la CNMV para que amplíe determinados puntos nos parece no adecuada al dotarse a la entidad supervisora de poder legislativo toda vez que sus circulares complementarían y/o modificarían un Real Decreto.

### **5.3.- Alemania:**

En el país germano se aplica la normativa tanto a las operaciones en mercados regulados como no oficiales<sup>42</sup>. Así mismo indicar que se refiere a cualquier tipo de valores negociados en el país o en la UE. Considera a la información privilegiada a toda aquella que al utilizarla tenga un efecto significativo sobre los precios; y queda expresamente prohibida su uso en la adquisición y disposición de valores, así como la recomendación y comunicación (*insiders* primarios). La normativa alemana obliga a la difusión de información *ad hoc* y los cambios en las participaciones significativas. No obstante exceptúa aquellas informaciones que puedan dañar los intereses legítimos del emisor.

En cuanto a las prácticas de manipulación de las cotizaciones son aquellas que supongan indicios de uso incorrecto de información relevante; la retención o ocultación de hechos relevantes; la difusión de rumores o realización de operaciones con el objetivo de engañar al mercado. A las Empresas de Servicios de Inversión (ESI) le exige normas de conducta basadas en dar prioridad al cliente, diligencia, seguridad y justicia en sus actuaciones.

El organismo supervisor es el Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin). Éste puede requerir información a las ESI y a los emisores. Las sanciones pueden ser administrativas (hasta 1,5 millones de euros) y penales (sanciones y cárcel hasta 5 años).

### **5.4.- Francia:**

La normativa que estamos analizando sólo se aplica a los mercados regulados oficiales y se ejerce sobre acciones, bonos, contratos de futuros y el resto de instrumentos financieros. Exige que la información privilegiada suponga un efecto sobre los precios. Prohíbe su uso en las transacciones con valores y su comunicación. No obstante establece una excepción para aquellos casos en que la información privilegiada se produzca en el normal desempeño de su profesión o de su actividad. En el país galo se obliga a la difusión inmediata de información relevante. La excepción, que se pueda comprometer los intereses legítimos del emisor si no se garantiza la confidencialidad.

En cuanto a la manipulación de las cotizaciones se considera la difusión pública de información falsa o engañosa y también la distorsión del normal funcionamiento del mercado por engaño. A las ESI le exige normas de conducta basadas en la transparencia, integridad del mercado, seguridad y justicia.

---

<sup>42</sup> Su ley del mercado de valores (Wertpapierhandelsgesetz-WpHG) es de 9 de septiembre de 1998, con una modificación de su artículo 3, de 22 de junio de 2011.

El organismo supervisor la Autorité des Marchés Financiers (AMF) que surge en el año 2003 de la fusión de la Comisión des Operations de Bourse (COB) y del Conseil des Marchés Financiers (CMF). Sus poderes se extienden al acceso a todos los documentos y testimonios de personas con posible información. Al respecto informa y recomienda. Las sanciones que se aplican en Francia son de carácter administrativo (multas hasta 100 millones de euros o 10 veces los beneficios obtenidos)<sup>43</sup>. También está la vía penal (prisión de 6 meses a 2 años).

#### **5.5.- Italia:**

En el país trasalpino esta legislación se aplica a los mercados regulados oficiales, y en concreto a todos los valores negociados tanto en Italia como en el resto de la UE. Para ser punible la información privilegiada se exige que sea precisa y que tenga un efecto significativo sobre los precios. Prohíbe expresamente su uso en cualquier transacción y en la divulgación y recomendación. Para su prevención obliga a la difusión de la información relevante. En cuanto a la manipulación de las cotizaciones se considera cualquier difusión de noticias falsas, realizar operaciones simuladas o llevar a cabo artificios para alterar el precio o dañar la confianza del público. A las empresas afectadas le exige normas de conductas basadas en la transparencia, integridad del mercado, seguridad, diligencia, eficiencia y justicia.

El organismo supervisor es la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). Puede requerir información, documentación y audiencia a las personas relacionadas. En Italia se aplican sanciones administrativas hasta 25 millones de euros<sup>44</sup>, existiendo también sanciones de carácter civil y penal, hasta los 5 años.

#### **5.6.- Reino Unido:**

En este país se aplica la normativa tanto en los mercados Recognised Investment Exchange como en la plataforma de contratación electrónica para acciones no listadas y cotizadas (acciones no cualificadas) y en ambos casos para cualquier valor negociable en los mismos. A la información privilegiada se le exige que su uso tenga efectos en las decisiones de inversión, prohibiéndose que el uso no se ajuste al comportamiento habitual de un usuario regular; también que se incite o se requiera las actuaciones anteriores. La excepción la constituye la comunicación en el ejercicio de sus funciones. Para su prevención en la Gran Bretaña e Irlanda del Norte se obliga a la difusión de información según las normas de los mercados.

Considera manipulación de las cotizaciones transmitir impresiones falsas o engañosas o distorsionar el mercado. Para la prevención de estas actuaciones opta por el uso de Códigos de Conducta del Mercado.

La Financial Service Act de 2012, ante los problemas provocados por la crisis financiera, autoriza la Financial Conduct Authority que entra en funcionamiento el 1 de abril de 2013. Su objetivo es regular la conducta de los mercados financieros. El ente supervisor es la Financial Services Authority (FSA) que surge de la Financial Services and Markets Act (2000). Puede requerir información y documentación a cualquier persona. Existe también un comité de Decisiones Regulatorias que es un organismo independiente. Las sanciones pueden ser administrativas con multas ilimitadas o con censura pública. A los infractores se les aplica la Ley de Justicia Criminal de 1993.

#### **5.7.- Estados Unidos:**

El objetivo normativo en la materia son los valores, independientemente de su registro en un mercado. La información privilegiada para ser considerada delictiva se le exige que no sea pública y prohíbe cualquier operación sobre la base de información concreta no pública y que infrinja la obligación de confidencialidad. Las excepciones sólo existen en situaciones determinadas de actuación de buena fe. Con el objetivo de prevenir estas prácticas irregulares existe la obligación de difusión pública de información privilegiada si se ha revelado a otras personas. A los *broker-dealers* se les exige que tomen medidas de prevención del uso de información privilegiada, con la excepción de personas y entidades dentro del ejercicio normal de su actividad con las que se mantiene un deber de confidencialidad.

La regulación norteamericana considera manipulación de las cotizaciones a cualquier distorsión del proceso normal de creación de oferta y demanda. A los *broker-dealers* no se les permite realizar o inducir a transacciones con manipulación, engaño, fraude y cotización ficticia.

<sup>43</sup> Acordado por la AMF el 22 de octubre de 2011.

<sup>44</sup> Para más información: "La reforma europea della disciplina degli abusi di mercato: La posizioni della Consob". Senado de la Republica 13 de junio de 2012.

El organismo supervisor es la Securities and Exchange Comisión (SEC) que tiene poderes para requerir y acceder a documentación. Además hay un juez administrativo independiente del *staff* para realizar investigaciones. Las sanciones pueden ser administrativas y civiles con multas hasta 19 millones de dólares y tres veces el beneficio conseguido con el uso de la información privilegiada<sup>45</sup>. Se contemplan penas de cárcel de hasta 20 años<sup>46</sup>.

El plan estratégico de la SEC para el periodo 2014-2018 contempla cuatro objetivos estratégicos<sup>47</sup>:

- a. Establecer y mantener un entorno regulador eficaz.
- b. Reforzar el cumplimiento de las leyes federales de valores.
- c. Facilitar el acceso a la información a los inversores que necesiten tomar decisiones fundamentadas.
- d. Mejorar el rendimiento de la SEC a través de la gestión eficaz de los recursos humanos, financieros y de información.

#### 5.8.- Asia y Oceanía:

Existe un estudio interesante sobre la materia realizada para diversos países del sudeste asiático y Oceanía<sup>48</sup>. En estos países la legislación de los mercados de valores exige que exista alguna forma de relación de confidencialidad entre el que usa la información privilegiada y la compañía, para que se pueda establecer el delito o falta. En cambio en Australia y Malasia no es necesaria esa relación.

Desde el punto de vista del intermediario o persona de confianza, en **Singapore** y **Hong Kong** está prohibida la relación entre el consejo de administración y los que realizan operaciones en Bolsa, si tienen una información sensible para la formación de los precios y que no es pública. Afecta a cualquier persona que haya tenido acceso a esa información como consecuencia de cualquier tipo de relación profesional o empresarial con la compañía.

En **Nueva Zelanda** se incluye además a los agentes públicos y las relaciones de confidencialidad no son sólo las de los emisores públicos, sino también las de sus oficiales, empleados, etc. Abarca a todas las personas que tengan una obligación de representación o de intermediación hacia la compañía o relaciones de confidencialidad con la misma. Además en las normativas de Singapore y Nueva Zelanda se requiere adicionalmente que la información sensible para los precios se haya obtenido por razón de vinculación o de amistad.

En **Malasia** se prohíbe a los oficiales, agentes y empleados de las empresas y a los del órgano supervisor, Malaysian Stock Exchange, la intermediación con valores en aquellas circunstancias donde hagan un uso inapropiado de información específica confidencial adquirida en virtud de sus puestos o cuando el uso de tal información afecte al precio. Considera agentes a los banqueros, abogados, notarios y contables, y cualquier persona que esté vinculada con la compañía.

En **Singapore** también está prohibido que las personas estén vinculadas con una empresa de intermediación bursátil de otra compañía donde, como resultado de su anterior relación profesional, consigan información sensible referida a la compañía antes de que sea pública. También, a las personas ajenas a la empresa, que obtengan información interna de personas vinculadas, con el conocimiento de circunstancias que imposibiliten a la persona vinculada las transacciones de valores, o que tengan un acuerdo para la comunicación de información interna con un operador de los mercados: Las personas ajenas son consideradas algo así como depositarios de la información y no pueden obtener beneficios con el uso de la información. El conocimiento de hechos que tengan ver con la prohibición de operaciones con valores y con una asociación o acuerdo con la persona conectada son así elementos necesarios para el establecimiento de *insider trading* por los terceros.

**Hong Kong** tiene disposiciones similares que prohíbe operar con valores a personas vinculadas a los títulos de otras compañías, excepto que estén relacionadas principalmente con situaciones de adquisiciones. No es necesario establecer ninguna asociación o acuerdo entre las partes para la comunicación de la información. Ello debe, por otro lado, demostrar que la tercera persona recibió la información de la persona conectada.

---

<sup>45</sup> La SEC en la 17 CFR Part 201 procedió en la resolución de 27 de febrero de 2013 al ajuste de las multas a imponer pudiendo llegar a 18.925.000 dólares.

<sup>46</sup> Según recoge el Report 387 "Penalties for corporate wrongdoing" de marzo de 2014 de la Australian Securities & Investments Commission, páginas 15 y siguientes.

<sup>47</sup> U. S. Securities and Exchange Commission. Strategic Plan Fiscal Years 2014-2018. Protecting investors, maintaining fair, orderly, and efficient markets, and facilitating capital formation.

<sup>48</sup> Yeo, Victor CS. (2001). "A Comparative Analysis of Insider Trading Regulation. Who is liable and what are the sanctions?". Nanyang Business School. Nanyang Technological University. Singapore. 15 th January 2001.

La Ley de Sociedades de **Malasia** se ocupa del potencial problema de la información en otras operaciones con títulos. Prohíbe a los empleados de las compañías y a los de la Bolsa hacer un uso inapropiado en dos situaciones concretas. Primero en adquisiciones y segundo en aquellas circunstancias donde haya importantes transacciones comerciales entre la compañía con la que el *insider* tiene relación y la compañía cuyos títulos son comerciados.

Las precauciones en **Nueva Zelanda** son algo diferente en relación a cómo se aplican a los operadores de títulos y a los operadores externos. A los *insiders* se les prohíbe hacer operaciones de cualquier corporación de donde obtenga información interna en confianza en cualquier caso de la propia corporación o de un *insider* de otra. A los externos se les prohíbe sólo operar en títulos cuando hayan obtenido información confidencial de un *insider*.

Singapore, Hong Kong, Nueva Zelanda y Malasia hacen hincapié en la responsabilidad del *insider trading* en la prohibición para aquellos que tengan alguna forma de relación fiduciaria o relación de confianza con la compañía de intermediación de títulos.

Desde el punto de vista de la propiedad *Proprietary Approach*, en **Australia** y **Malasia** las regulaciones gubernamentales en la materia son muy similares. No establecen diferencias en el hecho de las relaciones entre el *insider* y la compañía cuyos títulos son comerciados. Prohíben que cualquier persona que negocie con títulos, cuando posean información que puedan alterar el precio de la acción y que no sea pública. La ausencia de este requisito de relación enfoca la atención sobre los derechos de propiedad de la corporación sobre la información, en lugar de la relación fiduciaria o la relación de confianza que el *insider* pueda tener con la corporación. Ello no importa cuando los *insiders* operan con acciones de empresas con las cuales ellos están relacionados o con los títulos de otras compañías.

En cuanto a las situaciones de ganancias inesperadas veamos qué ocurre en los distintos países.

La postura y las precauciones en **Australia** y **Malasia** se orientan a no permitir que se den ganancias inesperadas. Da igual que la información se haya obtenido por azar o la haya conseguido por otras vías. Está prohibida su utilización en el tráfico de títulos. Prevalece el punto de vista de la propiedad de la información (que pertenece a la empresa) de la teoría del Fraude debe tener mayor peso que la teoría del aspecto Fiduciario en estos países.

Algo parecido ocurre en **Hong Kong** donde las personas que reciben información de una persona que ellos conocen que está relacionada (conectada) con la empresa y tiene información relevante.

Por el contrario la responsabilidad de terceras personas en **Singapore** dependen de que si ellas han estado asociadas o tienen acuerdos con personas conectadas con la compañía, mientras en **Nueva Zelanda** la responsabilidad se establece sólo donde la tercera persona recibe información interna en confidencia. Si se produce al margen de estos casos no existen responsabilidades en estos dos países. Tales supuestos se contradicen con la Teoría de la Ventaja Injusta. También es inconsistente con la Teoría de la Estabilidad del Mercado.

En general se considera en estos países al *insider trading* como un acto penal con sanciones tanto penales como civiles.

En **Australia** -desde el punto de vista penal- se contemplan para las personas sanciones hasta de 765.000 dólares australianos y hasta 10 años de cárcel. En el caso de las sociedades la mayor sanción son 7,65 millones de dólares australianos, hasta tres veces el beneficio obtenido o el 10% de las ventas<sup>49</sup>.

En **Malasia** -desde el punto de vista penal- la mayor sanción que se puede imponer a las personas es de 1 millón de rupias malayas, mientras que el mayor número de años de cárcel puede llegar a los 10 años. Para las compañías se contemplan idénticas sanciones (excepto, lógicamente las de prisión). Por el Código Civil existen sanciones hasta tres veces el beneficio conseguido con un límite máximo de medio millón de rupias malayas.

En **Singapore** -desde el punto de vista penal- las sanciones máximas para los individuos son de 250.000 dólares de Singapore y 7 años de cárcel; mientras que para las corporaciones la máxima sanción es de 500.000 dólares de Singapore. Por la vía civil se contemplan sanciones mínimas de 50.000 dólares para las personas y de 100.000 dólares para las compañías.

En **Nueva Zelanda** la sanción es civil por un valor de tres veces el beneficio obtenido (o la pérdida evitada).

En **Hong Kong**, por lo Civil, se contemplan multas hasta triplicar la ganancia obtenida en el sentido amplio de la expresión. Las multas pueden llegar a los 1,44 millones de dólares y la prisión hasta 7 años.

---

<sup>49</sup> Según recoge el Report 387 "Penalties for corporate wrongdoing" de marzo de 2014 de la Australian Securities & Investments Commission, páginas 15 y siguientes.

### **5.9.- Brasil:**

La Ley nº 6.385, de 7 de diciembre de 1976 creó la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) y regula el mercado de este tipo de valores<sup>50</sup>. Las actuaciones sobre el mercado de valores es realizada por la CVM, por el Banco Central do Brasil y por el Conselho Monetário Nacional. Entre sus objetivos figuran propiciar el ahorro y su aplicación en valores mobiliarios; promover el funcionamiento eficiente de los mercados de valores; proteger a los inversores frente al uso de la información privilegiada; entre otros. En el ejercicio de su competencia podrá desarrollar investigaciones, requerir todo tipo de información económica, contable y financiera. Las sanciones que podrá imponer serán multas e incluso cárcel. La CVM aprobará normas relativas a la información que las compañías deberán hacer públicas; a los modelos de contabilidad, informes y pareceres de los auditores independientes; a la divulgación de las deliberaciones de las asambleas generales y de los órganos de gestión de la compañía; a la situación económica-financiera de las compañías y de sus proyectos; ... Un elemento a reseñar es que en Brasil los auditores externos tienen una responsabilidad civil por sus actuaciones. En cuanto a los delitos en los mercados mobiliarios señala la manipulación del mercado, "realizar operaciones simuladas o ejecutar otras maniobras fraudulentas, con la finalidad de alterar artificialmente el normal funcionamiento de los mercados de valores mobiliarios en la Bolsa, en los mercados de futuro o en otros mercados, con el fin de obtener ventaja indebida o beneficio, para sí o para otros, o causar daños a terceros". En estos casos se establecen penas de cárcel de 1 a 8 años y multas de hasta tres veces el beneficio indebido conseguido. Otro delito es el uso indebido de información privilegiada, "utilizar información relevante que aún no se ha revelado al mercado, de la que se tenga conocimiento y de la cual deba mantener secreto profesional, capaz de producir, para sí o para otros, ventaja indebida, mediante negociación, en nombre propio o de tercero" con valores mobiliarios. El ordenamiento brasileño contempla penas de cárcel de 1 a 5 años y multa de hasta tres veces el beneficio ilícito conseguido.

### **5.10.- Chile:**

En el mercado de valores chileno rigen una serie de normas prudenciales de obligado cumplimiento<sup>51</sup> para todos los participantes en el mercado de valores con el objetivo de propiciar la transparencia, la equidad, la competitividad y protegiendo los intereses de los inversionistas. Establece una serie de normas de conducta del mercado de valores encuadradas en tres apartados.

En cuanto a la lucha contra el uso de la información privilegiada, la considera prioritaria en aras a la transparencia e integridad del mercado. Afecta tanto a funcionarios como a ejecutivos como a los empleados de los emisores. La Ley del Mercado de Valores chilena define la información privilegiada como "aquella información relativa a los emisores, a sus negocios o a los valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, y también, todo hecho o información esencial de los emisores y sus negocios, que tengan el carácter de reservado". También se aplica a las compras y operaciones realizadas por los inversores institucionales. La normativa prohíbe además a cualquiera que tenga información a usarla, a hacerla pública, al registro de personas y operaciones con acceso a la misma, así como a intervenir al organismo de control, la Superintendencia de Valores y Seguros. Hace mención expresa a que los auditores externos tienen que pronunciarse sobre los mecanismos de control interno que los intermediarios y sociedades administradoras tengan para el cumplimiento de la regulación en materia de información privilegiada. El control en estos casos se hace a partir de la información suministrada a la propia Superintendencia, seguimiento de las operaciones, revisiones selectivas, análisis de hechos relevantes e investigaciones de personas y hechos. Se contemplan sanciones que van desde la devolución de todo lo obtenido de forma irregular hasta cárcel.

También la normativa chilena recoge otras conductas punibles que atentan a la transparencia como es el efectuar transacciones para estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente el precio de los valores. Y ello bien si lo hacen directamente como si incitan a otros a hacerlo. El control se realiza mediante el análisis de las operaciones, registro de información y documentación, etc. Aquí los infractores pueden sufrir penas carcelarias.

### **5.11.- Costa Rica:**

---

<sup>50</sup> Utilizaremos la versión consolidada hasta el 1 de noviembre de 2001 realizada por la Comisión de Valores Mobiliarios que es utilizada para fines de consulta.

<sup>51</sup> Organismo Supervisor del Mercado de Capitales de Chile. (1999). Documento presentado en el I Curso de Regulación y Supervisión de Mercados Sudamericanos de Valores. Bolivia. 11-15 de octubre de 1999.

La normativa bursátil costarricense<sup>52</sup> recoge como figuras punibles la manipulación de precios y la negociación con información privilegiada. Respecto al primer punto entiende por manipulación de precios: provocar en beneficio propio o ajeno una evolución artificial de los precios; multiplicar las transacciones innecesariamente; ofrecer a un cliente ventajas en perjuicio de otros; difundir información falsa, etc. El artículo 244 del Código Penal de Costa Rica contempla penas de prisión entre 3 y 8 años. En cuanto a la segunda figura delictiva, dice que “quienes dispongan de alguna información privilegiada deberán abstenerse de realizar, directa o indirectamente, cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a que se refiere dicha información. Igualmente deberán abstenerse de comunicarla a terceros o de recomendar operaciones con dichos valores. Para los efectos de esta ley, se entiende por información privilegiada toda información concreta, referente a uno o a varios valores o a sus emisores, que no haya sido dada a conocer al público y pueda influir en los precios de dichos valores”. La normativa vigente considera que tienen acceso a esta información los miembros de los diferentes consejos de la empresa; los socios que directa o indirectamente controlen más del 10%; los miembros de los consejos, auditores internos y externos de sociedades que tengan más del 40% de las sociedades anteriormente descrita; quienes presten servicios independientes a las anteriores sociedades; y gerentes, miembros del consejo de administración y analistas financieros de las sociedades clasificadoras de riesgos. Todo este colectivo de personas e instituciones tiene prohibido adquirir directa o indirectamente cualquier tipo de título de las sociedades. El artículo 245 del citado Código Penal contempla penas de cárcel entre 3 y 8 años por el uso de información privilegiada.

#### **6.- A MODO DE CONCLUSIÓN. EXPERIENCIA Y EFECTIVIDAD DE LAS REGULACIONES.**

En los ámbitos social y político se ve con preocupación que actuaciones que no han tenido la respuesta judicial y administrativa habitual en otros países, arrojen una sombra de duda sobre la efectividad de las regulaciones en todas partes, pero muy especialmente en España.

Algunos hechos que han sucedido en España en la última década: Hechos relevantes comunicados después de que aparecen en la prensa; casos Telefónica, Endesa, Abengoa, Tabacalera, BBVA, SCH, .... demuestran que hay que complementar las regulaciones internacionales y nacionales con actuaciones más intensas en materia de colaboración internacional. En España existe un problema añadido y es la laxitud en el seguimiento de determinadas operaciones y sobre todo cuando las partes implicadas son unas empresas y no otras. En Estados Unidos no es extraño que los máximos ejecutivos de importantes compañías sean investigados y condenados, así como periodistas económicos, auditores, incluso impresores de folletos. En España las cosas parecen diferentes y la politización, y/o la sensación de politización, lo empaña todo en el mundo empresarial y financiero.

La CNMV no debe ser sólo un nombre. La designación de sus máximos responsables, su extracción profesional y política, la parquedad de medios, la imposibilidad de actuar como la SEC norteamericana le hacen, al menos de momento, muy ineficiente e ineficaz y, por ende, inútil.

Sus actuaciones se limitan a la suspensión de negociación por difusión de información, seguimientos de OPAs (recordar la politización hasta el último momento de la de Endesa, con cambios de opinión, criterios, ...) vigilancia en operaciones de compra y venta de grandes paquetes de acciones, seguimiento de informes de análisis y presentaciones y estudio de entradas y salidas de cotizadas en el Ibex-35.

Ha tenido el organismo supervisor español oportunidades para demostrar su independencia, capacidad y eficacia en casos como Abengoa-Xsfera, OPA sobre Endesa, Operaciones de Cesar Alierta y familiares en Tabacalera, compras y ventas de Telefónica, etcétera.

Este cúmulo de circunstancias a nivel nacional y la indudable complejidad de la cuestión a escala internacional han llevado a gobiernos y/o autoridades supervisoras a plantear la disciplina y el buen hacer en las operaciones en los mercados a través de las propuestas de los denominados Códigos de Buena Conducta.

Quizás pudiera pensarse que desde lo público se ha ‘tirado la toalla’ en el control y corrección de las conductas de *insider trading*; y se quiere dejar en las propias empresas que se autorregulen vía los códigos. Códigos voluntarios y que en la mayoría de los casos se han diseñado pensando y para no molestar a las propias empresas.

Si las normas de derecho público no dan resultado, el ejecutivo estima que sí lo puede dar normas con menor fuerza legal, o por ser riguroso, sin ninguna fuerza legal. Si la ley no funciona, confían en que sí lo hagan los códigos.

---

<sup>52</sup> Bolsa Nacional de Valores, SA. (2006). Compendio de la Normativa de la Bolsa Nacional de Valores. San José de Costa Rica. Abril de 2006.

## **BIBLIOGRAFÍA UTILIZADA Y RECOMENDADA:**

### **Libros.**

- Alcaraz Varó, Enrique y Hughes, Brian. (1997). Diccionario de términos económicos, financieros y comerciales. Ariel Referencia. Barcelona.
- Australian Securities & Investments Commission. (2014). Report 387. Penalties for corporate wrongdoing. Marzo 2014.
- BOE. (2014). Código Penal y Legislación complementaria. Códigos electrónicos. Edición actualizada a 25 de julio de 2014. Madrid.
- Bolsa Nacional de Valores, SA. Compendio de la Normativa de la Bolsa Nacional de Valores. Abril de 2006. San José de Costa Rica.
- Committee of European Securities Regulators (CSR). (1999). Multilateral Memorandum of Understanding on the Exchange of Information and Surveillance of Securities Activities. 26 de junio de 1999. Paris.
- Committee of European Securities Regulators (CSR) y Securitie and Exchange Commission. (SEC). (2006). Work Plan. 2 de agosto de 2006. Paris.
- Diario Oficial de la Unión Europea. (1999 a 2014). Legislación diversa. Bruselas.
- Gómez-Bezares, Fernando. (2001). Ética, Economía y Finanzas. Gobierno de La Rioja. Logroño.
- International Organization of Securities Commissions (2003). Insider Trading. How jurisdictions regulated it. Marzo 2003.
- Joint Commite on Corporate Governance. (2001). Beyond Compliance: Building a Governance Culture. Noviembre 2001. Canadá.
- Lefebvre Francis. Dossier Práctico. (1998). Responsabilidad de los administradores. Levantamiento del velo. Ediciones Francis Lefebvre, SA. Madrid.
- Ley Orgánica 10/1995 de 23 de noviembre del Código Penal. (1995). BOE. Madrid.
- Ley Orgánica 15/2003 de 25 de noviembre. (2003). BOE. Madrid.
- Martínez-Buján Pérez, Carlos. (1999). Derecho Penal Económico. Parte Especial. Tirant Lo Blanch. Valencia.
- Martínez Martínez, María Teresa. (1999). El derecho de información del accionista en la sociedad anónima. Mc Graw Hill. Madrid.
- Prat Rodrigo, Margarita. (1990). El uso de información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones (EE. UU. 1933-1988). Ediciones Deusto. Bilbao.
- Securitie and Exchange Commission. (SEC). 17 CFR PART 201. Resolución de 27 de febrero de 2013.
- Securitie and Exchange Commission. (SEC). Strategic Plan Fiscal years 2014-2018. Protecting Investors, maintaining fair, orderly, and efficient markets, and facilitating capital formation. Washington.
- Senado de la República de Italia. (2012). "La reforma europea della disciplina degli abusi di mercato: La posizione della Consob. 13 de junio de 2012. Roma.
- Tamames, Ramón y Gallego, Santiago. (1994). Diccionario de Economía y Finanzas. Alianza Editorial, Central Hispano y Ciencias de la Dirección. Madrid.
- The High Level Group of Company Law Experts. (2002). Report on a modern regulatory framework for company law in Europe. 4 de noviembre de 2002. Bruselas.
- Varios. (2002). Ética y Mercado de Valores. Marcial Pons. Madrid.
- Vega Gutiérrez, José Zamy. (2010). Tesis Doctoral. El delito de uso de información privilegiada en el mercado de valores, especialmente en el derecho penal español (Art. 285 CP). Léida el 16 de julio de 2010. Facultad de Derecho. Universidad de Henares Madrid.
- Wallace, Michael J. and Flynn, Patrick J. (1985). Collins Business English Dictionary. London and Glasgow.

### **Artículos.**

- Alfaro Águila-Real, Jesús. Directors' Dealing. Universidad Autónoma de Madrid.  
[www.uam.es/centros/derecho/privado/cursos2005-06/MERCANTIL%202005-06.pdf](http://www.uam.es/centros/derecho/privado/cursos2005-06/MERCANTIL%202005-06.pdf). Madrid.

- Antoñanzas Pérez-Egea, Juan Miguel. (1979). Futuro del Consejo de Administración en España. Capítulo dentro de la obra Los consejos de administración españoles en una economía globalizada. *Círculo de Empresarios*. Boletín 62. Madrid.
- Baena Tovar, Nuria. (2002). "La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos. *Dirección de Estudios. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Monografías número 1*. Diciembre 2002. Madrid.
- Fernández-Armesto, Juan y Hernández, Francisco. (2000). Conclusiones del seminario de la *Fundación para el Análisis y los Estudios Sociales* sobre "El Gobierno de las sociedades cotizadas: Situación actual y reformas pendientes". 21 de junio de 2000. Páginas 1-3 y 4-6. Madrid.
- Fernández-Sanguino Fernández, Julio. (2001). "La ética y los controles en las empresas". *Papeles de Ética, Economía y Dirección*. Número 6.
- López Peregrín, María del Carmen. "El *insider trading* o abuso de información privilegiada bursátil". *Actualidad Penal*. Número 30. 28 de julio a 1 de agosto de 1993. Monterrey
- Mayoral, J. (1988). "El informe de la Comisión Treadway sobre la información financiera fraudulenta en Estados Unidos. *Técnica Contable*. Noviembre 1988. Página 511. Madrid.
- Mora del Río, Francisco José. (1988). "El *Insider Trading*. Delito con la nueva Bolsa". *Boletín de Estudios Económicos*. Volumen XLIII. Abril 1988. Número 133. Bilbao.
- Organismo Supervisor del Mercado de Capitales de Chile. (1999). Documento presentado en el *I Curso de Regulación y Supervisión de Mercados Sudamericanos de Valores*. 11-15 de octubre de 1999. Bolivia.
- Reaño Peschiera, José Leandro. "La criminalización de las transacciones bursátiles con información privilegiada: el delito de *insider trading*. *Revista Advocatus*. N° 6. [www.unifr.ch/ddp1/derechopenal/articulos/pdf/Reano1.pdf](http://www.unifr.ch/ddp1/derechopenal/articulos/pdf/Reano1.pdf). Lima.
- Reyna Alfaro, Luis. (2000). "Notas introductorias a la problemática de uso ilegal de información privilegiada ante el mercado de valores. Anotaciones relacionadas al uso ilegal de Información privilegiada ante el Derecho Penal". [www.noticias.juridicas.com](http://www.noticias.juridicas.com).
- Salas Fumás, Vicente. (2002). "El gobierno de las empresas". *Colección Estudios Económicos*. Número 29. La Caixa. Páginas 112-153. Barcelona.
- Tapia Hermida, Alberto Javier. (1990). "Proyecto de Ley estadounidense sobre cooperación internacional en materia de mercado de valores". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Año XI. Número 42. Madrid.
- Yeo, Victor CS. (2001). "A Comparative Analysis of Insider Trading Regulation. Who is liable and what are the sanctions?". *Nanyang Business School. Nanyang Technological University*. 15 th January 2001. Singapore.