



# *Nuevo marco legal en materia de abuso de mercado*

Autor/a

**Julio Bermúdez Madrigal**

*Abogado en Garrigues.*

***REVISTA LEX  
MERCATORIA.***

*Doctrina, Praxis, Jurisprudencia y Legislación*

RLM nº3 | Año 2016

Artículo nº 3

Páginas 13-19

revistalexmercatoria.umh.es

ISSN 2445-0936

## *1. Introducción*

El 12 de junio de 2014 se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea (en adelante “**DOUE**”) el Reglamento (UE) Nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE (en adelante el “**Reglamento**”) que

establece una normativa común en materia de abuso de mercado en todos los Estados miembros. Este Reglamento entró en vigor el pasado 3 de julio de 2016, si bien las disposiciones que permiten a la Comisión europea y a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante “**ESMA**”) desarrollar su contenido entraron en vigor el 2 de julio de 2014.

Esta reforma de la normativa de abuso de mercado, más conocida como Reforma MAD II, tiene su origen en la propuesta legislativa presentada por la Comisión Europea en octubre de 2011 consistente en la sustitución de la Directiva 2003/6/CE y sus disposiciones de desarrollo por:

- El Reglamento, que establece un marco común en materia de abuso de mercado. Al ser de aplicación directa en todos los Estados miembros, el Reglamento permite garantizar unas condiciones uniformes en la Unión Europea (en adelante “UE”) en materia de abuso de mercado y evitar las diferencias detectadas entre los Estados miembros como consecuencia de la trasposición de la Directiva 2003/6/CE.

- La 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, aprobada el día 16 de abril (en adelante la “Directiva”) y cuyo plazo de incorporación finaliza el 3 de julio de 2016.

## *2. Nuevo Reglamento de abuso de mercado*

### **Ampliación del ámbito de aplicación de la normativa de abuso de mercado**

La Directiva 2003/6/CE recogía un principio de prohibición de las operaciones con información privilegiada y de manipulación de mercado con instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado. El Reglamento amplía el ámbito de aplicación de la normativa de abuso de mercado a nuevas plataformas de negociación e instrumentos financieros. Se establece un marco normativo

común en el ámbito de las operaciones con información privilegiada, la comunicación ilícita de información privilegiada y el abuso de mercado, así como medidas para impedir el abuso de mercado.

Esta nueva normativa se aplicará a los instrumentos financieros negociados en un Sistema Multilateral de Negociación (en adelante “SMN”) o un Sistema Organizado de Contratación (en adelante “SOC”). En España, esto supondrá que la normativa de abuso de mercado no se aplicará solo a los instrumentos negociados en los Mercados Secundarios Oficiales sino también a aquellos negociados en el Mercado Alternativo Bursátil (en adelante “MAB”) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (en adelante “MARF”); los derivados sobre materias primas (que no sean productos energéticos al por mayor) y a sus correspondientes contratos al contado, y los derechos de emisión u otros productos subastados basados en ellos aunque no sean instrumentos financieros.

### **Definición de información privilegiada**

El Reglamento mantiene, en líneas generales, la definición de información privilegiada dada por la Directiva 2003/6/CE y que fue incorporada por el legislador español en los artículos 81.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante la “LMV”) y 1.1 del 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 (en adelante “RD 1333/2005”). El Reglamento armoniza la definición de información privilegiada referida a los instrumentos derivados sobre materias primas con la referida a emisores e instrumentos financieros e introduce una nueva definición de información privilegiada en relación con los derechos de emisión.

## **Operaciones con información privilegiada**

Son operaciones con información privilegiada aquellas realizadas por una persona que dispone de dicha información y la utiliza, no solo para adquirir o ceder instrumentos financieros a los que se refiere la información en cuestión, sino también para cancelar o modificar una orden formulada antes de que hubiera tenido conocimiento de la información privilegiada. Es también una operación con información privilegiada aquella basada en el uso de recomendaciones o inducciones para realizar la operación en cuestión cuando la persona que utilice o divulgue la recomendación o inducción, sepa o deba saber que se basa en información privilegiada.

Se establece que no todo uso de información privilegiada es ilícito, sino únicamente aquel que ponga en peligro la integridad de los mercados financieros o la confianza de los inversores. Cuando una persona que posee información privilegiada opera con el instrumento financiero al que se refiere la información ha de suponerse que la ha utilizado. Esta presunción se entiende sin perjuicio del derecho de defensa de la persona en cuestión.

El Reglamento identifica en su art. 9 una serie de conductas que, en principio, se van a considerar legítimas, destacando especialmente 2:

- No se considerará que la información privilegiada obtenida con ocasión de una Oferta Pública de Adquisición (en adelante “OPA”) o fusión de sociedades se está utilizando de manera indebida si, en el momento de aprobación de la fusión o aceptación de la OPA, la información se ha hecho pública o ha dejado de ser privilegiada. Esta regulación no es aplicable a los procesos de “stakebuilding”.

- La adquisición o cesión de un instrumento financiero supone necesariamente la adopción previa de la decisión relativa a la realización de la operación en cuestión. Por este motivo, el hecho de que una persona utilice su propio conocimiento de que ha decidido adquirir, transmitir o ceder instrumentos financieros en la realización de la adquisición, transmisión o cesión de dichos instrumentos financieros no constituirá en sí mismo utilización de información privilegiada.

## **Comunicación a terceros de información privilegiada**

Nos encontramos frente a una comunicación ilícita de información privilegiada cuando una persona posee información de este tipo y la revela a un tercero, excepto cuando dicha revelación se produce en el normal ejercicio de su trabajo, profesión o funciones. Como novedad introducida, la revelación de las recomendaciones o la inducción a realizar operaciones se considera también comunicación ilícita de información privilegiada cuando quien las realiza sepa o debiera saber que estaban basadas en información privilegiada.

Se hace una regulación específica de la comunicación de información privilegiada realizada con motivo de un “sondeo de mercado”, regulación derivada de la importancia de la capacidad de realizar estos sondeos para un adecuado funcionamiento de los mercados financieros. Los sondeos de mercado consisten en la comunicación que realiza un emisor o un vendedor, con anterioridad al anuncio de una transacción, a uno o más inversores potenciales, con el fin de conocer su interés en una posible transacción y sus condiciones.

La divulgación de información privilegiada por una persona que pretenda realizar una OPA respecto de valores de una empresa

o una fusión con una empresa también constituirá sondeo de mercado cuando la información sea necesaria para permitir a los titulares de valores formarse una opinión sobre su disposición a ofrecer sus valores sea razonablemente necesaria para tomar la decisión de realizar la OPA o fusión.

Los sondeos de mercado no se consideran por sí mismos como “abuso de mercado” si se realizan en el normal ejercicio del trabajo, profesión o funciones de una persona y cumplen con los siguientes requisitos:

- La persona que haya llevado a cabo el sondeo de mercado en cuestión deberá haber realizado un análisis previo sobre la existencia de una comunicación de información privilegiada, dejando constancia de sus conclusiones por escrito y elaborar un registro de las personas que han tenido acceso a la información privilegiada, denominada “lista de iniciados”.

- El receptor de la información privilegiada deberá comprometerse a no utilizarla y a guardar confidencialidad con respecto a la misma.

### **Difusión pública de información privilegiada**

Los emisores deberán hacer pública la información privilegiada tan pronto como sea posible. Como excepción, el emisor podrá retrasar esta difusión, bajo su propia responsabilidad, cuando sus legítimos intereses puedan verse perjudicados. Este retraso en la difusión no podrá inducir a confusión o engaño al público y el emisor deberá garantizar la confidencialidad de la información.

Como novedad introducida por el Reglamento, no se permitirá a los Estados miembros que exijan a los emisores que informen

previamente a las autoridades sobre su decisión de retrasar la divulgación de la información. Desde la entrada en vigor del Reglamento el emisor no tendrá que comunicar a las autoridades su decisión de retrasar la difusión de la información privilegiada hasta el momento en que la haga pública. En ese momento, tendrá que presentar una explicación por escrito sobre la forma en que se cumplieron las condiciones que permitieron dicho retraso en la difusión.

Se establece como excepción un sistema de control previo cuando el emisor sea una entidad de crédito o una entidad financiera, la información privilegiada implique un riesgo de carácter sistémico y convenga al interés público retrasar su divulgación.

### **Manipulación de mercado**

Dentro de la tendencia expansiva de la nueva normativa de abuso de mercado, se produce una ampliación de supuestos de manipulación de mercado. Su definición añade además de transacciones y órdenes de negociación, otras actividades y cualesquiera otras conductas siempre que, en todos los casos, tengan un efecto real en la demanda o precio de uno o varios instrumentos financieros o en el contrato al contado de materias primas referido a ellos. El Reglamento introduce importantes novedades en relación con la manipulación de mercado:

- Quedan prohibidas tanto la manipulación de mercado como la tentativa de manipulación de mercado.

- Se produce una ampliación de la definición de manipulación de mercado para adaptarla a nuevas formas de negociación de valores o nuevas estrategias potencialmente abusivas. Además de transacciones y órdenes de

negociación, el Reglamento considera como operaciones de manipulación de mercado otras actividades o conductas que tienen efecto en la oferta, la demanda o los precios, identificándose, por primera vez, las estrategias de high frequency trading (en adelante “HFT”) que pasan a considerarse abusivas.

- Se mantiene el concepto de “práctica aceptada de mercado” que permite no penalizar actuaciones que podrían tener un carácter manipulador cuando se desarrollan de acuerdo con prácticas aceptadas en el mercado donde se efectúan las operaciones y exista alguna razón que legitime dicha actuación.

### **Operaciones realizadas por administradores y directivos**

Se establece una regla común de notificación de las operaciones realizadas por administradores y directivos. Las personas estrechamente vinculadas con ellos deberán notificar al emisor y a la autoridad competente, en un plazo máximo de 3 días hábiles desde la fecha de la operación, toda operación ejecutada por cuenta propia relativa a acciones o instrumentos de deuda de dicho emisor, instrumentos derivados u otros instrumentos financieros vinculados a ellos. Entre las operaciones que hay que notificar se incluyen la pignoración o el préstamo de instrumentos financieros, las operaciones preparadas o ejecutadas por cuenta de una persona con responsabilidades de dirección y las realizadas en el marco de una póliza de seguro de vida.

Como novedad introducida por el Reglamento, se establecen unos umbrales por debajo de los cuales no es preciso realizar la referida notificación: 5.000€ dentro de un año natural. Este umbral se calculará mediante la suma sin compensaciones de todas las operaciones realizadas dentro del plazo del año.

Con carácter excepcional, una autoridad competente podrá aumentar este umbral hasta 20.000€. Para ello, tendrá que notificar a ES-MA su decisión y su justificación, que será hecha pública.

El Reglamento regula la prohibición de las personas con responsabilidad de dirección dentro de un emisor de operar durante los 30 días naturales anteriores a la publicación de un informe financiero intermedio o de un informe anual y sus excepciones.

### **Nuevas medidas y sanciones administrativas**

Con el fin de evitar disparidades entre los distintos ordenamientos jurídicos, se introducen normas mínimas en materia de medidas, sanciones y multas administrativas sin que ello impida que los Estados miembros puedan establecer normas más estrictas. Se prevén como nuevas sanciones administrativas, entre otras, la restitución de los beneficios obtenidos o de las pérdidas evitadas gracias a la infracción en caso de que puedan determinarse. También se establece la prohibición permanente de ejercer funciones de dirección en empresas de inversión en caso de infracción reiterada a personas que ejerzan responsabilidades de dirección o cualquier otra persona física con responsabilidades en materia de abuso de mercado.

Finalmente, se regula por primera vez la situación de las personas que comuniquen incumplimientos a las autoridades competentes, comúnmente conocidos como “*whistleblowers*”. Los Estados miembros deberán establecer mecanismos eficaces y medidas de protección adecuadas para permitir la denuncia de posibles infracciones o infracciones reales a las autoridades competentes. Los mecanismos contemplados incluirán, al menos proce-

dimientos específicos para la recepción de denuncias y su seguimiento, y protección adecuada a las personas que trabajen en virtud de un contrato laboral y que denuncien infracciones o sean acusadas de cometerlas.

### 3. La Directiva

#### Ámbito de aplicación

La Directiva es aplicable a instrumentos financieros, particularmente:

- Aquellos para los que se haya solicitado admisión o hayan sido admitidos a negociación en un mercado regulado;
- Los negociados, admitidos a negociación o para los que se haya solicitado admisión a negociación en un SMN; así como,
- Los negociados en un SOC.

Quedan igualmente incluidos en su ámbito de aplicación, los instrumentos financieros no previstos en las categorías referidas más arriba, cuyo precio o valor dependan de ellos o tenga un efecto sobre el precio o valor de los mismos. De forma particular, prevé la Directiva que lo dispuesto en el artículo 5 sea de aplicación a los contratos de contado sobre materias primas que no consistan en productos energéticos al por mayor, en los que la operación, orden o conducta influya sobre el precio o el valor de alguno de los instrumentos financieros referidos previamente, así como, a los tipos de instrumentos financieros en los que la operación, la orden, la oferta o la conducta influyan en el precio o valor de un contrato de contado sobre materias primas cuando el precio o valor dependa del precio o valor de dichos instrumentos financieros.

Sin perjuicio de lo anteriormente dispuesto, la Directiva se aplicará a toda operación, orden o conducta relativa a un instrumento financiero de los mencionados en los párrafos precedentes, con independencia de que dicha operación, orden o conducta se realice o no en un centro de negociación.

La finalidad última de la Directiva es fundamentalmente sancionadora. El principal cambio con respecto a la Directiva 2003/6/CE es, que abandona el terreno genérico de la prohibición de conductas “*sin perjuicio del derecho de los Estados a imponer sanciones penales*”, y se adentra en el mundo de las sanciones penales obligatorias para casos graves.

#### Infracciones penales

La pena máxima de prisión no podrá ser inferior a cuatro años, en el supuesto de operaciones con información privilegiada o de manipulación de mercado, y de dos años, cuando consistan en la comunicación ilícita de información privilegiada.

A diferencia de la Directiva de 2003/6/CE, la Directiva prevé expresamente la posible responsabilidad penal de las personas jurídicas cuando las infracciones “*hayan sido cometidas en beneficio de aquellas por cualquier persona, ya sea que actúe a título individual o como parte de un órgano de la persona jurídica, y que ocupe un cargo directivo dentro de la persona jurídica*”, o “*cuando la ausencia de supervisión o control (por parte de los administradores o quienes tienen facultades de decisión o de control dentro de la sociedad) haya hecho posible que una persona bajo su autoridad cometa, en beneficio de la persona jurídica, alguna de las infracciones*”.

Otras de las novedades más importantes consiste en la obligación, según lo previsto

en el artículo 6, de considerar punibles la incitación (inducción en terminología penal) y la complicidad en las tres clases de infracciones previstas: operaciones con información privilegiada, comunicación de información privilegiada y manipulación del mercado (así como la tentativa).

### **Régimen competencial**

Los Estados miembros determinarán su propia competencia para conocer de los ilícitos penales previstos en el apartado anterior cuando la infracción haya sido cometida total o parcialmente en su territorio, o bien, por uno de sus nacionales, al menos cuando el acto constituya una infracción en el lugar en el que fue cometido. El art. 10 de la Directiva prevé también que los Estados miembros deberán informar a la Comisión si deciden ampliar su competencia sobre dichas infracciones cuando, habiendo sido cometidas fuera de su territorio, el autor tuviese su residencia habitual en el mismo o bien, la infracción hubiese sido cometida en beneficio de una persona jurídica establecida en su territorio.

### **Régimen de responsabilidad**

Los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para garantizar que las personas jurídicas puedan ser consideradas responsables de las infracciones previstas y que sean cometidas en su beneficio por cualquier persona, con independencia de que actúe a título individual o como parte de alguno de sus órganos, ocupando un cargo directivo dentro de la persona jurídica, siempre que la infracción haya sido cometida en base al poder de representación, a la facultad de tomar decisiones en nombre de la persona jurídica o bien de la facultad de ejercer el control dentro de la misma.

Asimismo, estas medidas también deberán adoptarse cuando, por la ausencia de supervisión o control por parte de quien ostente esa responsabilidad dentro de la persona jurídica, una persona que actúe bajo su autoridad cometa, en beneficio de la persona jurídica, alguna de las infracciones mencionadas con anterioridad.

No obstante, el régimen de responsabilidad previsto en los dos párrafos precedentes se entenderá sin perjuicio de la vía procesal penal contra las personas físicas que estén implicadas como autoras, incitadoras o cómplices en la comisión de las citadas infracciones.