

Abuso de mercado

Fernando Zunzunegui

RDMF

Abuso de mercado: Temas a tratar

- 1) Noción y régimen
- 2) Sujetos obligados
- 3) Objetivos
- 4) Disciplina del abuso de mercado
- 5) Abuso de información privilegiada
- 6) Medidas preventivas del abuso de información privilegiada

1) Noción y régimen: Noción de abuso de mercado

- Nuevo término introducido por la Directiva de abuso de mercado de 2003
- Objetivo de la Directiva:
 - evitar el abuso del mercado en forma de operaciones con información privilegiada o de manipulación del mercado

1) Noción y régimen: régimen jurídico

Capítulo II del Título VII Ley del Mercado de Valores (arts. 225-232)

- [Real Decreto 1333/2005](#), de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.
 - [Orden EHA/1421/2009](#), de 1 de junio, por la que se desarrolla el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de información relevante.
 - [Circular 4/2009](#), de 4 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre comunicación de información relevante.
 - [Criterios](#) CNMV para la gestión de noticias y rumores difundidos sobre valores cotizados
 - [Guía](#) CNMV de actuación para la transmisión de información privilegiada a terceros

1) Noción y régimen: Derecho comunitario

- [Reglamento \(UE\) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo](#), de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado
- [Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo](#), de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (Directiva sobre abuso de mercado)

2) Sujetos obligados

- Deben respetar las normas de abuso de mercado:
 - Empresas de servicios de inversión
 - Entidades de crédito
 - Instituciones de inversión colectiva
 - Emisores
 - Analistas
 - En general cuantas personas o entidades realicen actividades relacionadas con los mercados de valores
- Deberán elaborar un Reglamento Interno de Conducta

3) Objetivo: la Transparencia

- Los escándalos financieros (Parmalat, Enron, WorldCom, cuentas secretas de BBVA, Lehman, etc) tienen en común la lesión a la transparencia en el mercado financiero.
- En todos estos casos, los inversores han adoptado sus decisiones de inversión y desinversión con una información incompleta o engañosa
- Existe el riesgo de que los inversores lleguen a desconfiar de un mercado en el que no se respetan las “reglas del juego”

3) Objetivo

¿Qué ha ocurrido en todos estos escándalos?

- Han existido conductas fraudulentas de determinados gestores de empresas cotizadas
 - Ocultando o falseando información para enriquecerse
 - Utilizando información privilegiada
- Pero esto no es lo relevante para el interés público: El sistema nace pensando en que puede haber comportamientos fraudulentos
- Lo relevante es que han fallado todos los controles pensados para evitar que este tipo de comportamientos se produzcan y que, en caso de producirse, se detecten de forma rápida

3) Objetivo

¿Qué controles existen?

Control	Responsable
Información contable y hechos relevantes	Supervisor Financiero: CNMV/SEC
Gestión interna	Consejeros independientes Director de Cumplimiento Normativo
Verificación de la contabilidad	Audidores
Verificación de los folletos de ofertas públicas	Bancos de inversión (colocadores)
Análisis de la información disponible	Analistas
Calificación del riesgo	Agencias de calificación
Comprobación personalizada de riesgos	Asesores financieros
Verificación del cumplimiento de las obligaciones legales	Consultores legales

3) Objetivo

Cuentas secretas del BBVA: ¿un caso de abuso de mercado?

- ▶ Caso: cuentas secretas del BBVA en Liechtenstein y Jersey, con resultados extraordinarios de 37.343 millones ptas en el ejercicio 2000.
- ▶ Respuesta oficial: “No ha habido ningún daño patrimonial, dado que todos los importes de dichas cuentas han sido debidamente contabilizados en el patrimonio del grupo”
Carta a los clientes,
del Presidente del BBVA, 20 de mayo de 2002

BBVA

HECHO RELEVANTE

BBVA ha recibido una comunicación del Banco de España dando traslado del inicio de un expediente administrativo.

Los hechos a los que se refiere la comunicación se basan en la existencia de fondos que, pertenecientes al Banco y provenientes en su mayoría de plusvalías obtenidas en la venta por parte del antiguo BBV de acciones del Banco de Vizcaya y de Argentario, no se reflejaron en la contabilidad hasta el ejercicio de 2000.

BBVA tomó la iniciativa de contabilizar adecuadamente estos fondos - por importe de 225 millones de euros- como beneficios extraordinarios en el citado ejercicio del año 2000, momento en que quedó regularizada su situación contable, y lo puso en conocimiento del Banco de España de modo inmediato.

El Banco ha atendido los requerimientos que el Banco de España le ha efectuado hasta la fecha, y considera que, en su caso, la resolución del expediente no supondrá un impacto material para la Entidad.

Madrid, 22 de marzo de 2002

Fdo.: Pilar Navarro Merino

3) Objetivo

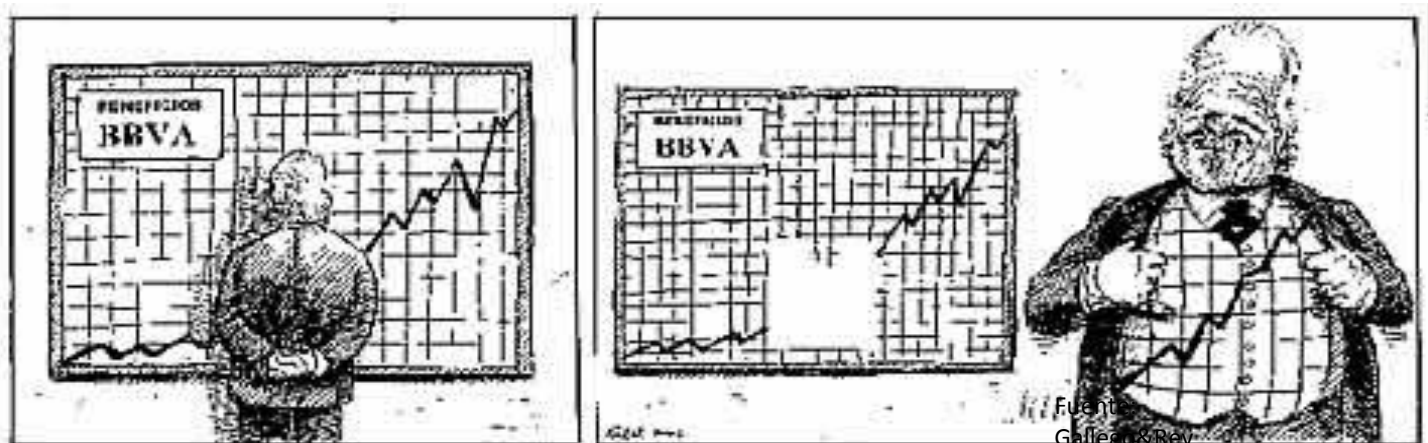
Cuentas secretas del BBVA: ¿un caso de abuso de mercado?

- “los hechos que han dado lugar al expediente carecen de impacto material sobre la solvencia del grupo o su rentabilidad y son excepcionales, aislados y ajenos por completo al comportamiento de nuestro sistema bancario. Pero los gestores bancarios están obligados no sólo a gestionar bien, sino a hacerlo desde los más altos estándares éticos de máxima integridad y probidad profesionales.”
 - ▶ Gobernador del Banco de España (Jaime Caruana), Comparecencia ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso, de 8 de mayo de 2002 (DSCD, Comisiones, p. 15733).

3) Objetivo

Cuentas secretas del BBVA: ¿un caso de abuso de información?

- El Consejo de la CNMV, en su reunión de 22 de mayo de 2002, acuerda abrir expediente sancionador al BBVA por incumplimiento del [art. 82 de la LMV](#), al considerar que el banco ha facilitado “datos inexactos o no veraces”, que ha aportado “información engañosa o que maliciosamente omite aspectos relevantes” sobre las cuentas secretas en Jersey y los fondos de pensiones para consejeros de BBV.
- Es decir, por indicios de abuso de mercado.



Fuente:
Gallego & Rey
El Mundo

3) Objetivo

Cuentas secretas del BBVA: Sanción: multa de 2 millones



BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO



Núm. 9

Lunes 11 de enero de 2010

Sec. III. Pág. 2631

III. OTRAS DISPOSICIONES

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

467 *Resolución de 30 de diciembre de 2009, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción muy grave impuesta a la entidad Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.*

Habiéndose declarado firme en vía administrativa la sanción impuesta a la entidad «Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.», por la comisión de una infracción muy grave tipificada en el artículo 99, letra ñ), de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, se procede a publicar, conforme a lo establecido en el último párrafo del artículo 102 de dicho texto legal, la sanción impuesta mediante Orden Ministerial de fecha 18 de julio de 2008 que, tras la exposición de hechos y fundamentos jurídicos, concluye con el siguiente fallo:

«Imponer a Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.» (BBVA), por la comisión de una infracción muy grave tipificada en la letra ñ) del artículo 99 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, por la remisión, entre los ejercicios 1996 a 2000, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de información de carácter financiero y contable (cuentas anuales, información pública periódica —trimestral y semestral— y folletos informativos) conteniendo datos inexactos, no veraces y con omisión de aspectos relevantes, en relación con un patrimonio final por importe de 37.343 millones de pesetas no registrado contablemente, multa por importe de 2.000.000 de euros (dos millones de euros)».

Madrid, 30 de diciembre de 2009.—El Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, Julio Segura Sánchez.

Sanción:
multa de 2
millones

3) Objetivo

Cuentas secretas del BBVA: Sanción: multa de 2 millones

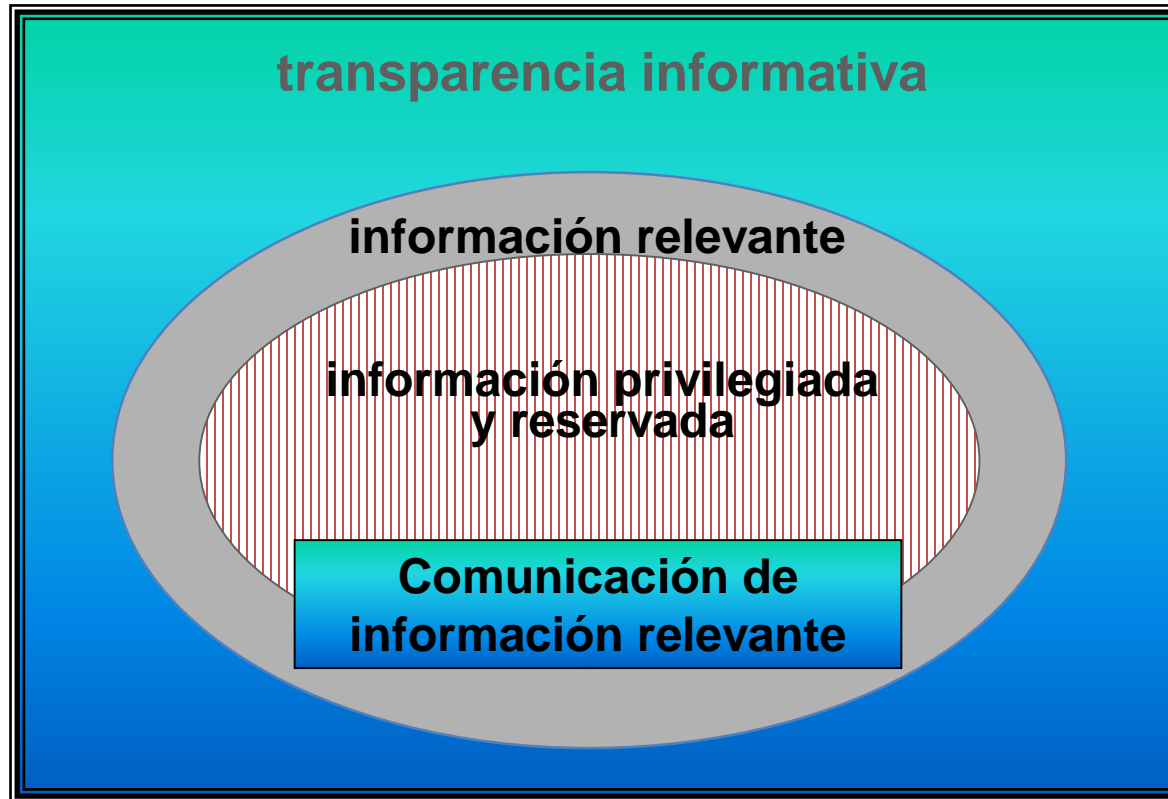
- SAN 25 mayo 2010
 - Estima recurso BBVA anulando sanción
 - Por infracción del principio de personalidad de las sanciones
 - Los hechos se cometieron antes de que tuviera lugar la fusión entre otras entidades preexistentes, con personalidad jurídica distinta
 - La recurrente, como distinta persona jurídica que es no puede ser declarada responsable de las infracciones cometidas por Banco BV

4) Disciplina del abuso de mercado

- Abuso de información:
 - Abuso de información privilegiada
 - Información reservada
 - Comunicación de información relevante
 - Otras medidas de control
 - Comunicación de operaciones sospechosas
 - Comunicación de operaciones vinculadas
 - Murallas chinas
- Manipulación de mercado:
 - Manipulación de precios
 - Divulgación de información falsa o engañosa

Medidas preventivas

4) Disciplina del abuso de mercado



5) Abuso de información privilegiada

Noción Información privilegiada

concreta

reservada

relevante

Toda información **de carácter concreto** que se refiera a un instrumento financiero, o a un emisor de instrumentos financieros, que **no se haya hecho pública** y que, de hacerse o haberse hecho pública podría **influir** o hubiera influido **de manera apreciable** sobre su **cotización**

5) Abuso de información privilegiada

**Prohibición
de:**

- operar

- comunicar

- recomendar

2. Todo el que disponga de información privilegiada deberá abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, alguna de las conductas siguientes:

- a) Preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre instrumentos financieros a los que la información se refiera, o sobre cualquier otro instrumento financiero o contrato de cualquier tipo, negociado o no en un mercado secundario, que tenga como subyacente a los instrumentos financieros a los que la información se refiera.
- b) Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.
- c) Recomendar a un tercero que adquiera o ceda instrumentos financieros o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información.

consciencia

Las prohibiciones establecidas en este apartado se aplican a cualquier persona que posea información privilegiada cuando dicha persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de esta clase de información.

5) Abuso de información privilegiada: Jurisprudencia

- Caso Baltanás: [STS 13-III-1996](#)
 - Admisión de prueba de presunciones
- Caso Orteso: [STSJM 20-VII-1997](#)
 - Bien jurídico protegido: la transparencia en el mercado de valores
- Caso T.R. Fernández: [SAN 2-XII-1997](#)
 - No es necesario profundizar en los móviles para entender infringido el tipo legal
- Caso Sevillana: [SSAN 29 de junio y 4 julio 2001](#)
 - Falta de nexo causal
- Caso Tabacalera: STS 21 diciembre 2010
 - Prescripción del delito
- Caso Santander OPA sobre Potash: SAN 15 enero 2014
 - Delimitación del concepto de información privilegiada

5) Abuso de información privilegiada: Jurisprudencia

Caso Tabacalera

- ¿Cuándo se consuma el delito?
 - En la compra
 - En la venta
 - Con la publicación de la noticia
 - **Con la máxima revalorización inmediata**



6) Medidas preventivas del abuso de información privilegiada

- Murallas chinas
 - Quienes presten servicios de inversión tienen la obligación de establecer las medidas necesarias para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, de forma que se garantice que cada una adopte de manera autónoma sus decisiones y se eviten conflictos de interés

6) Medidas preventivas del abuso de información privilegiada

- Gestión de rumores
 - En caso de evolución anormal de los volúmenes contratados o de los precios con indicios racionales de que tal evolución se está produciendo como consecuencia de una difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación, los emisores deben difundir de inmediato un hecho relevante que informe de forma clara y precisa del estado en que se encuentra la operación en curso

6) Medidas preventivas del abuso de información privilegiada

- Comunicación de operaciones sospechosas
 - Las entidades que efectúen operaciones con instrumentos financieros deberán avisar a la CNMV cuando sospechen que una operación utiliza información privilegiada o constituye una práctica que falsea la libre formación de los precios



Fin de la presentación

Abuso de mercado

Fernando Zunzunegui

La transparencia informativa como objetivo

- ▶ La CNMV “velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines.” (art. 13.II LMV)
- ▶ A fin de procurar la transparencia del mercado, la CNMV determinará “la información de carácter público que será obligatorio difundir de las operaciones de mercado.” (art. 43.I LMV)



Información reservada (secreto profesional)

- “Todas las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general, cualquiera que por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones posea datos o informaciones relativos a los mismos, deberán salvaguardar dichos datos e informaciones, sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales o administrativas” (art. 81.1 LMV).



Información privilegiada

- “Se considerará información privilegiada 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 (art. 81.2 LMV)



Información relevante

- Los emisores de valores deberán informar al público, en el más breve plazo posible, de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los mismos (art. 82 LMV, en su redacción anterior)
 - Ahora dice: “Los emisores de valores están obligados a difundir inmediatamente al mercado, mediante comunicación a la CNMV, toda información relevante”



Murallas chinas

- ▶ Todas las ESI y demás entidades que actúen en los mercados de valores “deberán establecer las medidas necesarias para garantizar que la información reservada o privilegiada derivada de la actividad de cada una de sus divisiones o secciones no se encuentre, directa o indirectamente, al alcance del personal de la propia entidad que preste sus servicios en otro sector de actividad, de manera que cada función se ejerza de forma autónoma.”
(art. 83 LMV)



Manipulación de precios

- ▶ **Noción:** “prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el Mercado de Valores cuando produzcan una alteración significativa de la cotización y generen daños considerables a los inversores” (art. 99 i LMV)
- ▶ **Bien jurídico protegido:** “el mecanismo de la libre formación de precios en el mercado con la finalidad de garantizar la transparencia e igualdad de oportunidades entre los inversores” (SAN 21-IX-1997).
- ▶ **Consumación:** “la infracción se consuma cuando las prácticas en cuestión logran que se forme el precio del valor fuera del libre juego de la oferta y la demanda” (SAN 21-IX-1997).



Art. 99 II) LMV

Infracciones muy graves

- Redacción vigente:
 - II) La no remisión, de forma reiterada, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de las comunicaciones a las que se refiere el artículo 59 bis.
- Redacción anterior:
 - II) La difusión voluntaria, de forma maliciosa, de informaciones o recomendaciones que puedan inducir a error al público en cuanto a la apreciación que merezca determinado valor o la ocultación de circunstancias relevantes que puedan afectar a la imparcialidad de dichas informaciones o recomendaciones”



Art. 13.II LMV

- La Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines.



Art. 43 LMV

- “1. A fin de procurar la transparencia del mercado y la eficiencia en la formación de los precios, los mercados secundarios oficiales estarán obligados a difundir información de carácter público sobre las operaciones sobre acciones admitidas a negociación en ellos en relación con las posiciones de compra y venta existentes en cada momento y en relación con las operaciones ya concluidas en dicho mercado de acuerdo con las disposiciones contenidas en el presente artículo. El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, determinará los requisitos de transparencia aplicables a las operaciones efectuadas sobre otros instrumentos financieros y podrá, si lo estima necesario, extender la aplicación de los requisitos de transparencia contenidos en este artículo a otros instrumentos financieros distintos de las acciones.”



Art. 81.1 LMV

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



Art. 81 LMV

“4. Todas las personas o entidades que actúen en los mercados de valores o ejerzan actividades relacionadas con ellos y, en general, cualquiera que posea información privilegiada, tiene la obligación de salvaguardarla, sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales y administrativas en los términos previstos en ésta o en otras leyes. Por lo tanto, adoptarán las medidas adecuadas para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal y, en su caso, tomarán de inmediato las necesarias para corregir las consecuencias que de ello se hubieran derivado.”



Art. 82

1. Se considerará información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario.
2. Los emisores de valores están obligados a hacer pública y difundir, en los términos que reglamentariamente se establezcan, inmediatamente al mercado toda información relevante. [...]



Art. 83 LMV

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

En particular, estas entidades están obligadas a:

- a) Establecer Áreas Separadas de actividad dentro de la entidad o del grupo al que pertenezcan, siempre que actúen simultáneamente en varias de ellas.
- b) Establecer adecuadas barreras de información entre cada Área Separada y el resto de la organización y entre cada una de las Áreas Separadas.
- c) Definir un sistema de decisión sobre inversiones que garantice que éstas se adopten autónomamente dentro del Área Separada.
- d) Elaborar y mantener actualizada una lista de valores e instrumentos financieros sobre los que se dispone de información privilegiada y una relación de personas y fechas en que hayan tenido acceso a tal información.



Art. 83 bis

“1. Los emisores de valores, durante las fases de estudio o negociación de cualquier tipo de operación jurídica o financiera que pueda influir de manera apreciable en la cotización de los valores o instrumentos financieros afectados, tienen la obligación de:

- a) Limitar el conocimiento de la información estrictamente a aquellas personas, internas o externas a la organización, a las que sea imprescindible.
- b) Llevar, para cada operación, un registro documental en el que consten los nombres de las personas a que se refiere el apartado anterior y la fecha en que cada una de ellas ha conocido la información.
- c) Advertir expresamente a las personas incluidas en el registro del carácter de la información y de su deber de confidencialidad y de la prohibición de su uso.
- d) Establecer medidas de seguridad para la custodia, archivo, acceso, reproducción y distribución de la información.
- e) Vigilar la evolución en el mercado de los valores por ellos emitidos y las noticias que los difusores profesionales de información económica y los medios de divulgación emitan y les pudieran afectar.
- f) En el supuesto de que se produzca una evolución anormal de los volúmenes contratados o de los precios negociados y existan indicios racionales de que tal evolución se está produciendo como consecuencia de una difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación, difundir de inmediato, un hecho relevante..”



Art. 83 ter LMV

“Toda persona o entidad que actúe o se relacione en el mercado de valores debe abstenerse de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios.”

- Proporcionen indicios falso o engañosos
- Aseguren el precio en un nivel artificial o anormal
- Empleen dispositivos ficticios
- Propagación de rumores o noticias falsas o engañosas (con salvedad para los periodistas)



Artículo 83 quáter. *Comunicación de operaciones sospechosas*

1. Las entidades que efectúen operaciones con instrumentos financieros deberán avisar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con la mayor celeridad posible, cuando consideren que existen indicios razonables para sospechar que una operación utiliza información privilegiada o constituye una práctica que falsea la libre formación de los precios.



Art. 114 LMV

Deberes de los administradores

- 3. Sin perjuicio de lo dispuesto en el título VII de esta ley, los administradores deberán abstenerse de realizar, o de sugerir su realización a cualquier persona, una operación sobre valores de la propia sociedad o de las sociedades filiales, asociadas o vinculadas sobre las que disponga, por razón de su cargo, de información privilegiada o reservada, en tanto esa información no se dé a conocer públicamente.



STS 13-III-1996

- “se da el enlace preciso y directo, según las reglas del criterio humano .-artº 1253 del C. Civil.- que no son otras que las de la lógica, pues no entran dentro de los parámetros de la lógica, esa adquisición hecha en octubre de 1990, sin un previo conocimiento de la preparación de la OPA, dadas las singulares circunstancias en que se produce esa adquisición, ... No existe, pues, una prueba directa, sobre existencia de información privilegiada (como casi siempre ocurre en estos casos) pero si existe una prueba de presunciones que es perfectamente valida, al ajustarse a los requisitos legales exigibles, con entidad suficiente para considerarla prueba de cargo”



STSJM 20-VII-1997

- “La finalidad fundamental que persigue la tipificación administrativa del abuso de información privilegiada es mucho más restringida y específica: la claridad y transparencia en el mercado de valores, erradicando la manipulación de la información y la especulación injusta con los títulos valores”



SAN 2-XII-1997

- “el actor dispuso e hizo uso de información privilegiada, al enterarse en el Consejo Ejecutivo del Banco de España celebrado el 23 de Diciembre de 1.993, de posibles medidas a adoptar, respecto de la difícil situación financiera de BANESTO, entre las cuales, se estudió la posibilidad de intervenir dicha entidad de crédito, según la certificación del Secretario General de dicho Consejo. El recurrente a consecuencia de disponer de dicha información, ordenó el mismo día la venta de sus acciones de dicha entidad bancaria privada al concluir la indicada reunión por lo que hizo uso de la referida información, no siendo necesario profundizar en los móviles y restantes circunstancias concurrentes, para entender infringido el tipo legal del art. 99, letra o) de la Ley de Mercado de Valores, en relación con su art. 81 num. 2 y 3, que no precisa de otros elementos constitutivos.”



Abuso de información: Caso Sevillana

SSAN 29 de junio y 4 julio 2001

- ▶ **Falta nexo causal:** “no se ha acreditado suficientemente que D. Marcelino Alvarez vulnerase su deber de salvaguarda de la información ni que realizase ninguna actuación posterior tendente a facilitar su utilización abusiva o desleal por parte de su hijo y las consecuencias de dicho uso”. Lo cual rompe el nexo causal de la imputación contra la actora quien, no obstante ordenó dicha compra de acciones, pero no por mediación de su padre absuelto por la Administración de tráfico de información privilegiada.” SSAN 29 de junio y 4 julio 2001.

