

ANA CANO MONTETO

**EL TRATAMIENTO DE LA
INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL
MERCADO DE VALORES**

TRABAJO DE FIN DE GRADO

Dirigido por el Dr. Carlos Alegret Bartolín

Grado de Derecho



**UNIVERSITAT
ROVIRA I VIRGILI**

Tarragona

2021

Este TFG se ha desarrollado en la modalidad de:

Trabajo de Recerca

La recerca se presenta siguiendo las pautas para autores previstas en la *Revista de Derecho de Sociedades*:

<https://proview-thomsonreuters-com.sabidi.urv.cat/title.html?redirect=true&titleKey=aranz%2Fperiodical%2F108262200%2Fv20200060.2&titleStage=F&titleAcct=i0ad6a689000001717cc50a720a1317f9#sl=pi&eid=9694623d3d94b744c6949706361608cc&eat=a-246364232&pg=&psl=&nvgS=false>

RESUMEN

El siguiente trabajo tiene como finalidad mostrar el tratamiento de la información privilegiada dentro del ordenamiento jurídico español, en consonancia con la normativa europea de referencia, analizando tanto las modificaciones legislativas que se han realizado para obtener la actual regulación, como el régimen sancionador que se prevé para las personas que realicen operaciones con información privilegiada, operaciones que se encuentra dentro de las conductas que conocemos como abuso de mercado.

PALABRAS CLAVE: Información privilegiada – Comisión Nacional del Mercado de Valores – Mercado de Valores – Simetría informativa – Abuso de Mercado – Bankia.

RESUM

El present treball té como a finalitat determinar el tractament de la informació privilegiada dins del ordenament jurídic espanyol, en consonància amb la normativa europea de referencia, per tant, analitzarem tant les modificacions legislatives que s'han realitzat per obtenir l'actual regulació, como el règim sancionador que es preveu per las persones que realitzin operacions amb informació privilegiada, operació que s'enquadra dins de les conductes que coneixem com abús de mercat.

PARAULES CLAU: Informació privilegiada – Comissió Nacional del Mercat de Valors – Mercat de Valor – Simetria informativa – Abús de Mercat – Bankia.

ABSTRACT

The purpose of the following work is to show the treatment of the inside information within the Spanish legal system, in line with the reference European regulations, therefore we will analyse the legislative modifications that it has been realized to reach the actual regulation, as well as the sanctioning regime envisaged for person who carry out transactions with inside information, transactions that are within the behaviours that we know as market abuse.

KEY WORDS: Inside information – Commission National Stock Market – Stock Market – Informational Symmetry – Market Abuse – Bankia.

ÍNDICE

ABREVIATURAS / SIGLAS	1
INTRODUCCIÓN.....	3
1. EL MERCADO DE VALORES.....	4
1.1. LOS INTERMEDIARIOS DEL MERCADO DE VALORES	7
1.2. CLASES DE MERCADO DE VALORES.....	8
1.2.1. EL MERCADO SECUNDARIO.....	9
2. CONCEPTO Y DEFINICIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	9
3. EL ORÍGEN Y REGULACIÓN ACTUAL DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	14
3.1. EVOLUCIÓN DEL TRATAMIENTO EN LA LEY DEL MERCADO DE VALORES	14
3.1.1. TEXTO INICIAL: LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES ...	15
3.1.2. LEY 37/1998, DE 16 DE NOVIEMBRE, DE REFORMA DE LA LEY 24/1998, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES.....	18
3.1.3. LEY 47/2007, DE 19 DE DICIEMBRE, POR LA QUE SE MODIFICA LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES	20
3.1.4. REAL DECRETO LEGISLATIVO 4/2015, DE 23 DE OCTUBRE POR EL QUE SE APRUEBA EL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES	23
3.2. EVOLUCIÓN DEL TRATAMIENTO EN LA NORMATIVA EUROPEA	25
3.2.1. DIRECTIVA 2004/39/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO DE 21 DE ABRIL DE 2004 RELATIVA A LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS	27
3.2.2. REGLAMENTO (UE) 596/2014 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO DE 16 DE ABRIL DE 2014 SOBRE EL ABUSO DE MERCADO (REGLAMENTO SOBRE ABUSO DE MERCADO).....	29
4. EL TRATAMIENTO ACTUAL DE LA INFORMACIÓN PRIVILAGIADA.....	32
4.1. GESTIÓN SIMÉTRICA DE LA INFORMACIÓN PRIVILAGIADA	33
4.2. LA CNMV COMO GARANTE DE LA SIMETRÍA INFORMATIVA.....	35
4.3. RÉGIMEN SANCIONADOR.....	37
4.4. TRATAMIENTO JUDICIAL DE LA INFORMACIÓN PRIVILAGIADA	40
5. JURISPRUDENCIA	42
CONCLUSIONES	46
BIBLIOGRAFÍA.....	48
JURISPRUDENCIA	49
LEGISLACIÓN	49
WEBGRAFÍA.....	51
ANEXOS.....	52

ABREVIATURAS / SIGLAS

AEMV	Autoridad Europea de Valores y Mercados.
Art.	Artículo
Cfr.	Comparar, ver
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CP	Código Penal
DAM	Directivas de Abuso de Mercado
DGSP	Dirección General de Seguros y Fondo de Pensiones
Ed.	Editorial
FJ	Fundamento Jurídico
LMV	Ley del Mercado de Valores
LPCAP	Ley del Procedimiento Común de las Administraciones Públicas
LRJSP	Ley del Régimen Jurídico del Sector Público.
MiFID	<i>Market in Financial Instrument Directive</i>
Núm.	Número
Op. Cit.	Obra citada
OPS	Oferta pública de suscripción
OPV	Oferta Pública de venta
Pág.	Página
Rec.	Recurso
Reglamento n.º 596/2014	Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso de mercado
SAN	Sentencia de la Audiencia Nacional
Sec.	Sección
SMN	Sistemas multilaterales de negociación
SOC	Sistemas organizados de contratación

ss.	Siguientes
STC	Sentencia del Tribunal Constitucional
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
Tr.	Traducción
TRLMV	Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores
TS	Tribunal Supremo

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo de fin de grado tiene por objeto de estudio analizar el uso de información privilegiada dentro del mercado de valores, puesto que es una de las grandes actuaciones que suponen un abuso de mercado. Este análisis se llevará a cabo a través de, tanto de su regulación interna como comunitaria, como desde la jurisprudencia. Además, se observará como los diferentes órganos de nuestro sistema velan por el buen uso de esta y, las consecuencias que derivan de su uso indebido, ya que hoy en día las actuaciones en este mercado son mayores y, tienen más repercusión que tiempo atrás. El mercado de valores constituye un ámbito muy extenso y complejo de estudiar, es por eso que se ha considerado una de los mayores problemas dentro el como el objeto de estudio del trabajo.

De esta manera, al observar los órganos garantes de la información privilegiada, analizaremos la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, como los tribunales ejercen de garantes de la simetría informativa.

En otro orden de cosas, en la primera parte del trabajo expondremos el marco donde tiene más incidencia la información privilegiada a saber, el mercado de valores, cuya incidencia es más fuerte en el mercado secundario. Posteriormente nos adentraremos en la definición de información privilegiada con sus elementos y las principales características. Después, dedicaremos el siguiente epígrafe al origen y la regulación actual de la información privilegiada, epígrafe que como veremos a lo largo del trabajo se estructura en dos partes, la evolución de la normativa a nivel estatal con las diferentes reformas de la Ley del Mercado de Valores y como va evolucionando la información privilegiada con estas reformas, como a nivel de la Unión Europea, normativa que ha finalizado con el Reglamento (UE) n.º 596/2014. Seguidamente dedicaremos el siguiente epígrafe al tratamiento actual de esta información, es decir, su gestión interna y los órganos garantes de esta, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, los tribunales. Asimismo, en este epígrafe, el cual está dividido en 4 partes también nos adentraremos en el régimen sancionador por el mal uso de esta información privilegiada y, de una manera sintetizada haremos referencia a la información privilegiada en el ámbito penal, es decir, trataremos de manera sucinta el delito de uso de información privilegiada. Finalmente, el epígrafe 5 lo dedicaremos a la jurisprudencia de esta información. Así las cosas, nos pararemos a analizar de una forma no muy extensa el conocido “caso Bankia”.

Finalmente cerraremos el presente trabajo mediante un epígrafe con las conclusiones más relevantes extraídas de este.

1. EL MERCADO DE VALORES

En primer lugar, antes de abordar el tratamiento de la información privilegiada, hay que saber dónde podemos encontrarla, donde tiene efectos, es decir, el marco de actuación de la información privilegiada. La respuesta a estas cuestiones es el Mercado de Valores, por lo que en el siguiente epígrafe trataremos sobre este.

El mercado de valores forma parte del mercado financiero, dentro del cual también se encuentran el mercado de crédito y el mercado asegurador o sector asegurador. El mercado financiero se puede definir atendiendo a una serie de elementos que lo componen, está formado por un conglomerado de mercados, medios e instituciones, siendo la función principal de este canalizar el ahorro generado.

Por lo que respecta al mercado de crédito, resulta fundamental en nuestro sistema financiero, ya que es el que lleva acabo de una forma más eficaz y significativa la canalización de los recursos hacía el ahorro. Este sector está supervisado por el Banco de España y, básicamente está formado por entidades de crédito, cooperativas de crédito, el Instituto de Crédito oficial y los establecimientos financieros de crédito.¹

El siguiente mercado que forma parte del mercado financiero es el mercado o sector asegurador, este está bajo el control y la supervisión de la Dirección General del Ministerio de Economía y Competitividad, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, DGSP. Este sector es el que presenta unas mayores especialidades en comparación con los otros, ya que la labor financiera de las entidades en este caso es secundaria respecto a su actividad principal, asumir riesgos por cuenta de sus clientes.

En cuanto al mercado de valores, también llamado mercado bursátil, el órgano controlador de este es la Comisión Nacional de Valores (en adelante e indistintamente CNMV), que comprende no solo los mercados que forman parte este grupo, sino todas las entidades que participan en los diferentes mercados. En concreto, tenemos que forman parte las sociedades rectoras de los mercados secundarios, empresas de servicios de inversión, sociedades valores, sociedades gestoras de carteras, entre otras.²

¹ CONLLEDO FERNANDO (coord.), PINILLOS ÁFRICA, *et al.* (2ª Ed. 2017). *Los mercados financieros*. [en línea] Ed. Tirant lo Blanch [pág. 38], recuperado el 10 de diciembre de 2020 desde la URL: <https://biblioteca-tirant-com.sabidi.urv.cat/cloudLibrary/ebook/show/9788490335925>.

² CONLLEDO FERNANDO (coord.), PINILLOS ÁFRICA, *et al.* (2ª Ed. 2017). *Los mercados financieros...*, op. cit. [pág. 43-45]. Consultado el 10 de diciembre de 2020.

Centrándonos ahora en el mercado de valores, tenemos que su regulación viene constituida por una extensa normativa, pero su norma básica es el Texto Refundido de la Ley del Mercado de valores (en adelante, TRLMV) y sus respectivos reglamentos. Un concepto aproximado de este mercado viene a decir que es aquel donde se opera con la renta variable y fija, mediante la compraventa de valores negociables, lo cual permite canalizar el capital de los inversores y/o usuarios a medio o largo plazo. Por lo tanto, a grandes rasgos se puede afirmar, que es aquel donde confluyen compañías que quieren obtener recursos financieros e individuos que disponen de capital y pretenden invertirlo en estas empresas.

Con esta afirmación, llegamos a la conclusión que la función principal del mercado de valores es canalizar el ahorro a la inversión. Esto quiere decir, por ejemplo, imaginemos el caso de que una persona disponga de un capital, pero no tiene un canal donde invertirlo y, por el otro lado, tenemos a una persona que no dispone de capital, pero si tiene un canal donde la gente puede invertir su ahorro, dispone de una idea de negocio, pero no tiene una financiación. Lo que hace el mercado de valores es poner en contacto a estas personas, de manera que se canaliza el ahorro a la inversión. Esta situación sería parecida a lo que ocurre cuando una persona acude a una entidad bancaria para que esta le otorgue un préstamo o crédito, el dinero que la entidad bancaria le ofrece no es de esta, sino de los demás clientes, no obstante, en el mercado de valores esta canalización se produce de manera directa, es decir, sin la intervención de otras entidades, solamente intervienen en el mercado de valores los emisores de los valores y los inversores. Aunque, si bien es cierto que en este mercado existen más sujetos intervinientes, la canalización del ahorro a la inversión sigue siendo directa, pero es necesaria la intervención de determinados agentes para que estos gestionen tales órdenes de compra de dichos valores. Estos agentes son las agencias de valores, las sociedades de valores y, las entidades de crédito³. No obstante, estas últimas no actuarían como “bancos”, sino que el dinero destinado a la compra de acciones o valores sería directo.

Además de esta principal función, este mercado cumple con otras como son: Ofrece liquidez a la inversión, de manera que los que poseen títulos puedan convertir las acciones en dinero. Conecta a las empresas y a las entidades del Estado que necesitan recursos de

³ Cfr. el epígrafe del presente trabajo 1.1. *los intermediarios del mercado de valores*.

inversión de los ahorradores y, favorece la valoración de activos financieros y la asignación de forma eficiente de los recursos.

Estas funciones, no podrían llevarse a cabo sin los principios que rigen el mercado de valores. De esta manera, tenemos que los principios rectores son los siguientes: en primer lugar, el mercado de valores se rige por la *eficiencia*, ya que este debe trasladar de una manera eficiente el ahorro a la inversión. Esta eficiencia es seguida por el principio de *transparencia*, de modo que se ofrece al inversor una información clara y actualizada tanto de los sujetos que emiten los valores como de los mercados en que cotizan, por lo tanto, vemos que esta transparencia también se orienta hacia la *protección del inversor*, considerado como otro principio rector del mercado de valores. Esta protección tiene como finalidad obtener la confianza del inversor, de manera que este siga invirtiendo y, no acuda a otras formas de canalización, como podrán ser las entidades bancarias.

Otro de los principios del mercado de valores es el *ahorro privado*, ya que este mercado supone la llamada de inversionistas al ahorro privado, es decir, hay un intercambio de liquidez por valores los cuales deberían de generar un beneficio el cual debe ser garantizado por el ordenamiento. No obstante, este no puede asegurar “promesas” implícitas de beneficios, pero sí puede establecer unos mecanismos jurídicos para que esas promesas de futuro sean probables.

Los dos últimos principios rectores de este mercado son *la profesionalidad de los intermediarios*, es decir, las personas que intervienen en el mercado deben de cumplir serie de requisitos específicos y, por último, el principio de *igualdad de inversores*, igualdad de trato en determinadas situaciones e igualdad informativa, es decir, represión del abuso de información privilegiada. Que todos los participantes en el mercado conozcan la misma información y al mismo tiempo.

Por lo tanto, teniendo en cuenta estos principios, podríamos decir que el gran principio fundamental del mercado de valores es evitar la asimetría informativa entre los inversores. Esta asimetría se presenta cuando, por ejemplo, las empresas de un lado de la transacción disponen de una información privilegiada o relevante, la cual las empresas del otro lado de la transacción carecen o no conocen.

Vistas estas características del mercado de valores, debemos de tener en cuenta que para que se pueda hablar de información privilegiada, debemos de tener un objeto, un elemento del cual se pueda disponer cierta información. Así pues, para poder definir el objeto

principal del mercado de valores, debemos de tomar en cuenta la definición de instrumento financiero, la cual se encuentra en el artículo 2 del TRLMV el cual nos remite al Anexo de la ley. Dentro de este anexo se puede diferenciar que dentro de instrumentos financieros están, por un lado, los valores negociables y, por el otro lado, otros instrumentos financieros.

Los valores negociables de acuerdo con la definición del Anexo, pueden entenderse como “*cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquier que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero*” (Anexo a) del TRLMV). Esta definición, en la ley se acompaña de una enumeración de valores negociales (acciones de sociedades anónimas, bonos, obligaciones u otras formas de deuda, etc.)⁴. Por otro lado, los otros instrumentos financieros son contratos de opciones, futuros, permutas etc. (enumeración Anexo LMV apartados *b) a k)*). Se dice que son otros instrumentos financieros porque el concreto concepto de valores negociables generó discusión en la doctrina al extenderse al ámbito de aplicación de la ley a otros derivados distintos de los valores negociables⁵, de ahí la distinción anunciada entre estos y los “otros instrumentos financieros”, ya que son de distinta naturaleza.

1.1. LOS INTERMEDIARIOS DEL MERCADO DE VALORES

Como hemos mencionado en el epígrafe anterior, aunque la canalización del ahorro a la inversión sea directa, necesitamos de unos intermediarios que puedan gestionar nuestras órdenes. Estos intermediarios conocidos como *empresa de servicio de inversión*, son entidades financieras cuya finalidad principal se basa en ofrecer servicios de inversión profesionales a terceros⁶. Estas son: las sociedades de valores, las agencias de valores y las sociedades gestoras de cartera.

En primer lugar, las sociedades de valores se diferencian de las agencias de valores en su ámbito de operación, ya que las sociedades pueden operar tanto por cuenta ajena, como por cuenta propia. Las sociedades de valores, además, pueden ofrecer todo tipo de

⁴ Cfr. el anexo I del Real Decreto legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), 14 de octubre de 2015. BOE núm. 255, de 24/10/2015 recuperado desde el URL: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435>.

⁵ En el Real Decreto legislativo 4/2015... op. cit. en el *artículo 2 apartado 2*, establece que a los instrumentos financieros distintos de los valores negociables también les serán de aplicación las reglas previstas para estos.

⁶ CONLLEDO FERNANDO (coord.), PINILLOS ÁFRICA, *et al.* (2ª Ed. 2017). *Los mercados financieros...*, op. cit. [pág. 41-42], consultado el 10 de enero de 2021.

servicios de inversión. Sin embargo, contrariamente las agencias de valores únicamente pueden actuar por cuenta ajena. Solo pueden tramitar órdenes de compra y venta por cuenta de sus clientes, por lo que su actividad se ve más limitada.⁷

Por lo que respecta a las sociedades gestoras de cartera, estas solo están autorizadas a gestionar carteras de inversión de acuerdo con los mandatos expresos que los inversores indiquen y, a ofrecer asesoramiento en materia de inversión tanto individualizado a inversores como empresas.

1.2. CLASES DE MERCADO DE VALORES

La ley del mercado de valores anuncia y regula dos tipos: el mercado primario y el mercado secundario. Aunque nuestro trabajo se desarrolla dentro del mercado secundario, puesto que es en este dónde la información privilegiada tiene más incidencia, es importante tomar en cuenta esta división y considerar que es información privilegiada en el mercado de valores primario.

El mercado de valores primario, se encuentra regulado en los artículos 33 y ss del TRLMV. Este hace referencia básicamente, a la admisión originaria a la negociación de los valores. De esta manera los valores son objeto de una primera adquisición por parte de los inversores, y, por consiguiente, siendo este mercado donde los activos financieros se emiten. Es la colocación o la salida al mercado de nuevas acciones. Es decir, en este mercado las empresas acuden con el objetivo de captar fondos del público gracias a la emisión de nuevos valores y, los inversores obtienen nuevos títulos que son creados recientemente por el emisor, no obstante, dentro de este mercado primario también se realizan las operaciones de compra y venta de valores a través de las ofertas públicas (OPS- oferta pública de suscripción y OPV-oferta pública de venta).

Por lo que respecta a la información privilegiada en este mercado, esta podría considerarse como aquella que hace referencia a la información sobre una empresa a la hora de salir a bolsa, ya que como hemos mencionado anteriormente este mercado hace referencia a la emisión originaria de valores. Además, tenemos que en el artículo 34 del TRLMV menciona la obligación de publicar un folleto informativo⁸ cuando se decida

⁷ Guía informativa de la CNMV, *¿qué debería saber de las empresas de servicios de inversión?* (2006). Recuperado el 4 de enero de 2021 desde el URL https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_empresasinversion.pdf.

⁸ Real Decreto legislativo 4/2015..., op. cit. *Artículo 34:* (...) los valores únicamente podrán ofertarse al público o admitirse a cotización en un mercado regulado tras la previa publicación de un folleto de conformidad con el mencionado Reglamento.

emitir nuevos títulos a negociación. Este folleto juega un papel transcendental, ya que es una de las principales fuentes de información de los inversores y para los grupos de interés, es tan importante hasta el punto de poder generar responsabilidad civil, penal y administrativa sino cumple los requisitos que la ley establece o exista discordancia entre el folleto y la situación real de la compañía.

1.2.1. EL MERCADO SECUNDARIO

Por lo que respecta al mercado secundario de valores, es aquel donde se englobará todo el trabajo, encontrándose regulado en los artículos 43 y ss TRLMV. En contra posición con el mercado primario, este son mercados regulados que cuentan con unos sistemas que permiten agrupar los diferentes intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos referentes a los instrumentos financieros que han sido admitidos a negociación⁹. Por lo tanto, en este mercado es donde se negocian e intercambian los activos financieros ya emitidos, es decir, los valores que ya han sido emitidos y vendidos en el mercado primario. Los mercados regulados a los que hace referencia en la ley, se conocen mejor como mercados secundarios oficiales y, actualmente en España tiene tal consideración los mercados enumerados en el segundo apartado del artículo 43 apartado segundo del TRLMV.¹⁰

2. CONCEPTO Y DEFINICIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

El concepto de información privilegiada, es un concepto algo difuso, puesto que, para llegar a una definición exacta, hay que acudir a diversas fuentes, no obstante, la primera definición que podemos aludir es la que encontramos en el Diccionario del Español Jurídico (DEJ). Según este, la información privilegiada está encuadrada del mercado de valores y, es una información que, según la entrada del diccionario referente a Derecho Mercantil, es *“una información de carácter concreto que se refiere directamente o indirectamente a uno o varios valores negociables o a instrumentos financieros de los comprendidos dentro de la Ley del Mercado de Valores, o a uno o a varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos públicos que no se haya hecho pública y*

⁹ Real Decreto legislativo 4/2015..., op. cit. artículo 43: *Son mercados regulados aquéllos sistemas multilaterales que permiten reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación, y que están autorizados y funcionan de forma regular, conforme a lo previsto en este capítulo y en sus normas de desarrollo, con sujeción en todo caso, a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad.*

¹⁰ Real Decreto legislativo 4/2015..., op. cit. artículo 43 apartado 2: *“(…) a) Las Bolsas de Valores b) El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones c) Los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el tipo subyacente, financiero o no d) Mercado de Renta Fija, AIAF e) Cualquiera otros (…).”*

que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o haber influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de cotización” (Diccionario Español Jurídico, definición 3).¹¹

Por su parte el TRLMV, en su artículo 226 establece con referencia a la información privilegiada que los emisores de valores o instrumentos financieros objeto de negociación en un mercado regulado español deben comunicar la información privilegiada a la CNMV (comisión nacional del mercado de valores) que harán pública. Para saber que es considerado como información privilegiada el artículo remite al artículo 17 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 (en adelante e indistintamente Reglamento n.º 596/2014) del Parlamento Europeo y del Consejo¹², el cual establece una definición extensa la cual se puede resumir acudiendo el artículo 7 de dicho reglamento que indicia que puede entenderse como información privilegiada cualquier tipo de las siguientes¹³:

“Artículo 7: Información privilegiada

(...)

- a) La información de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores o uno o varios instrumentos financieros (...).*
- b) En relación con los instrumentos derivados sobre materias primas, la información de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios de esos instrumentos derivados o directamente a un contrato (...).*

¹¹ Según las entradas del diccionario en materia penal se dice que es información a la que se ha tenido acceso reservadamente con ocasión del desempeño de un cargo o del ejercicio de una actividad empresarial o profesional y que, por su relevancia para la cotización de valores, es susceptible de ser utilizada en provecho propio o ajeno. Puede generar ventajas a quienes disponen de ella. (Diccionario Español Jurídico. Información Privilegiada). Recuperado en 04 de enero de 2020, de <https://dpej.rae.es/lema/informaci%C3%B3n-privilegiada>.

¹² Real Decreto Legislativo 4/2015..., op. cit. artículo 226: “los emisores de valores o instrumentos financieros que sean objeto de negociación en un mercado regulado español, o respecto de los que haya sido solicitada la admisión a negociación, deberán comunicar tan pronto como sea posible a la CNMV que procederá a hacerla pública en su página web, la información privilegiada que le concierna directamente a que se refiere el artículo 17 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014.”

¹³ Reglamento (UE) n.º 596/2017 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso de mercado. DOUE núm. 173, de 12 de junio de 2014. Ref.: DOUE-L-2014.81277 pág. 24, artículo 7 recuperado desde el URL: <https://www.boe.es/doue/2014/173/L00001-00061.pdf>.

- c) *En relación con los derechos de emisión, información de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios de esos instrumentos financieros (...).*
- d) *En cuanto a las personas encargadas de la ejecución de las órdenes relativas a los instrumentos financieros, la información transmitida por un cliente en relación con sus órdenes pendientes relativas a instrumentos financieros (...).*
- (...)"

Los elementos que definen la información privilegiada, es decir, las características que debe poseer esta información para calificarse como privilegiada y, por lo tanto, ser susceptible de un aprovechamiento por parte del poseedor, se pueden mencionar en cuatro, de acuerdo con la diversa normativa que la ha definido, jurisprudencia y doctrina. Estas cuatro características son las que siguen a continuación:

Que se refiera directa o indirectamente a valores negociables o a instrumentos financieros o a sus emisores, es decir, cualquier hecho o decisión que se genere, tanto en el interior de una sociedad como fuera de ella en relación a su patrimonio o perspectivas de desarrollo. Un aspecto importante a subrayar sobre esta característica es el de que es la información la que debe estar relacionada con los instrumentos financieros, no el sujeto que la obtiene, puesto que este puede ser un extraño diferente al emisor.¹⁴

Que sea de carácter concreto, que se refiera sobre un hecho que se ha producido o pueda esperarse razonablemente, en otras palabras, que la información sea específica, los datos que la integren sean precisos y esté constituida por hechos o circunstancias, no por simples intuiciones o rumores.

Que no sea pública, debe ser secreta, desconocida por la generalidad de inversores de modo que quien la posea esté en disposición de obtener un beneficio mediante la transacción de los valores o pueda evitar una pérdida. De este modo, si la información fuera pública carecería de valor y dejaría de ser susceptible de aprovechamiento.

Que cuente *con capacidad de influencia apreciable* sobre la cotización de los valores o instrumentos financieros a los que se refiera, es decir, que sea una información relevante. Si bien, no existe una definición predeterminada sobre que es posible considerar como

¹⁴ MONROY ANTÓN, ANTONIO J. (2006). *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*. [en línea]. Ed. Dijusa. [pág. 60] Recuperado el 13 de febrero 2021 desde la URL: <https://app-vlex-com.sabidi.urv.cat/#sources/2550>.

relevante, podemos considerar como tal, todo hecho o decisión que pueda transformar o haya modificado la rentabilidad o solvencia del emisor. Este hecho o decisión siempre debe ser valorado *ex ante*, en el momento que se hace uso de la información y no cuando esta es pública.

Teniendo en mente lo descrito hasta ahora, los elementos y las definiciones extraídas de la ley, podríamos establecer como definición de información privilegiada la que menciona Pedro Villegas Moreno (subdirector de la Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador de la CNMV): *toda aquella relativa al mercado de valores que, por su concreción (líneas específicas y recibida de fuente fiable) y contenido (relevante para la cotización de los valores afectados), tiene un valor económico susceptible de aprovechamiento para su poseedor al no ser conocida por la generalidad del mercado*¹⁵. En suma, se podría confirmar que la característica principal para poder afirmar que estamos ante información privilegiada es que no sea conocida ni por el público ni por el mercado (STS 184/2013 23 de enero de 2013, FJ 4)¹⁶.

Paralelamente a esta información privilegiada hemos de hacer referencia a la “*insider information*¹⁷”, concepto proveniente de Estados Unidos. La *insider information* es la información interna de una organización que no está disponible para el público en general, solo para unas determinadas personas que son los conocidos como *iniciados*, debido a que ocupan un puesto determinado en la sociedad. Podríamos decir, como apunta Estaban de la Rosa, que es un énfasis en la situación de superioridad (privilegio) del sujeto que dispone de tal información.¹⁸ Ambos conceptos presentan puntos en común, pero se diferencian entre ellos, puesto que la *insider information* es la información interna y solo es conocida por los iniciados, o sea, unas determinadas personas por razón de su posición de “privilegio” en la organización. En cambio, la información privilegiada es una información directa o indirecta acerca de unos instrumentos financieros que no está disponible al público en general y, de ser conocida podría influir en el valor de estos como, por ejemplo, una fusión de empresas, OPV o la intervención de la empresa, etc.

¹⁵ VILLEGAS MORENO, PEDRO (2006). *El abuso de mercado concepto y tipos* [diapositiva 18]. Recuperado en fecha de 7 de febrero de 2021 desde la URL; <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/01/PedroVillegas.pdf>.

¹⁶ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso-Administrativo, sección 3ª) del 27 de septiembre de 2011. Sentencia núm. 5944/2011. Fundamento de derecho 5, pág. 8 (Recurso núm. 418/2009).

¹⁷ Tr. libre: información interna (este término puede entenderse también como información privilegiada).

¹⁸ ESTABAN DE LA ROSA, GLORIA (2020). *Operaciones con información privilegiada y mercado de valores*. Ed. Tirant lo Blanch. [pág. 27] Recuperado en fecha 7 de febrero de 2021 desde la URL; <https://biblioteca-tirant-com.sabidi.urv.cat/cloudLibrary/ebook/show/9788413360775>.

Sin duda la suposición es algo inherente al mercado de valores, ya que el inversor del mercado siempre acepta un cierto razonamiento, aceptando que un determinado valor pueda variar, es decir, subir o bajar. Aun así, la suposición es ajustada a las reglas del juego del mercado de valores, siempre que esta suposición se haya producido a partir de una adecuada evaluación de una información referente a unos valores o el mercado o, a la situación económica, etc., que ya haya sido divulgada. Por ello, la diferencia entre la información privilegiada y la suposición, es que en esta última se opera con informaciones que ya son públicas, ya han sido divulgadas y, por tanto, no es una información privilegiada, la cual por su esencia no es pública.¹⁹

La información privilegiada, en definitiva, puede considerarse como una asimetría informativa, la cual quiere ser evitada por el mercado de valores, entiendo esta cómo una desigualdad entre los sujetos que intervienen en el mercado de valores, puesto que quien esté en posesión de esta información podrá obtener tanto un beneficio propio para sí o para otro como evitar unas pérdidas gracias al conocimiento de esa información y, que los demás inversores o ahorradores no han podido tener acceso a ella. Por lo tanto, es decisivo que para considerar como privilegiada una información, esta sea trascendente para el mercado, que pueda producir un impacto en este apreciable²⁰.

Por último, mencionar que esta información se encuentra regulado tanto por el TRLMV, como por normativa europea, el Reglamento (UE) n.º 596/2014 como por las circulares que emite la Comisión Nacional de Valores. Además, no solo está regulada en estas disposiciones, sino también encontramos algunos preceptos en referencia al mal uso o abuso de la información privilegiada en el Código Penal (artículos 285 y ss), por lo tanto, en función de las circunstancias que rodeen la información, este mal uso puede ser considerado también como un delito.

¹⁹ JAÉN VALLEJO, MANUEL. *Información privilegiada en el mercado de capitales y Derecho penal. Revista de Cuadernos de Política criminal* [en línea]. Abril 2009, no. 9. Ed. Dykinson [pág. 109] Recuperado en fecha 7 de febrero de 2021 desde la URL; https://app-vlex-com.sabidi.urv.cat/#search/jurisdiction:ES+content_type:4/informaci%C3%B3n+privilegiada/WW/vid/414241238

²⁰ FERNANDO CONLLEDO (coord.), ÁFRICA PINILLOS LORENZA, *et al.* (2ª Ed. 2017). *Los mercados Financieros...*, op. cit. [Pág. 388], consultado el 7 de febrero de 2021.

3. EL ORIGEN Y REGULACIÓN ACTUAL DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Como hemos mencionado en el epígrafe anterior²¹, la información privilegiada actualmente, se encuentra regulada por el Real Decreto Legislativo 4/2015 por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, pero además debemos de tener en cuenta la normativa comunitaria al respecto, que en este caso haremos referencia al Reglamento (UE) n.º 596/2014 sobre el abuso de mercado.

Ambas normativas abordan tanto la regulación del mercado de valores, como las actividades dentro de él, haciendo hincapié en el tratamiento de la información privilegiada, ya que como se ha indicado en epígrafes anteriores, uno de los principios rectores del mercado de valores es evitar la asimetría informativa, de manera que todos tengan la misma información y al mismo tiempo.

El origen y la necesidad de la regulación de la información privilegiada en el estado español surge debido a los múltiples problemas y carencias del mercado de valores en 1978 resaltados por la Comisión del Mercado de aquella época. Esta desde su promulgación desde 1988, ha sido objeto de modificaciones, siendo la última modificación publicada el 28 de abril de 2021, modificaciones que en los siguientes epígrafes analizaremos de una forma más detallada.

Por lo que respecta al reglamento de la Unión Europea, al existir previamente a este Reglamento diversas directivas, las cuales fueron conocidas como “Directiva de abuso de Mercado” (MAD) y, debido a la necesidad de crear un auténtico mercado financiero integrado, transparente y eficiente en la Unión Europea, esto hizo que toda la normativa en referencia al mercado de valores y, por consiguiente, a la información privilegiada, se acabará regulando en una misma disposición, el Reglamento (UE) n.º. 596/2014 sobre el abuso de mercado.

3.1. EVOLUCIÓN DEL TRATAMIENTO EN LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

En primer lugar, analizaremos la evolución del tratamiento de la Información privilegiada a través de la ley del Mercado de Valores con sus respectivas modificaciones, analizando las que, a nuestro juicio han sido las más relevante para el objeto del presente trabajo.

²¹ Cfr. el epígrafe 2 del presente trabajo.

Antes que nada, tener en cuenta el ámbito de aplicación de la presente ley, el cual encontramos en el artículo 1 de manera detallada. El TRLMV tiene por objeto, como su nombre indicia la regulación del mercado de valores, no obstante, también se encarga de la regulación de los servicios y actividades de inversión en España y el régimen de supervisión, inspección y sanción que se lleva a cabo por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.²² Sin embargo, este ámbito de aplicación no siempre ha sido el mismo a lo largo del tiempo, ya que como veremos en los siguientes epígrafes la ley, junto con la sociedad y las innovaciones que surgen en el mercado de valores, esta ha ido modificándose para poder cumplir con su objetivo más primordial: eliminar la asimetría informativa considerado como un fallo del mercado de valores y, así proteger al inversionista no profesional.

Al ser este objetivo el de la ley del mercado de valores, vemos como el tratamiento de la información privilegiada, a la vez ha ido modificándose para disminuir su uso y poder encontrarnos en un mercado, como se ha apuntado en diversas ocasiones, donde todos los inversionistas tengan la misma información y al mismo tiempo.

3.1.1. TEXTO INICIAL: LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES

Esta redacción inicial, para poder abordar una serie de variados y múltiples problemas relacionados con la ordenación existente en aquel momento del mercado de valores. Además, del análisis de su exposición de motivos, extraemos que también aspira a dotar de una coherencia interna carente en ese momento. Asimismo, con la perspectiva de que en 1992 se alcanzaría un mercado europeo de valores común era necesario que España estuviera en condiciones apropiadas para cuando este mercado europeo llegará.

Este texto inicial de 1988, incorpora numerosas novedades difíciles de exponerlas con brevedad. No obstante, antes de abordar como en esta primera redacción se regula el tratamiento de la información privilegiada, debemos mencionar que desde un plano meramente formal, en este texto llama la atención las abundantes remisiones que se contienen en la ley a ulteriores desarrollos reglamentarios, ya que se plantea coordinar de una manera unitaria la necesidad de un respaldo legal a muchas actividades de la Administración que en ese momento se encontraban desamparadas, además de no congelar en el marco de una ley todos los aspectos del mercado de valores.

²² Real Decreto Legislativo 4/2015..., op. cit. *artículo 1*.

Esta ley reposa sobre el concepto de “valores negociables”, un concepto como se indica y hemos visto tanto en la ley la actual como en esta inicial difícil de acotar, pero no por ello carece de regulación. En este texto legal se empiezan a diferenciar que podemos entender por valores negociables comprendiendo también los instrumentos financieros, introduciéndose elementos nuevos, los cuales hasta día de hoy se han ido modificando hasta la actual versión de la ley que ha finalizado en una lista enumerada en el anexo de la ley.

Por lo que respecta al tratamiento de la información privilegiada, en esta redacción la ley divulga un principio general de libertad de emisión de los valores negociables, es decir, sin una autorización previa, no obstante, siempre hay supuestos excepcionales. Lo que la ley dispone es que cada emisor puede disponer del sistema de colocación que desee, el único requisito que se impone es que debe quedar claramente definido, además de hacerse público en todos sus aspectos antes del lanzamiento. En el punto de 4 de la exposición de motivos podemos ver claramente como intenta proteger al inversor de estas asimetrías informativas, ya que establece que se debe comunicar a la Comisión los proyectos de emisión, así como, la publicación de los mismos.²³

De este podemos extraer que por lo que concierne a la información privilegiada no la aborda en detalle, ya que simplemente indica que antes de su lanzamiento, la información referente a los valores negociables, debe ser pública y, comunicarse a la Comisión, por lo que entendemos que en esta redacción inicial no se le propició mucha importancia. A nuestro juicio, esta carencia de regulación puede ser debido al hecho de ser esta redacción la inicial de la ley y, por intentar abordar otros problemas que se llevan arrastrando desde hace tiempo como puede ser, la coherencia interna inexistente en aquel momento.

En cuanto al articulado de ley, vemos que la única entrada en referencia a la información privilegiada, la encontramos en el artículo 81, el cual se encuentra dentro del *Título VII, normas de conducta*, en el cual se indica a quien disponga de información privilegiada “*deberá abstenerse de realizar, directa o indirectamente, cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a que la misma se refiera (...)*”.²⁴

²³ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV). BOE núm. 181, de 29 de julio de 1988. Ref.: BOE-A-1988-18764. Recuperado desde la URL: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1988-18764>. Punto 4 de la exposición de motivos de la ley [disposición derogada].

²⁴ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores ... op. cit. *Artículo 81* [disposición derogada].

Además, para más análisis, en el segundo párrafo ofrece una definición de información privilegiada, entiendo esta como una información de carácter concreto, que no haya sido publicada, en referencia a uno o diversos valores negociales y, teniendo poder esta información de influir en la cotización del valor si hubiera sido pública.²⁵ Por lo tanto, podemos ver como este concepto ya ofrecido en 1988, viene marcado las pautas para poder definir de una manera más acotada esta información.

Así mismo, en los siguientes artículos también se hacen mención a esta información y como los sujetos del mercado deben actuar. En concreto, el artículo 82 establece que los emisores de los valores tienen el deber de informar al público a la mayor brevedad sobre toda la información que pueda influir en la cotización de los mismos. Si los emisores de los valores creyesen que no deben de hacer pública esta información, tiene el deber igualmente de informar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, ellos podrán decidir si eximirles de esta obligación.²⁶

De este artículo 82 podemos ver como el hecho de mantener una simetría informativa en el mercado de valores, es uno de los pilares básicos, tal y como se puede observar cuando indica el artículo que *“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 (...)”*. Por lo tanto, ya podemos afirmar que desde la promulgación de la ley en 1988 se intenta prevenir en el mercado la asimetría informativa que venimos reiterando durante todo el trabajo, aunque sea de una forma escueta desde nuestro punto de vista.

Es importante traer a colación también de esta redacción inicial de ley, que el artículo 95 que contiene el régimen de sanciones, del cual podemos extraer que todas las personas físicas o jurídicas a las que la Ley 24/1988 se refiere, además de las personas que ostenten cargos de en Administración, que infrinjan los mandatos que se contienen acerca de la ordenación y disciplina del Mercado de Valores, incurrirán en responsabilidad administrativa²⁷, de manera que la infracción del tratamiento de la información privilegiada puede llevar aparejada una infracción grave o muy grave.

En suma, este texto inicial de 1988, por lo que respecta al tratamiento de la información privilegiada, esta es abordada de forma escueta y poco referenciada, siendo bastante

²⁵ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores ... op. cit. *Artículo 81 apartado 2* [disposición derogada].

²⁶ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores ... op. cit. *Artículo 82* [disposición derogada].

²⁷ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores ... op. cit. *Artículo 95* [disposición derogada].

amplio el concepto de que podemos englobar dentro de esta información. Desde nuestro punto de vista, la Ley 24/1988 establece las bases para poder eliminar la asimetría informativa, pero de forma escasa, ya que no se entra en detalle sobre la información privilegiada, se da prioridad a otras cuestiones.

3.1.2. LEY 37/1998, DE 16 DE NOVIEMBRE, DE REFORMA DE LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES

Transcurridos más de 10 años desde la promulgación de la ley del Mercado de Valores en 1988, surge la necesidad de una reforma importante para poder dar transponer a nuestro ordenamiento interno la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (modificada posteriormente por la Directiva 95/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 29 de junio de 1995). De igual manera, se aprovechó dicha reforma también para transponer la Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores, ya que dichas directivas tal y como se indica en la exposición de motivos de la ley de reforma, constituyendo las piezas clave en la construcción del Mercado Financiero único, en particular, del “Mercado Único de Valores”.

No podemos pasar por alto, que uno de los principales motivos de esta reforma, aparte de transponer las mencionadas Directivas promulgadas, cabe traer a colación los objetivos pretendidos de poder competir en la meta que la Unión Europea marcó para el 1 de enero de 1999, el nacimiento del EURO (€) y, así poder competir en el mercado de manera más eficiente.

En cuanto a novedades introducidas referente a la información privilegiadas por las Directivas, cabe resaltar las obligaciones de transparencia y de información (“*reporting*”)²⁸ impuestas sobre las operaciones que tengan lugar en el mismo y, cuyo conocimiento por parte de los inversores sea un elemento decisivo de la protección que se les debe de ofrecer, además de garantizar las labores de los sujetos que intervienen en el mercado en cuanto a supervisión de este.

Aparte de estas actualizaciones a nivel europeo, cabe señalar las novedades introducidas a la Ley 24/1988 a nivel de derecho autónomo y, en especial al tratamiento de la información privilegiada. En primer lugar, debemos mencionar, que con independencia de que sean operaciones de mercado o no, las empresas de servicio de inversión tienen la

²⁸ Tr. libre de *reporting*: Hacer público (informar o reportar).

obligación de comunicar todo tipo de operaciones a los órganos de rectores de los mercados, a fin de garantizar el buen funcionamiento del mismo y la protección de los inversores, de manera que todos reciban la misma información y, al mismo tiempo.

Así mismo, siguiendo el esquema del epígrafe anterior, por lo que respecta al articulado de ley, debemos de tener en cuenta que venimos de una regulación de la información privilegiada escueta y poco detallada, donde solo se abordaba la negativa de realizar operaciones con ella, su definición y las consecuencias de su infracción.

En esta redacción de 1998, en primer lugar, el artículo 81 es completamente modificado, aunque este artículo ya fue modificado en el 1991, ha sido en 1998 cuando más se ha ampliado. En la redacción que ahora abordamos se indicia que todas las personas o entidades que realicen actividades en el mercado de valores y, de forma general, cualquier persona que pueda disponer de dato o informaciones relativos a las operaciones del mercado de valores “*deberán salvaguardar dichos datos e informaciones sin perjuicio de su deber de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales o administrativas (...)*”²⁹. Además, en concreto se indica que se impide la utilización de estos datos o información tengan una finalidad abusiva o desleal en el mercado de valores y, que en todo caso se tiene la obligación de denunciar los casos en los que se ha dado este abuso para poder adoptar las medidas necesarias para prevenir y corregir las consecuencias que se puede derivar del abuso.

En el segundo apartado del artículo, se ofrece la definición de información privilegiada, la cual es la misma que se aportó en la redacción inicial de 1988³⁰. Esta definición es algo diferente a la aportada en la redacción inicial. Se añaden algunos matices, que de cara a especificar más el tratamiento de la información privilegiada vienen a ser relevantes. En concreto se añade que la información además ser aquella que se refiere a valores, también es aquella que se refiere a los emisores de valores. Por lo tanto, vemos como es importante la información propia de los valores, como la información de los sujetos que los emiten, los emisores.

²⁹ Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores. BOE núm. 275, de 17 de noviembre de 1998. Ref.: BOE-A-1998-26345. Recuperado desde la URL: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1998-26345> Artículo 81 [disposición derogada]: “*Se considerará información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiere 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*”.

³⁰ Ley 37/1998 ... op. cit. Artículo 81 apartado 2 [disposición derogada].

En este segundo apartado, es importante traer a colación que también es ampliado en el sentido de que se añade las operaciones de las cuales las personas que posean información privilegiada deben de abstenerse de realizar. En concreto solo se especifican tres operaciones que se deben de abstener: preparar o realizar cualquier tipo de operación en el mercado, como es obvio, pero también se deben de abstener de comunicar dicha información a terceros, excepto en determinados casos y, recomendar a terceras personas que adquiera o cedan determinados valores en base a información privilegiada.

En segundo lugar, como hemos mencionado en el anterior epígrafe, también tenemos el artículo 82, no obstante, este en la reforma de 1998 no ha sido modificado, por lo que en este caso sigue teniendo la misma redacción.

Por lo que respecta a las sanciones que se pueden derivar del uso de la información privilegiada, estas la seguimos encontrando en el mismo título y capítulo: *Título VIII Régimen de supervisión, inspección y Sanción, Capítulo II Infracciones y Sanciones*. No obstante, en este caso las sanciones se han visto ampliadas a tenor de que el artículo 81 apartado 2 establece una serie de conductas de las cuales las personas con posesión de esta información deben abstenerse.

Se sigue indicando en el artículo 95 que las personas físicas o entidades que les sea de aplicación las disposiciones de la Ley 24/1988 infrinjan dichas normas incurrirán en responsabilidad administrativa. Constituyendo las infracciones de los artículos 81 y 82 infracciones muy graves y, en caso de no cumplir con las circunstancias que se indiquen en la ley, infracciones graves.

En definitiva, esta reforma de 1998 ha sido más concreta con el tratamiento de la información privilegiada, ya que las enumeraciones en cuanto a ella van en aumento y, por consiguiente, siendo más específicas en cuanto a su regulación, concepto y naturaleza, siendo así mismo, más las sanciones que castigan su uso o abuso en el mercado.

3.1.3. LEY 47/2007, DE 19 DE DICIEMBRE, POR LA QUE SE MODIFICA LA LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES

La segunda gran reforma que sufre a la Ley de 1988, es en el 2007, siendo una de las consecuencias principales, la transposición de una serie de Directivas, destacando entre ellas la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del consejo, de 21 de abril de

2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros³¹, ya que como se indica en la exposición de motivos de la ley, esta directiva supuso una gran modificación al texto.

En esta reforma, se indica que son 4 los principios fundamentales en los que se basa la reforma de 2007, son unos principios que tienen origen en las normas europeas que se pretendían transponer. En primer lugar, se perseguía la modernización del mercado de valores español, ya que a nivel europeo había experimentado numerosos cambios. El segundo principio y, fundamental en nuestro estudio era el objetivo prioritario de reformar las medidas dirigidas a la protección de los inversores. Y, por último, el tercero y cuarto principio eran adaptar los requisitos que se exigían a las entidades de prestación de servicios y mejorar las potestades supervisoras de la CNMV, respectivamente.

De la exposición de motivos de la ley 47/2007 nos gustaría extraer el fragmento que indica que la ley regula un nuevo régimen de transparencia, con la finalidad de que el mercado este suficientemente informado, por lo tanto, vemos como la importancia de la simetría informativa va cogiendo fuerza y, cada vez son más las medidas que se quieren incorporar para garantizar esta igualdad de información³².

Así mismo, cabe destacar de esta reforma que se amplía el ámbito de aplicación de la ley que se establece en el artículo 2, es decir, se amplía la lista de lo que se puede considerar como un instrumento financiero, aportando más información y más detalle a la ley.

Acabando con el análisis de la exposición de motivos de la ley, en su último inciso se alude a la necesidad de un texto normativo refundido de la ley del mercado de valores para poder abordar de una forma más precisa todas las cuestiones que a raíz de las diferentes reformas se han intentado corregir y mejorar³³.

Entrando en su articulado, como hemos hecho en los anteriores epígrafes, siguiendo los pasos anteriores, en primer lugar, debemos acudir al artículo 81. Este artículo los dos primeros párrafos siguen siendo los mismos que en la reforma de 1998, la novedad de 2007 es que este artículo es ampliado significativamente, ya que pasan de ser dos

³¹ Cfr. el epígrafe 3.2.1 del presente trabajo.

³² Ley 4/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. BOE núm. 304, de 20 de diciembre de 2007. Ref.: BOE-A-21913, recuperado desde la URL: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2007-21913> *preámbulo apartado III*, pág. 2. [disposición derogada]

³³ Ley 4/2007 ... op. cit. *Preámbulo apartado VII*, pág. 4. [disposición derogada]

apartados 6, pudiendo deducir que cada vez se está dando más importancia al tratamiento de la información privilegiada.

Lo que podemos destacar de esta ampliación del artículo son los apartados 3 y 4. En el apartado 3 se indican las situaciones o casos en los que la prohibición de realizar determinadas operaciones en posesión de información privilegiada no opera. Estas situaciones u operaciones, de una forma general, no serán de aplicación cuando se lleven a cabo por organismos estatales o europeos, ya que de forma específica se establece que no se aplica a las operaciones efectuadas por parte de un Estado Miembro de la Unión Europea, por parte de un Banco Central nacional u otros organismos oficiales designados al respecto.

En cuanto al apartado 4, se establece la obligación de salvaguarda por parte de todas las personas o entidades que actúen en el mercado de los valores de la información que pueda ser usada de una forma desleal o abusiva, sin perjuicio del deber que tiene de comunicación y colaboración con las autoridades judiciales y administrativas.

Por lo tanto, vemos que en este contexto se empieza a especificar y a tratar de una forma más profunda la información privilegiada abordando cuestiones más concretas y aportando supuestos posibles que se pueden dar en el mercado, como puede ser el que indician en el apartado 5: *“Cualquier estadística que puede repercutir en el mercado debe publicarse o hacerse pública del modo más transparente posible”*³⁴.

Otra novedad a la que debemos de hacer referencia en esta reforma es el radical cambio del artículo 82 en comparación con las anteriores redacciones, ya que dentro de este artículo se ha añadido el concepto de información relevante, indicando que se considerará tal aquella *“cuyo conocimiento pueda afectar al inversor razonablemente a adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros (...)”*³⁵. La diferencia entre la información relevante y la privilegiada reside en la afectación que tienen, es decir, mientras que la información privilegiada afecta a todo el mercado, a una universalidad de personas, la información relevante tan solo afecta a un inversor como se indica en el apartado 1 del citado artículo 82. Al igual que la información en este artículo también se establece la obligación de hacer pública esta información relevante y de comunicar a la CNMV que será la encargada de difundirla tan pronto como tenga conocimiento.

³⁴ Ley 4/2007 ... op. cit. *Artículo 81 apartado 5* [disposición derogada]

³⁵ Ley 4/2007 ... op. cit. *Artículo 82* [disposición derogada]

Atendiendo a uno de los principios que hemos mencionado que se basa la reforma de 2007, la mayor protección de los inversores, también tenemos que traer a colación el hecho de que aparece el deber de comunicación de las operaciones sospechosas en el artículo 83 quáter. Este deber va dirigido a todas las entidades que efectúan operaciones con instrumentos financieros debiendo de informar a la CNMV, por lo tanto, vemos como este organismo empieza a enfocar sus actuaciones a velar por la simetría informativa del mercado de valores. En el artículo se especifica claramente como se debe efectuar la comunicación y su contenido.

Por lo que respecta a las sanciones del uso de la información privilegiada y, además de la nueva incorporación de la información relevante, esta sigue teniendo su regulación en el artículo 95 diferenciando entre infracciones graves y muy graves, pero en este caso debemos tener en cuenta que se debe añadir a estas infracciones las operaciones sospechosas y la información relevante.

En definitiva, la reforma del 2007 ha conllevado grandes avances con respecto al tratamiento de la información privilegiada, ya que cada vez son más las disposiciones que se encuentra y, estas a su vez son más detalladas y específicas tomándose conciencia de las consecuencias que el uso de esta puede conllevar al mercado de valores.

3.1.4. REAL DECRETO LEGISLATIVO 4/2015, DE 23 DE OCTUBRE POR EL QUE SE APRUEBA EL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

En primer lugar, debemos empezar apuntando que esta es la mayor de las modificaciones sufrida por la ley del mercado de valores. Podemos ver que, en la reforma anterior, la del 2007 se alude a la necesidad de un texto refundido de la ley, respuesta que ha tenido sus frutos con el Real Decreto Legislativo 4/2015 por el que se aprueba el texto refundido de la ley del mercado de valores (TRLMV).

La ley 24/1988 desde el momento de su aprobación ha sido el pilar básico sobre el que recae el mercado de valores, no obstante, tras varios años de profusas modificaciones normativas del ordenamiento, corresponde en estos momentos dar los pasos necesarios para reforzar la claridad y coherencia de la normativa referente al mercado de valores, para así reducir su dispersión, haciendo de esta ley un mejor instrumento tanto para la regulación del mercado de valores como para las entidades que intervienen en él.

En este texto refundido se han integrado un conjunto de normas relativas a los mercados de valores, incorporando diversas de las modificaciones que se llevaron a cabo en la ley

24/1988, así como normativa europea, destacando el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado, por lo que en todo caso, uno de los objetivos que se pretende conseguir con el texto refundido es la preparación del mercado de valores de cara a las próximas reformas tanto a nivel estatal como europeo.

Como consecuencia de todo esto, la estructura de toda la ley se ha visto modificada, cambiando la numeración de los artículos y, por lo tanto, las remisiones y concordancias entre ellos. Este hecho ha sido aprovechado para mejorar la sistemática del texto, además se debe mencionar que, en este texto refundido, la ley se ha visto ampliada notoriamente, pasando de 131 a 334 artículos.

Abordando el tema del tratamiento de la información privilegiada en el TRLMV, mencionaremos donde podemos encontrar su principal regulación, ya que todas las cuestiones en referencia a como se debe publicar o sus sanciones, se abordarán de una forma más detallada en los siguientes epígrafes.³⁶

La regulación de la información privilegiada en estos momentos se encuentra en los artículos 226 y ss del TRLMV, remitiéndonos para su definición al reglamento (UE) n.º 596/2014, definición que ya ha sido explicada con anterioridad.³⁷ En la actual ley se sigue manteniendo la información relevante (artículo 227 TRLMV), per ha sido suprimido el deber de comunicación de las operaciones sospechosas que se incorporó en la reforma de 2007. En estos artículos podemos observar que el tratamiento de la información privilegiada es mayor, tanto en el modo en que se debe de llevar a cabo su difusión, ya que se dedican diversos artículos a ello, como las sanciones que llevan aparejado el abuso de esta información. Las sanciones están recogidas en los artículos 233 y ss del TRLMV, imponiéndose en esta misma la ley las sanciones que se llevan aparejadas por el incumplimiento de las normas previstas en ella.

En concreto el artículo 226 del TRLMV establece que *“los emisores de valores o instrumentos financieros que sean objeto de negociación en un mercado regulado español (...) deberán comunicar tan pronto como sea posible a la CNMV, que procederá a hacerla pública en su página web, la información privilegiada que le concierna directamente a que se refiere el artículo 17 del Reglamento (UE) n.º 596/2014 del*

³⁶ Cfr. el epígrafe 4 del presente trabajo.

³⁷ Cfr. el epígrafe 2 del presente trabajo.

*Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014*³⁸. De este artículo podemos extraer que, si bien nos ofrece una definición de información, la cual vienen a ser la misma que la expuesta durante todo el trabajo, también nos indica las bases de cómo se debe proceder cuando se está en posesión de ella, ya que en las reformas anteriores únicamente se decía que se debería de comunicar a la CNMV, pero en estos momentos se concreta como se debe hacer, puesto que se debe publicar en la página web de la entidad.

En los siguientes artículos se explica cómo se debe publicar concretamente, contenido que debe tener, además de las consecuencias que conlleva el retraso de la comunicación de información privilegiada.

En conclusión, con este texto refundido se intenta conseguir un mercado con simetría informativa, una mejor regulación, además de intentar cumplir con los objetivos impuestos a nivel europeo de un mercado común.

3.2. EVOLUCIÓN DEL TRATAMIENTO EN LA NORMATIVA EUROPEA

En el siguiente punto abordaremos, como bien indica el título, la evolución del tratamiento de la información privilegiada, pero desde la normativa europea. Es decir, como a nivel europeo se ha intentado dar respuesta a la simetría informativa del mercado de valores y, para ello, analizaremos en concreto dos disposiciones normativas relevantes: la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante Directiva 2004/39/CE) y el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado).

Si bien, antes de entrar en estas dos normativas debemos de hacer mención a la línea evolutiva ha sufrido la normativa europea en este ámbito, puesto que han sido diversas las disposiciones que se han aprobado para poder responder a las necesidades tanto del mercado como de los inversores.

En la materia de abuso de mercado, la normativa comunitaria en un primer momento se constituyó por 4 directivas y un reglamento: Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado), Directiva 2003/124/CE de 22 de diciembre de 2003 sobre la definición y revelación pública de la información

³⁸ Real Decreto Legislativo 4/2015..., op. cit. *Artículo 226*.

privilegiada y la definición de manipulación de mercado, Directiva 2003/125/CE, de 22 de diciembre de 2003 sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de interés; Directiva 2004/72/CE 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 y el Reglamento 2273/2003, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.

A todas estas normas se hacía referencia en general como las “Directivas de Abuso de Mercado” (DAM). De todas las directivas mencionadas nos gustaría destacar la Directiva 2003/6/CE, la cual supuso un importante avance, ya que fue la primera vez que se recogía un régimen completo a nivel europeo sobre el abuso de mercado, regulando la información privilegiada. Además, se trata de una directiva marco que establece una serie de principios que posteriormente fueron desarrollados por las directivas posteriores.

Por último, haciendo un breve repaso sobre la evolución de la normativa comunitaria, debemos mencionar la Directiva sobre Mercados de Instrumentos financieros, conocida por sus siglas en inglés como MiFID (*Markets in Financial Instrumentals Directive*), la cual introdujo un mercado único y un régimen común para los servicios financieros en todos los estados miembros de la Unión Europea y los estados del Área Económica Europea³⁹.

Las MiFID comenzaron a forjarse en el 1999 y propuso 42 medidas que provocaron una serie de cambios sustanciales en los mercados financieros del UE. Estas directivas fueron traspuestas en España el 1 de noviembre de 2007. Estas medidas son conocidas como MiFID I, puesto que con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros, se introdujo la MiFID II. No obstante, en el presente estudio destacaremos, antes de tratar el tratamiento actual de la información privilegiada, la Directiva 2004/39/CE.

³⁹ Los estados pertenecientes al Área Económica Europea son Islandia, Noruega y Liechtenstein

3.2.1. DIRECTIVA 2004/39/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO DE 21 DE ABRIL DE 2004 RELATIVA A LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

En el siguiente epígrafe veremos como la Directiva 2004/39/CE aborda el tratamiento de la información privilegiada. Esta Directiva, modifica las Directivas 85/611/6/CEE, Directiva 2000/12/CE y se deroga la Directiva 93/22/CEE y, como hemos mencionado al final del epígrafe anterior, formaba parte de las MiFID I.

Esta disposición nace a raíz del aumento del número de inversores que realizan actividades en los mercados financieros, ya que cada vez los sujetos que intervienen y los mercados son más complejos, lo que conlleva unas necesidades de ampliar el régimen jurídico comunitario para poder recoger todas las actividades, se crea la necesidad de armonización de los mercados financieros, con el propósito también de poder protegerlos.

De los considerandos de la Directiva se puede observar también esta necesidad de establecer un alto nivel de protección de a los inversores, además, específicamente en el considerando número 3 se dice que esta necesidad de dotarles de una mayor seguridad, es debido a que cada vez las recomendaciones, asesoramiento, etc. de los servicios de inversión, tienen más peso en las decisiones de los inversores, por lo que es necesario establecer un régimen regulador en este aspecto.

En esta Directiva se apuesta por garantizar la transparencia de las operaciones y velar por que las normas de conducta sean debidamente cumplidas por las empresas que operan en el mercado, no obstante, es cierto que se ofrece la posibilidad del no cumplimiento de estas normas en determinados casos, siempre y cuando, sean justificadas o este específicamente acotadas y, por determinados sujetos en concreto.⁴⁰

Unos de los principios de protección que se estable, es que, mediante la presente Directiva, se refuerzan las disposiciones sobre intercambio de información entre diferentes estados miembros, debido a que cada vez son más las operaciones transfronterizas, por lo que las autoridades competentes deben facilitarse las informaciones relevantes entre sí en cumplimiento de la Directiva.

⁴⁰ Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 200/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo. DOUE núm. 145, de 30 de abril de 2004, págs. 1 a 44. Ref.: DOUE-L-2004-81013, recuperado desde la URL: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2004-81013>. Considerando 41. [disposición derogada].

Antes de entrar al tratamiento de la información privilegiada, debemos traer a colación que con esta directiva se establecieron como plataforma alternativa a la negociación de los mercados regulados los SMN (sistemas multilaterales de negociación), donde varios individuos exponen intereses de compra y venta sobre productos financieros mediante contratos.⁴¹

Por lo que respecta al tratamiento de la información privilegiada en esta Directiva, podemos observar cómo solo encontramos una mención a ella en el artículo 25. Este artículo nos establece que serán los Estados miembros los que velen por el establecimiento de medidas adecuadas para que las autoridades competentes puedan supervisar que los sujetos intervinientes en el mercado de valores actúen de la forma más justa y profesional.

Además, debe traerse a colación que, ni en el artículo, ni en toda la Directiva se menciona una definición de información privilegiada, sino que se remite a la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado) (en adelante Directiva 2003/6/CE).⁴²

Por lo tanto, lo que podemos extraer de esta directiva y de este concreto artículo, es que se deja a los Estados miembros que establezcan las medidas necesarias para el tratamiento de la información privilegiada, en atención de que las empresas o sujetos que intervienen en el mercado de valores cumplan de la forma más justa y profesional con las medidas establecidas, sin perjuicio de que la Directiva 2003/6/CE establezca un reparto de responsabilidades diferente.

En conclusión, la Directiva 2004/39/CE intenta armonizar las normas relativas a los mercados financieros, pero por lo que respecta a la información privilegiada, el tratamiento es escueto, siendo esta uno de los puntos clave para la protección de los inversores como apunta en sus considerandos. En ella se delega la facultad de establecer normas de conducta sobre la información privilegiada a los Estados, hecho que, en nuestro caso, en España, ha generado la necesidad de diferentes reformas a la ley reguladora del mercado de valores, la Ley 24/1988.

⁴¹ Directiva 2004/39/CE ... op. cit. *Considerando 5*. [disposición derogada]

⁴² Esta directiva en estos momentos está derogada.

3.2.2. REGLAMENTO (UE) 596/2014 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO DE 16 DE ABRIL DE 2014 SOBRE EL ABUSO DE MERCADO (REGLAMENTO SOBRE ABUSO DE MERCADO)

El presente reglamento supuso un gran cambio y avance en el tratamiento de la información privilegiada ya que, con su regulación tan específica y acotada de ella, los Estados Miembros debieron de cambiar así su normativa para ajustarse a la nueva normativa comunitaria. A través del Reglamento n.º. 596/2014 se derogaron las Directivas 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión.

Las modificaciones que se contemplan en este Reglamento, tienen base en el Informe del Grupo de Alto Nivel sobre supervisión financiera en la UE⁴³, en el cual se señalaba que los regímenes sancionadores de los diferentes Estados Miembros, en general, eran débiles y heterogéneos.⁴⁴ Por lo tanto, gracias a este informe se pudo detectar uno de los principales problemas para el objetivo de la UE en materia de mercados financieros: la sanciones eran poco disuasorias. Además, si esto lo sumamos a los cambios legislativos en los mercados y en las tecnologías, también se dio lugar a una serie cambios en los programas legislativo comunitarios para poder abordar estas transformaciones. Se requería un nuevo instrumento legislativo que asegurará la unificación de las normas y la claridad de muchos de los conceptos mencionados a lo largo del trabajo, ya que los conceptos en este caso de Información privilegiada, diferían en gran sentido, de una Estado a otro. Por lo tanto, uno de los objetivos que se consigue con este reglamento es una interpretación más uniforme en el marco comunitario del abuso de mercado, se define con mayor precisión las normas que deben de aplicar los Estos Miembros en cuenta a esta problemática.

Es importante traer a colación que en este Reglamento se define el mercado de valores como conductas ilegales en el mercado financiero e, incluyendo específicamente tanto las operaciones con información privilegiada, como la comunicación ilícita de la misma⁴⁵. Además, el pilar fundamental del Reglamento n.º. 596/2014, parte de que los inversores basan sus decisiones de inversión en la información que está disponible en el mercado, es decir, en una información *ex ante*, de manera que se indicia que se debe mejorar la

⁴³ Elaborado por Jacques De Larosière el 25 de febrero de 2009.

⁴⁴ ESTABAN DE LA ROSA, GLORIA (2020). *Operaciones con información privilegiada y mercado de valores...* op. cit. [pág. 98]. Consultado el 13 de abril.

⁴⁵ Reglamento (UE) n.º 596/2017 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso de mercado ... op. cit. *Considerando 7*.

seguridad de estos inversores, definiendo de un modo más concreto los elementos del concepto de información privilegiada.

Así mismo es importante apuntar que, este Reglamento parte de la idea de que la característica esencial de las operaciones con información privilegiada reside en la obtención de una ventaja injusta “*a partir de la información privilegiada en detrimento de tercero que desconocen la información y, por tanto, en el menoscabo de la integridad de los mercados financieros y la confianza de los inversores (...).*”⁴⁶ Esta ventaja injusta que se alude en el reglamento, es entendida tanto en sentido positivo como negativo, es decir, tanto si se consigue un beneficio (positivo), como si se evita una pérdida, retirándose, por ejemplo, de una oferta (negativo), además de que específicamente se pone énfasis en dos aspectos: una persona que obtenga información privilegiada y, que obtenga una ventaja injusta.

En suma, el objeto del Reglamento es proteger la integridad de los mercados financieros y, por consiguiente, aumentar la confianza en los inversores, lo cual, así mismo, recae sobre la seguridad de que los inversores están en igualdad de condiciones (la simetría informativa) y, protegidos contra la utilización ilícita de la información privilegiada.

Por lo que respecta a las disposiciones contenidas en el, debemos destacar el artículo 7, el cual ha sido analizado en uno de los epígrafes anteriores⁴⁷. En este artículo se contiene una definición de lo que puede ser considerado como información privilegiada, así como los elementos que deben formar parte ella, haciendo especial énfasis en que debe ser información de carácter concreto, que no se haya hecho pública y, de haberse hecho influiría de manera considerable en los instrumentos financieros, por lo que deben de incidir directa o indirectamente en uno a varios ellos, considerando la definición de instrumento financiero, la aportada en el artículo 3.1 1) del Reglamento n.º 596/2014, el cual remite a la Directiva 2014/65/UE⁴⁸.

Nos encontramos con un Reglamento, que como hemos extraído de sus considerandos prohíbe el uso de información privilegiada y, por consiguiente, además de ofrecer una

⁴⁶ ⁴⁶ Reglamento (UE) n.º 596/2017 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso de mercado ... op. cit. *Considerando 23*.

⁴⁷ Cfr. epígrafe 2 del presente trabajo.

⁴⁸ Cfr. Directiva 2014/65/UE (MiFID II) del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros. DOUE núm. 173, de 12 de junio de 2014, recuperado desde la URL: <https://www.boe.es/doue/2014/173/L00349-00496.pdf>. La definición de instrumento financiero se contiene en una lista en el ANEXO I SECCIÓN C.

definición de información privilegiada, también nos aporta la definición de operación con información privilegiada, entendiendo estas como aquellas que realiza una persona en posesión de esta, tanto por cuenta propia, como ajena⁴⁹. Así mismo, se advierte de que la recomendación o la inducción a otra persona de realizar operaciones en posesión de esta información también es se encuadra dentro de la definición de operaciones con información privilegiada, así lo dispone el artículo 8 apartado 2.⁵⁰ No obstante, se debe matizar que, de acuerdo con este Reglamento, su posesión no constituye una conducta ilegítima, sino que se penaliza su abuso⁵¹.

En cuanto a la comunicación ilícita de la información privilegiada que hemos hecho mención anteriormente, el presente Reglamento incardina esta conducta como una ilícita y, por lo tanto, susceptible de sanción de acuerdo con el reglamento. Por lo tanto, para entender cumplido este deber que impone el Reglamento, deberá hacerse tal comunicación de acuerdo con lo que se establece en los artículos 17 y ss. Del Reglamento n.º 596/2014. Estos artículos donde se detalla el procedimiento han sido totalmente transpuestos a nuestro ordenamiento a través del TRLMV.⁵²

Como novedad en este Reglamento debemos mencionar la lista de iniciados, una lista donde los emisores o las persona que actúen por su cuenta deberán elaborar indicando todas las personas que tengan acceso a la información privilegiada⁵³. Esta lista debe contener unos datos muy específicos⁵⁴. El objetivo de esta lista es principalmente la protección de los inversores y la protección del mercado, ya que a través de este mecanismo se obtiene un fácil reconocimiento de cuando una operación con información privilegiada ha sido llevada a cabo y, quién ha podido ser el autor de tal operación, por lo tanto, tiene también como finalidad facilitar la búsqueda de los elementos de prueba necesarios para investigar los casos de abuso de mercado.

⁴⁹ Reglamento (UE) n.º 596/2017 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso de mercado ... op. cit. *Artículo 8*.

⁵⁰ Reglamento (UE) n.º 596/2017 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso de mercado ... op. cit. *Artículo 8 apartado 2*.

⁵¹ Reglamento (UE) n.º 596/2017 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso de mercado ... op. cit. *Artículo 9*.

⁵² Cfr. el epígrafe 4.1 del presente trabajo.

⁵³ Reglamento (UE) n.º 596/2017 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso de mercado ... op. cit. *Artículo 18*.

⁵⁴ Reglamento (UE) n.º 596/2017 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso de mercado ... op. cit. *Artículo 18 apartado 3: La lista de iniciados incluirá al menos la siguiente información: a) identidad de toda persona que tenga acceso a la información b) el motivo de la inclusión c) la fecha y hora en que dicha persona tuvo acceso a la información y d) la fecha de elaboración de la lista de personas.*

Por lo que respecta a las sanciones que se contemplan en el Reglamento, este otorga facultades a las autoridades competentes de los Estados Miembros de imponer las sanciones administrativas u otras mediadas que resulten competentes cuando alguna persona realice operaciones con información privilegiada o comunique esta ilícitamente, por lo tanto, para ver las consecuencias de estos hechos debemos acudir a la regulación estatal la cual se encuentra en el TRLMV, artículo 271 y ss.⁵⁵ Además, deja libertad a las autoridades de los Estados Miembros para que determinen el alcance y nivel de las sanciones, es decir, la calificación de graves o menos graves, así como la duración de las mismas. La novedad en estas sanciones que impone el Reglamento nº. 596/2014 es que tienen un carácter disuasorio.

De otra parte y en esta misma línea, mencionar que en este Reglamento se establece como autoridad competente como garante del cumplimiento de estas disposiciones la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante AEMV), con la cual las autoridades de los Estados Miembros deberán de mantener una cooperación para poder garantizar de esta forma un mercado único y seguro para los inversores, objetivo fundamental del Reglamento.

En conclusión, con la aprobación de este Reglamento se implementó un tratamiento de la información privilegiada más exhaustivo el cual produjo cambios significativos en todos los Estados Miembros, incluida España que tuvo que rehacer su normativa para poder cumplir con los objetivos y, poder crear la simetría informativa que se pretende garantizar a los inversores y personas concurrentes del mercado de valores.

4. EL TRATAMIENTO ACTUAL DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

En el siguiente epígrafe analizaremos como se lleva a cabo el tratamiento de la información privilegiada actualmente a través del TRLMV, por lo tanto, veremos en detalle las disposiciones que se prevén dentro de él, así como la autoridad competente en España, en este caso la CNMV controla las operaciones con información privilegiada y, los mecanismos sancionadores que se imponen a las personas que incumplan las normas de conducta previstas en la ley. Así mismo, también trataremos de analizar como los tribunales garantizan la simetría informativa en el mercado, es decir, como el legislador

⁵⁵ Cfr. el epígrafe 4.2 del presente trabajo.

ha tratado las operaciones de información privilegiada, puesto que estas constituyen un delito tipificado en el código penal.

4.1. GESTIÓN SIMÉTRICA DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

La gestión simétrica de la información privilegiada, en nuestro ordenamiento esté recogido en el TRLMV, ya que contiene una serie de disposiciones de cómo se debe llevar a cabo la comunicación de esta información con tal de cumplir el deber que se les impone a todas las personas que estén en posesión de ella, además no debemos olvidar que su comunicación ilícita es susceptible de incardinarse dentro de las práctica de abuso de mercado y, por lo tanto, sancionable por parte de la autoridad competente en la materia.

En primer lugar, debemos tener en cuenta que esta gestión se contiene en los artículos 226 y ss. del TRLMV.

Para garantizar esta simetría informativa, el TRLMV establece el deber de difusión pública de información privilegiada por parte de los emisores de valores o instrumentos financieros *tan pronto como sea posible* a la CNMV⁵⁶. Esta disposición del TRLMV es una completa transposición del artículo 17 del Reglamento n.º 596/2014, ya que en este específicamente se impone la obligación de comunicar tal información, de una forma que permita un acceso rápido y, que se pueda llegar a una evaluación por parte del público de una forma concreta y correcta. Esta difusión de la información, tal y como se dispone en ambas disposiciones se hará a través de la página web del emisor y, tiene la obligación de conservarla durante 5 años.⁵⁷ Debemos mencionar junto con este deber de difusión, que no se permite la simultaneidad de la difusión de la información privilegiada, con la realización de operaciones sobre la misma, por lo que entendemos que se deberá de esperar un tiempo, el cual no está especificado en ninguna disposición o, esperar a que la información este correctamente difundida para poder realizar las operaciones correspondientes.

Así mismo, también se establece el deber de difusión de la información relevante, es decir, información que hace referencia a caracteres financieros relativos al emisor o al propio valor, que de alguna forma también en influyan o puedan causar efecto en el mercado.⁵⁸

⁵⁶ Real Decreto Legislativo 4/2015..., op. cit. *Artículo 226*.

⁵⁷ Reglamento (UE) n.º 596/2017 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso de mercado ... op. cit. *Artículo 17 apartado 1*.

⁵⁸ Real Decreto Legislativo 4/2015..., op. cit. *Artículo 227*.

La difusión de esta información se hará de la misma forma que la información privilegiada, es decir, a través de la página web del emisor.

A parte de la publicación de la información tanto privilegiada como la relevante en la página web del emisor, la CNMV también podrá publicar en su página web determinando ella misma los modos y términos, no obstante, lo que sí que debe cumplir la CNMV con respecto a la publicación, es asegurarse que esta información está separada de cualquier otra para poder ser mejor identificada.

Debemos mencionar, por un lado, que también se pretende garantizar la simetría informativa en los mercados alternativos al mercado regulado, como son la SMN, los cuales como hemos expuesto nacieron a raíz de las MiFID I y, debemos mencionar los SOC (sistemas organizados de contratación o OFT por sus siglas en inglés), en estos únicamente se pueden negociar instrumentos de renta fija y derivados.⁵⁹ Bien, en estos dos mercados alternativos también se quiere garantizar la simetría informativa, ya que el TRLMV hace referencia a ellos, imponiendo el mismo deber que en los mercados regulados, difundir tanto la información privilegiada como la relevante, siguiendo las mismas pautas, publicación en las correspondientes páginas webs.

Además, encontramos una circular de la CNMV donde se apoya en las redes sociales para difundir tal información privilegiada, pero contemplando una serie de requisitos. Se confía en las redes sociales ya que, cada vez es más creciente su utilización. Para difundirla correctamente se establece que esta debe disponerse de forma gratuita y, debe estar específicamente identificada como tal, es decir, usar literalmente la palabra “información privilegiada”. Además de otros requisitos que encontramos en la circular⁶⁰.

En conclusión, para garantizar la simetría informativa, en la actualidad la CNMV apuesta por la difusión pública de esta información mediante los instrumentos tecnológicos, ya que cada vez son más y, la sociedad confía más en ellos, pero siempre cumpliéndose con los requisitos necesarios para no inducir a error o confusión.

⁵⁹ Se empezaron a introducir en las MiFID II y, en el reglamento n.º 596/2014 se encuentra referencia a ellos. La diferencia con los mercados regulados y los SMN es que en los SOC se puede efectuar las reglas a través de reglas discrecionales. [Página oficial de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV): https://www.cnmv.es/Portal/MiFIDII_MiFIR/Mercados-Estructuras.aspx [consultado el 2 de abril]

⁶⁰ Cfr. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, 8 de octubre de 2020. *Criterios y requisitos a tener en cuenta en caso de difusión de información privilegiada a través de redes sociales*. Recuperado desde la URL: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7B0a0c754b-6c8a-41b3-accdb5ebdd2f38a%7D> [consultado el 2 de abril].

4.2. LA CNMV COMO GARANTE DE LA SIMETRÍA INFORMATIVA

En primer lugar, debe tenerse en cuenta lo que el Reglamento n.º 596/2014 dispone acerca de las autoridades competentes, materia que se encuentra en el artículo 22 del mismo. En este se establece que cada Estado Miembro designará una *autoridad administrativa única* la cual asumirá las competencias atribuidas en las disposiciones normativas. En concreto las autoridades competentes que se designen informarán tanto a la AEVM como a las demás autoridades competentes de los diferentes Estados Miembros.

En España el garante de la simetría informativa es la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), tal y como se indica en el artículo 225 del TRLMV “*La CNMV será la autoridad competente para la aplicación del Reglamento (UE) n.º 596/2014 (...)*”. Concretamente esta podrá determinar cuáles son las prácticas de mercado aceptadas en concordancia con el artículo 13 del Reglamento n.º 596/2014. La CNMV es el órgano ejecutivo del Ministerio de Economía y Hacienda. Se constituye como una entidad de derecho público y privado, la cual tiene como objetivo principal velar por la transparencia de los mercados de valores españoles, así como la protección de los inversores. De la CNMV dependen los intermediarios del mercado de valores, es decir, las Sociedades y Agencias de Valores, las Sociedades Gestoras de los Fondos, etc.⁶¹.

Este organismo apareció con la primera redacción de la LMV 24/1988, no obstante, su régimen ha tenido que ir adaptándose tanto a las actualizaciones de los mercados financieros para poder seguir cumpliendo su objetivo principal como a las exigencias de la Unión Europea con el objetivo del desarrollo de los mercados de valores españoles en el ámbito europeo.

El régimen jurídico de la CNMV se contiene dentro del TRLMV, en concreto, en el Título II y, en defecto de disposiciones específicas se regirá por lo establecido en la Ley 39/2015, de 1 de octubre de 2015, del Procedimiento Común de las Administraciones Públicas (en adelante LPCAP) y lo contenido en la ley 40/2015, de 1 octubre de 2015 de Régimen Jurídico del Sector Público (en adelante LRJSP).⁶²

Entre sus funciones, como bien hemos dicho anteriormente, se encuentra principalmente el velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y el funcionamiento de este, pero también es el órgano encargado en materia de supervisión e inspección de los

⁶¹ Cfr. epígrafe 1.2 del presente trabajo.

⁶² Real Decreto Legislativo 4/2015..., op. cit. *Artículo 16*.

mercados de valores. Además, no debemos dejar de lado que es el encargado de asesorar al Gobierno y al Ministerio de Economía y Competitividad y a los órganos equivalentes de las Comunidades Autónomas. Para ejercer estas funciones encomendadas se le atribuye capacidad para “*dictar las disposiciones que exija el desarrollo y ejecución de las normas contenidas los reales decretos aprobados por el Gobierno (...)*”⁶³, por lo tanto, vemos como se le dota de capacidad normativa para conseguir sus objetivos. Así mismo, también tiene la potestad de dictar guías o circulares dirigidas a unas determinadas entidades o grupos indicando una serie de cuestiones concretas para que sigan los protocolos.

Aparte de las disposiciones que se contienen en el TRLMV, esta también dispone de un reglamento de régimen interior y un control interno.

Por lo que respecta a su organización, haciendo una breve referencia, esta opera a través de un régimen de jerarquía⁶⁴, regida por un Consejo el cual está compuesto por un presidente y un vicepresidente (ambos nombrados por el gobierno a propuesta del ministerio de economía), el director general del Tesoro y el subgobernador del Banco de España, más tres consejeros designados por el ministerio de economía, todos ellos con un mandato de 4 años con la opción de ser reelegidos una vez tan solo⁶⁵. Además, la CNMV consta de un Comité Consultivo (el cual no tiene voto) y, un comité ejecutivo.

Así mismo, añadir que hay 3 directores generales: uno de supervisión de entidades, otro encargado de los mercados y, el tercero encargado del servicio jurídico.

Del Consejo de la CNMV, destacar que es el encargado de cumplir con las funciones que le son encomendadas en el artículo 17 del TRLMV, y, por consiguiente, es el encargado de velar por la simetría informativa en el mercado de valores.

En cuanto como la CNMV puede garantizar la simetría informativa, podemos deducir a través de los diferentes epígrafes explicados en el trabajo y, de lo que dispone el artículo 23 del Reglamento n.º 596/2014, que esta vela por la transparencia del mercado ya que, está facultada para adoptar “*todas las medidas necesarias para garantizar que el público sea informado adecuadamente*”⁶⁶ y, por ende, entendemos que tiene potestad

⁶³ Real Decreto Legislativo 4/2015..., op. cit. *Artículo 21*.

⁶⁴ Cfr. ANEXO I del presente trabajo.

⁶⁵ Real Decreto Legislativo 4/2015..., op. cit. *Artículo 23*.

⁶⁶ Real Decreto Legislativo 4/2015..., op. cit. *Artículo 23 apartado 2 m*).

sancionadora y, puede imponer las sanciones y prohibiciones necesarias para cumplir con este objetivo⁶⁷.

Teniendo en cuenta estas consideraciones acerca de la CNMV concluimos que es la garante de la simetría informativa en el mercado de valores español, en tanto que es la autoridad administrativa competente designada y, por consiguiente, sus mecanismos para cumplir con sus funciones encomendadas son a través de la supervisión e inspección del mercado, comprobando si las normas de conducta estipuladas en las diferentes disposiciones son cumplidas y, si por el contrario se tuviera conocimiento de alguna infracción, la CNMV posee la capacidad de imponer sanciones tanto a las personas físicas como jurídicas que infrinjan tales mandatos.

4.3. RÉGIMEN SANCIONADOR

Una de las medidas que se establecen para garantizar el concreto tratamiento de la información privilegiada es a través de un régimen sancionador, pero debemos tener en cuenta que este régimen sancionador es de carácter administrativo.

Las sanciones que se imponen al incumplimiento de las disposiciones acerca del tratamiento de la información privilegiada, es decir, tanto al uso de la misma como su comunicación ilícita, están establecidas en el TRLMV, artículos 271 y ss. como transposición del Reglamento n.º 596/2014.

En el texto legal se indica que todas las personas físicas y entidades a las que les sean de aplicación el TRLMV además de las normas de ordenación y disciplina del Mercado de Valores, teniendo tal consideración de estas normas el Reglamento n.º 596/2014, les serán de aplicación las sanciones que comentaremos a continuación. Así mismo, debemos mencionar que la imposición de este régimen sancionador no excluye la prejudicialidad penal, es decir que, si de esa infracción concurre un delito de naturaleza penal, también será posible su aplicación.⁶⁸

Bien, teniendo en cuenta que es la CNMV quien ejerce esta potestad sancionadora y, que esta es una autoridad administrativa, todo lo que corresponde a la incoación, instrucción y procedimiento será determinado por las disposiciones contenidas en la LPCAP y la LRJSP.

⁶⁷ Real Decreto Legislativo 4/2015..., op. cit. *Artículo 274 apartado 2.*

⁶⁸ Real Decreto Legislativo 4/2015..., op. cit. *Artículo 272.*

Entrando en las sanciones que se pueden imponer si se infringen las normas contenidas para el tratamiento de la información privilegiada, estas se dividen en infracciones graves y leves (Capítulo VI, Título VII) e infracciones muy graves (capítulo V, Título VII), además al ser el TRLMV una transposición del Reglamento n.º 596/2014 debe jugarse con las dos normas para determinar la sanción concreta, las cuales en el TRLMV se contienen de una forma muy extensa.

En primer lugar, mencionaremos las infracciones muy graves, que se contienen como hemos dicho en el Capítulo V del Título VII. Estas comienzan en el artículo 271 y, tenemos un gran número de infracciones. La primera infracción que encontramos, son las del artículo 282 TRLMV donde se imponen *infracciones por el incumplimiento de las obligaciones de transparencia e integración del mercado* y, en concreto de este artículo destacaremos el apartado 16 que, específicamente considera el incumplimiento del artículo 14 del Reglamento n.º 596/2014, relativo a la prohibición de operaciones con información privilegiada como una infracción muy grave.⁶⁹

De estas infracciones muy graves, también nos gustaría resaltar el artículo 289 ter del TRLMV, el cual concretamente indica que el incumplimiento de las disposiciones del Reglamento n.º 596/2014 constituye una infracción grave.⁷⁰

Por lo tanto, podemos ver que, por lo que respecta a las infracciones muy graves el TRLMV es muy concreto y preciso a la hora de establecer las infracciones para conseguir el objetivo principal de la simetría informativa, ya que las sanciones que llevan aparejadas estas infracciones pueden llegar a ser muy perjudiciales, por lo que tienen una finalidad persuasoria para no contravenir estas disposiciones.

Las sanciones que acarrearán estos incumplimientos muy graves se contienen en el artículo 302 del TRLMV el cual establece una lista de opciones entre las cuales la CNMV podrá optar. Encontramos la imposición de una multa que la cual puede oscilar entre una serie de cantidades, pero no podrá ser inferior a la cifra de 5.000.000€, además en el apartado

⁶⁹ Real Decreto Legislativo 4/2015..., op. cit. En concreto en este *artículo 282* encontramos los apartados 15, 16, 17, 18,19 y 20 que hacen referencia al Reglamento n.º 596/2014 y, por consiguiente, a aspectos relacionados con la información privilegiada.

⁷⁰ No obstante, hay más artículos en referencia a las infracciones graves referentes a la información privilegiada, pero por razón de extensión no nombramos. Cfr. *artículo 285 apartado 1 del TRLMV*.

18 del mismo se establece la concreción del incumplimiento del Reglamento n.º 596/2014.⁷¹

Por lo que respecta a las infracciones graves y leves, en primer lugar, debemos tener en cuenta que el incumplimiento de las normas de tratamiento de la información privilegiada en ningún caso da lugar a sanciones leves, sino que solo pueden ser muy graves y, en su defecto serán graves. Las infracciones graves se encuentran en los artículos 292 y ss del TRLMV. Dentro de esta lista de artículos tenemos el 295 referente a las *infracciones por incumplimiento de las obligaciones de transparencia e integridad del mercado*. Al igual que en las infracciones muy graves, este artículo establece una serie de supuestos los cuales su incumplimiento si no suponen una infracción muy grave, son graves. Por ejemplo, el apartado 15 establece que el incumplimiento del artículo 14 del Reglamento n.º 596/2014 sino es una infracción muy grave, será considerada como grave⁷². Debemos mencionar que en estos preceptos no se establece parámetro alguno para considerar como grave o muy grave una infracción, por lo que entendemos que se deja a criterio de la CNMV tomando ella como consideración el daño que se haya podido producir, así como la ventaja injusta que se haya obtenido⁷³.

Las sanciones que llevan aparejadas estas infracciones graves se contienen en el artículo 303 del TRLMV⁷⁴.

Por lo tanto, concluimos que este régimen sancionador tiene una finalidad persuasoria de evitar estos incumplimientos, ya que las sanciones a las operaciones o al mal uso de la normativa del tratamiento de la información privilegiada son de costes elevados, estando la posibilidad de una imposición de una multa o incluso puede llevar aparejada la suspensión de condición de miembro del mercado de valores. Esto nos hace pensar que, tanto el legislador europeo, como el legislador español, consideran que la simetría informativa es un objetivo fundamental en la transparencia y funcionamiento del mercado de valores.

⁷¹ Cfr. artículo 302 del TRLMV.

⁷² Real Decreto Legislativo 4/2015..., op. cit. Art. 295 apartado 15: *El incumplimiento de alguna de las prohibiciones u obligaciones establecidas en el artículo 14, o en el artículo 17.1, 2, 4, 5 u 8 del Reglamento (UE) n.º 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, cuando no constituya infracción muy grave TRLMV.*

⁷³ Reglamento (UE) n.º 596/2017 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso de mercado ... op. cit. *Considerando 23.*

⁷⁴ Cfr. artículo 303 del TRLMV.

4.4. TRATAMIENTO JUDICIAL DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Junto con el régimen sancionador de carácter administrativo como hemos explicado anteriormente, el ordenamiento jurídico español también sanciona la asimetría informativa del mercado de valores desde la perspectiva del derecho penal. Este hecho de criminalización de la información privilegiada tiene mucha vinculación con la dependencia de la misma en los mercados de valores, ya que para poder realizar una correcta valoración de los títulos valores que circulan, se depende en gran medida de la información que posea sobre ellos⁷⁵. Además, está facultad es posible, ya que el Reglamento n.º 596/2014 en su artículo 30 relativo a las medidas y sanciones administrativas de su redacción extraemos la posibilidad de las medidas penal, puesto que el inicio del artículo se indica: “*sin perjuicio de las sanciones penales (...)*”.

El delito de información privilegiada se añadió al Código Penal⁷⁶ (en adelante CP) en su redacción inicial de 1995, no obstante, como bien hemos observado con la Ley del Mercado de valores, este también ha sufrido modificaciones para poder ajustar mejor su protección y, es con la ley orgánica 1/2019 del 20 de febrero por la cual se modifica el CP de 1995⁷⁷, mediante la cual se transpone la Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones aplicables al abuso de mercado.

Este texto legal modifica el artículo 285 del CP (contenido en el *Título XII Delitos contra el patrimonio y el orden socioeconómico, Capítulo XII, Sección 3ª de los delitos relativos al mercado y los consumidores*), indicando que, tanto la personas que realice actos con información privilegiada de forma directa o indirecta, como la que recomienda a un tercero su realización, constituye un delito. No obstante, para considerarse como tal se establecen una serie de requisitos que se deben cumplir para estar ante este supuesto.

En primer lugar, que se obtenga un beneficio superior a 500.000€ (quinientos mil), que el valor de los instrumentos financieros sea superior a 2.000.000€ (dos millones) y, que

⁷⁵ MONROY ANTÓN, ANTONIO J. (2006). *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores...* op. cit. [pág. 55]. Consultado el 30 de abril.

⁷⁶ Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal (CP). BOE. Núm. 281, de 24 de noviembre de 1995, Ref.: BOE-A-1995-2544, recuperado desde la URL: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1995-2544>

⁷⁷ Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, para transponer las Directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero y de terrorismo, y abordar cuestiones de índole internacional. BOE. Núm. 45 de 21 de febrero de 2019 Ref.: BOE-A-2019-2336, recuperado desde la URL: https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2019-2363.

se causará un grave impacto a en el mercado⁷⁸, de manera que si no se puede calificar como delito penal, será la CNMV quién castigue la actuación.

Bien, en este caso estamos ante un delito especial propio, ya que únicamente puede ser cometido por personas que posean información privilegiada, no obstante, en el apartado 4 del artículo 285 del CP establece las personas que se entiende que tiene acceso a la información privilegiada. Así mismo, se incluyen tres nuevas figuras que son el artículo 285 bis del CP, 285 ter CP y 285 quáter CP.

Igualmente, en el artículo 285 del CP se establece un tipo de agravado de la conducta y, es cuando la acción de realice por personas con se dedican de forma habitual al mercado de valores y, el beneficio obtenido sea de “*notoria importancia*” (artículo 285.2 2ª CP).

Por lo que respecta a la sanción que impone el CP a la comisión de delito, el artículo 285 apartado 1 indicia que se impondrá la pena de prisión de 6 meses a 6 años, multa de dos a cinco años del triple del beneficio obtenido o de los perjuicios evitados e inhabilitación especial para el ejercicio de la profesión o actividad por un periodo de dos a años.

Por último, indicar que en este caso la “*relevancia*” y el carácter de “*privilegiada*”, características que hemos mencionado durante el trabajo, de acuerdo con la Sentencia del TC de fecha de 19 de enero de 2015, “*la “relevancia” y el carácter privilegiada” de la información so elementos normativos no fácticos del tipo penal, que depende de un juicio de valor que debe realizar el juzgador con arreglo a “criterios de experiencia” (STC 73/2007, de 16 de abril, FJ 4) y de acuerdo con los elementos de hecho que resultan de la prueba practicada (SSTC 68/2004, de 19 de abril, FJ 2 y 319/2006, de 15 de noviembre, FJ 2)*”⁷⁹. Por lo tanto, vemos como los elementos explicados para considerar tal información como privilegiada e incardinarse dentro de estos supuestos, son elementos que establece la normativa, por lo que el juez es el encargado de decidir si tal información goza de dicha posición y, lo hará de acuerdo con un juicio de valor en concordancia con la experiencia.

Además, es importante traer a colación también el art. 284 del CP relativo al delito de abuso de mercado, ya que como bien hemos puesto, el uso de la información privilegiada es una de las principales formas de abuso de mercado. Bien este artículo nos establece

⁷⁸ Ley Orgánica 10/1995 ... op. cit. *Artículo 285 apartado 1.*

⁷⁹ Sentencia del Tribunal Constitucional (Sala segunda). Sentencia núm. 2/2015 del 19 de enero de 2015. Fundamento Jurídico 4, pág. 6. (rec. 5865/2013).

que, aquellas personas que realicen las conductas contenidas en el artículo referentes tanto al abuso de mercado como la difusión de información falsa o noticias engañosas, constituyen un delito⁸⁰.

En conclusión, gracias a la inclusión de los tribunales como garantes de la información privilegiada, la simetría informativa está completamente configurada, ya que si el incumplimiento de las normas no constituyen delito para que los tribunales puedan tomar medidas, será la CNMV a través de su régimen sancionador administrativo, por lo que en cualquier caso, el abuso de la información privilegiada estará castigado, teniendo las sanciones un carácter persuasorio de no realizar tales conductas.

5. JURISPRUDENCIA

En el siguiente apartado procederemos a dar un enfoque práctico a través de un pequeño análisis del mediático caso conocido como el “*Caso Bankia*”.

Este caso tiene como inicio la salida a bolsa del banco Bankia⁸¹ en 2011, Presidido por el Sr. Rodrigo Rato. Bankia era una fusión de Caja Madrid con Bancaja y, las Cajas de Canarias, Ávila, Segovia, Mataró y, La Rioja. Dicha fusión contó con el aval del Banco de España y del Ministerio de Economía. Con esta salida a bolsa 400.000 accionistas invirtieron sus ahorros en acciones de Bankia por una cantidad de 3,75€ por acción⁸².

En el verano de 2011 Bankia empieza a cotizar en el mercado de valores y, envían una nota informativa a la CNMV indicando que la situación de liquidez es buena y no tienen riesgo inmobiliario alguno. Como indica Miguel Ángel Muñoz, periodista de la cadena La Ser, “*el folleto para los accionistas habla de la “muy saludable solvencia” de Bankia y unos “prometedores beneficios”*”⁸³. No obstante, 9 meses después estas no valían nada y, en mayo de 2012, Bankia tuvo que ser rescatada con 22.429 millones de euros.

En vista de estos hechos brevemente explicados a los cuales se les debería de sumar más acontecimientos, pero debido a su extensión, nos remitimos a la Sentencia de la Audiencia

⁸⁰ Ley Orgánica 10/1995 ... op. cit. Art. 284.

⁸¹ El 26 de marzo de 2011 Bankia es absorbida por CaixaBank.

⁸² EL PAÍS (redactado por Íñigo de Barrón), 18 de julio de 2011, *Bankia sale a Bolsa con una Rebaja del 15% y una demanda ajustada* [comunicado de prensa], recuperado desde la URL: https://elpais.com/economia/2011/07/18/actualidad/1310974379_850215.html [consultado el 2 de mayo]

⁸³ CADENA LA SER (redactado por Miguel Ángel Muñoz Encinas), 22 de septiembre de 2017. *Bankia, historia de un desastre anunciado*. Recuperado desde la URL: https://cadenaser.com/ser/2017/02/21/economia/1487701797_103980.html [consultado el 2 de mayo]

Nacional 4/2017, de 23 de febrero para poder obtener una mejor visión de los hechos⁸⁴. No obstante, si nos gustaría indicar el inicio del procedimiento judicial, ya que fue el partido político *unión, progreso y democracia* (U.P. y D.) quien interpuso escrito de querrela por la presunta comisión de una serie de delitos de estafa (art. 248 CP) y, apropiación indebida (art. 252 CP) entre otros, aunque el que más nos interesa en base a nuestro análisis del trabajo, es la presunta comisión de delito de “*maquinación para alterar el precio de las cosas*” previsto en el art. 284 del CP (abuso de mercado) contra BANKIA, S.A, así como todos los consejeros de dicha entidad⁸⁵ (un total de 34 imputados).

Para determinar si realmente se he producido un abuso de mercado como inicialmente se ha expuesto, veremos la contraposición entre dos de las sentencias más importantes en ese caso.

En primer lugar, debemos tener en cuenta la Sentencia del Tribunal Supremo núm. 24/2016⁸⁶ (en adelante STS 24/2016), mediante la cual se lleva a cabo un procedimiento civil donde se discute si la información que contenía el folleto informativo de la OPS era inexacta lo que provocó el error de los demandantes. Antes de entrar en los argumentos, nos gustaría recordar la importancia del folleto informativo en las OPS⁸⁷, ya que la inexactitud en ellos puede conllevar responsabilidad civil, penal y administrativa, siendo la civil la que en estos momentos se debate, de acuerdo con el artículo 38 apartado 3 del TRLMV (en la STS 24/2016 se habla del art. 28 apartado 3 ya que hacen referencia a la redacción antigua de la Ley del Mercado de Valores), de manera que las personas imputadas en este caso deberán de responder de los daños y perjuicios causados a las personas que hubieran adquirido valores en base al folleto informativo.

Así mismo, también nos gustaría traer a colación el hecho de que la defensa, alega la prejudicialidad penal, por lo que solicita la suspensión del proceso hasta la tramitación y resolución de la causa penal, pero el TS considera que no existe dicha prejudicialidad

⁸⁴ Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Penal, Sección 4º). Sentencia núm. 4/2017, de 23 de febrero de 2017. Hechos Probados, págs. 70-83 (SAN 217/2017).

⁸⁵ Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Penal, Sección 4º). Sentencia núm. 13/2020, de 29 de septiembre de 2020. Antecedentes de Hecho, pág. 6 (SAN 2347/2020).

⁸⁶ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala Primera, de lo Civil, Sección Pleno). Sentencia núm. 24/2016 del 3 de febrero de 2016 (Rec. 1990/2015, STS 92/2016).

⁸⁷ Cfr. el epígrafe 1.2 del presente trabajo.

penal, ya que no se discute si las actuaciones de los administradores de Bankia pueden incardinarse en una conducta delictiva.

El TS ofrece unos argumentos claros y específicos de los cuales acaba afirmando la responsabilidad de daños y perjuicios de la entidad de Bankia, ya que como podemos observar, este indicia que “*las graves inexactitudes de la información contenida en el folleto de la oferta de suscripción pública de acciones fueron la causa del error sustancial y excusable sufrido por los demandantes*”⁸⁸, puesto que el folleto informativo tiene un carácter determinante para la prestación del consentimiento de los inversores para suscribir acciones de Bankia, además es obvio para cualquier espectador neutral, así como para el TS que si no se hubiera incurrido en este error sobre la situación económica, no se habrían adquirido acciones de la entidad o hubieran estipulado otras condiciones⁸⁹.

Por lo tanto, podemos ver como el TS aprecia más que el termino de información privilegiada, en este supuesto se podría entender más como una información sesgada, ya que no se aporta al inversor una información clara y, es difícil de determinar si la misma es verídica, lo cual lleva a un grave a error para los suscriptores causándoles grandes pérdidas de dinero. De esta manera, podemos ver que en el ámbito del abuso del mercado no solo la información privilegiada juega un papel importante, sino que la ocultación de la misma, ofreciéndola de forma sesgada produce consecuencias igual de gravosas en el mercado.

Sin embargo, con esta misma información y, desde la perspectiva del proceso penal, la Sentencia de la Audiencia Nacional núm. 13/2020⁹⁰, llegó a unas conclusiones diferentes que el TS. Bien, en esta sentencia se debate el delito continuado de falsedad contable, en concurso de normas con delito de estafa a inversores.

Dejando de un lado todos lo demás delitos que se les imputan, además de todos los hechos y antecedentes del caso, debido a su extensión, el delito concreto que nos interesa a nuestro estudio es de estafa a los inversores, delito que se encuentra en el artículo 282 bis del CP que castiga el cual castiga a los administradores de hecho o de derecho de una sociedad emisora de valores, los cuales hayan falseado una información contenida en un

⁸⁸ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala primera, de lo Civil, Sección Pleno) ... op. cit. Fundamento jurídico 9. Pág. 12.

⁸⁹ Sentencia del Tribunal Supremo (Sala primero, de lo Civil, Sección pleno). Sentencia núm. 24/2016 ... op. cit. Fundamento Jurídico 9. Págs. 12-14.

⁹⁰ Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Penal, Sección 4º). Sentencia núm. 13/2020 ... op. cit.

folleto de emisión de instrumentos financieros. Este artículo que fue introducido a través de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado⁹¹.

No obstante, de los argumentos aportados y, los fundamentos que argumentan la Audiencia Nacional, llegamos a la conclusión de que no consideran que se haya producido tal estafa, ya que la principal actuación debería ser “*el incumplimiento de los deberes de información establecidos en orden a garantizar la transparencia del mercado de valores*”⁹² y, según la sala, este incumplimiento no se ha producido, además de que la información del folleto contaba con la aprobación tanto del Banco de España como de la CNMV.

Así mismo, tampoco aprecian la existencia de tal estafa puesto que “*ha de entenderse que, como ocurre en general con los delitos básicos de falsedad documental, quedan excluidas las falsedades burdas incapaces por sus propias características de alterar el tráfico jurídico. Ha de apreciarse, por lo tanto, una mínima capacidad de la información falseada para captar la inversión o el crédito*”⁹³. De esta manera, vemos como la Audiencia Nacional, considera que la información aportada no podía ser considerada como estafa al no poder considerarse como completamente creíble. Aquí podemos ver como hay una contradicción entre la Sentencia del TS 24/2016 y la de la Audiencia Nacional, puesto que en la primera consideran que esta información, es una información sesgada y, por lo tanto, susceptible de causar unos daños y perjuicios al poder incardinarse dentro de un supuesto de información privilegiada y, por consiguiente, una conducta de abuso de mercado.

En suma, por lo que respecta a esta Sentencia del Audiencia Nacional, consideran que la información financiera en el folleto “*era más que suficiente para que los inversores mayoristas y minoristas se formase un criterio razonado sobre el valor de la compañía (...), información que había sido elaborada con la supervisión y obedeciendo a los*

⁹¹ Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, 28 de enero de 2003 sobre operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. DOUE núm. 96, de 12 de mayo de 2003. Recuperado desde la URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0006&from=ES> [disposición derogada].

⁹² Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Penal, Sección 4ª). Sentencia núm. 13/2020 ... op. cit. Fundamento Jurídico 3, pág. 139.

⁹³ Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Penal, Sección 4ª). Sentencia núm. 13/2020 ... op. cit. Fundamento Jurídico 3, pág. 140.

*requerimientos del Banco de España, siendo refrendada por la CNMV*⁹⁴. Por lo tanto, podemos apreciar como el argumento principal de esta sentencia gira en torno a la aprobación de la CNMV de la información que se presentó, cosa que nos hace ver el papel fundamental que tiene este organismo como garante de la simetría informativa.

En conclusión, con estas dos sentencias, podemos ver como la apreciación o la existencia de la información privilegiada, en este caso, en forma de información sesgada, puede causar pronunciamientos diferentes en procedimientos distintos, aún en posesión de los mismo hechos, pero que de alguna forma tal abuso en el mercado no ha quedado impune, ya que, aunque se hayan absuelto a los 34 acusados por vía penal, el caso sí que ha llevado aparejado una sentencia condenatoria de daños y perjuicios, aunque que los hechos de acuerdo con muchos catedráticos de Derecho penal, los hechos son subsumibles dentro de un delito penal⁹⁵.

CONCLUSIONES

Tras la realización del presente trabajo con relación sobre el tratamiento de la información privilegiada en nuestro ordenamiento jurídico, así como los órganos garantes de la misma, podemos extraer las siguientes conclusiones:

PRIMERA. – El uso de la información privilegiada, como hemos podido observar se encuentra principalmente dentro del mercado financiero y, específicamente en el mercado de valores, teniendo más relevancia en los mercados secundarios oficiales, siendo esta información uno de los grandes problemas de abuso de mercado, puesto que produce una de las mayores consecuencias que a toda costa se pretende evitar: la asimetría informativa.

SEGUNDA. – El concepto de información privilegiada no se encuentra claramente definido, pero del análisis del trabajo podemos concluir que esta es aquella información que se refiere directa o indirectamente a unos instrumentos financieros, la cual no se ha hecho pública y, es susceptible de causar un impacto en el mercado de manera que genera una ventaja injusta a quienes estén en posesión de la misma, ya que no solo produce un beneficio, sino que también puede beneficiar con respecto a evitar una serie de pérdidas.

⁹⁴ Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Penal, Sección 4ª). Sentencia núm. 13/2020 ... op. cit. Fundamento Jurídico 9, pág. 154.

⁹⁵ Para más información Cfr. Paredes Castellón, Juan Manuel. (2014). *Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores*. Nuevo Foro penal, 10(82), págs. 33-81. Consultado el 11 de mayo, recuperado desde la URL: <https://doi.org/10.17230/nfp.10.82.2>.

TERCERA. – La regulación de la información privilegiada, como hemos podido observar, no solo se contiene en las normas de origen interno, sino que también es necesario prestar atención a las normas institucionales, de manera, que en el derecho autónomo tenemos como norma principal el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), el cual no puede ser analizado separado del Reglamento de la Unión Europea (UE) n.º 596/2014, puesto que el TRLMV es una transposición del Reglamento y, en muchas ocasiones directamente se remite a él para dar respuesta al tratamiento de esta información.

CUARTA. – Ambas normativas para dar una respuesta de manera eficiente a la regulación del mercado financiero y así garantizar la transparencia del mismo y la protección del inversor, se han visto en la necesidad de tener que reformarse en diversas ocasiones, incluso en el caso de las normas de derecho interno, se necesitó crear un Texto Refundido de manera que todas las exigencias que se necesitaban para la correcta regulación del mercado y prevenir su abuso quedaran bien integradas y coherentes. De manera que se regula tanto cuando estamos antes de estos supuestos, como las consecuencias que se derivan de su uso, ya que como hemos dicho en varias ocasiones no solo conlleva responsabilidades civiles o administrativas, sino también penales.

QUINTA. – Por lo que respecta al tratamiento de la información privilegiada, concluimos que la misma queda de forma totalmente regulada por el TRLMV, siendo la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) la garante de la misma. Además, esta exigencia de difusión es de vital importancia puesto que cada vez son más las operaciones internacionales, por lo que es conveniente destacar que este tratamiento que hemos analizado en el trabajo está en consonancia con el que dispone el Reglamento n.º 596/2014.

SEXTA. – Con el análisis del tratamiento de la información privilegiada es oportuno de igual manera sacar a relevancia que no solo la no difusión de la misma constituye una conducta abusiva del mercado, sino que su difusión de forma errónea conlleva las mismas situaciones, como hemos podido observar del análisis del “Caso Bankia” donde el proceso civil se habla de una información sesgada, por lo que podemos concluir que la información privilegiada tiene muchas vertientes, no se puede acotar el ámbito de la misma a información directa o indirecta de instrumentos financieros, sino que su incorrecta difusión también es igual de dañino al mercado.

SÉPTIMA. – Como hemos visto y reiteradamente indicado la CNMV es uno de los garantes principales de la simetría informativa, jugando un papel muy importante en la transparencia de los mercados, de manera que se le atribuye una potestad sancionadora para persuadir a todos los intervinientes en el mercado del correcto uso de la información privilegiada. A esta persuasión se le debe sumar el régimen sancionador analizado, un régimen de carácter administrativo con la finalidad de corregir las desigualdades causadas por el uso de la información privilegiada.

OCTAVA. – Además de ser la CNMV garante de esta simetría, no se debe pasar por alto el papel de los tribunales, ya que cuando la ventaja injusta adquirida y el daño causado el mercado es de gran relevancia, la sanción que se impone se eleva a la tipificación de un delito, teniendo las sanciones una finalidad persuasoria de no cometer tales acciones que, el ordenamiento intenta reprimir o prevenir estas conductas que son ilícitas.

NOVENA. – Estar ante un supuesto o no de información privilegiada puede ser muy subjetivo, como hemos tenido la oportunidad de ver en el “Caso Bankia” que con las mismas informaciones en ambos procedimientos se han obtenido dos sentencias distintas, pero que en ningún caso el abuso del mercado no ha quedado impune.

BIBLIOGRAFÍA

CONLEDO Fernando (coord.), CAMPUZANO Ana Belén (coord.), PALOMO J. Ricardo (coord.), ALMENDROS Antonio, BATALLER Juan, BERMÚDEZ Concepción, CABA Antonio, CALVO Antonio, Casimiro Luis Migue DÍEZ DE LOS RIOS Miguel, ESPÍN Cristóbal, ESPINIELLA Ángel, FERNÁNDEZ Nuria, GALEOTE María del Pilar, GÓMEZ Clara, GÓMEZ Javier, GÚTIERREZ Milagos, IRIBARREN Miguel, LARA Rafael, LÓPEZ José María, MADRAZO Juan, MARIÑO Teresa, MATEU José Luis, MELÉNDEZ Óscar, MOALEJO Ignacio, QUINTÁNS M.^a Rocío, RODRÍGUEZ Juan Carlos, RODRÍGUEZ Juan Manuel, SÁNCHEZ M.^a Luisa, TAPIA Alberto J, VEIGA Abel B, (2^a Ed. 2017). *Los mercados financieros* [en línea]. Valencia. Ed. Tirant lo Blanch. Disponible en: <https://biblioteca-tirant-com.sabidi.urv.cat/cloudLibrary/ebook/show/9788490335925>.

ESTABAN DE LA ROSA, GLORIA (2020). *Operaciones con información privilegiada y mercado de valores*. [en línea]. Ed. Tirant lo Blanch. Valencia. Disponible en: <https://biblioteca-tirant-com.sabidi.urv.cat/cloudLibrary/ebook/show/9788413360775>.

JAÉN VALLEJO, Manuel (2009). *Información privilegiada en el mercado de capitales y Derecho penal. Revista de Cuadernos de Política criminal* [en línea]. Abril 2009, no. 9. Ed. Dykinson. Disponible en: https://app-vlex-com.sabidi.urv.cat/#search/jurisdiction:ES+content_type:4/informaci%C3%B3n+privilegiada/WW/vid/414241238.

MONROY ANTÓN, Antonio J. (2006). *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*. [en línea]. Ed. Dijusa. Madrid. Disponible en: <https://app-vlex-com.sabidi.urv.cat/#sources/2550>.

PAREDES CASTELLÓN, Juan Manuel. (2014). *Problemas de tipicidad en las conductas de manipulación de precios de los mercados de valores. Revista Nuevo Foro penal* [en línea]. Enero – Junio 2014, no. 82 págs. 33-81. Disponible en: <https://doi.org/10.17230/nfp.10.82.2>.

JURISPRUDENCIA

Sentencia del Tribunal Supremo 184/2013 (Sala de lo Contencioso-Administrativo, sección 3ª) del 28 de enero de 2013 (recurso núm. 2513/2009).

Sentencia del Tribunal Constitucional (Sala segunda). Sentencia núm. 2/2015 del 19 de enero de 2015. (recurso 5865/2013).

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala Primera, de lo Civil, Sección Pleno). Sentencia núm. 24/2016 del 3 de febrero de 2016 (Rec. 1990/2015, STS 92/2016).

Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Penal, Sección 4º). Sentencia núm. 4/2017, de 23 de febrero de 2017 (SAN 217/2017).

Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Penal, Sección 4º). Sentencia núm. 13/2020, de 29 de septiembre de 2020 (SAN 2347/2020).

LEGISLACIÓN

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV). BOE núm. 181, de 29 de julio de 1988. Ref.: BOE-A-1988-18764. Recuperado desde la URL: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1988-18764>. [disposición derogada].

Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores. BOE núm. 275, de 17 de noviembre de 1998. Ref.: BOE-A-1998-26345. Recuperado desde la URL: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1998-26345>. [disposición derogada].

Ley 4/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. BOE núm. 304, de 20 de diciembre de 2007. Ref.: BOE-A-21913, recuperado desde la URL: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2007-21913>. [disposición derogada].

Real Decreto legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), 14 de octubre de 2015. BOE núm. 255, de 24 de octubre de 2015 recuperado desde el URL: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435>.

Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal (CP). BOE. Núm. 281, de 24 de noviembre de 1995, Ref.: BOE-A-1995-2544, recuperado desde la URL: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1995-25444>

Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, para transponer las Directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero y de terrorismo, y abordar cuestiones de índole internacional. BOE. Núm. 45 de 21 de febrero de 2019 Ref.: BOE-A-2019-2336, recuperado desde la URL: https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2019-2363.

Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 200/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo. DOUE núm. 145, de 30 de abril de 2004, págs. 1 a 44. Ref.: DOUE-L-2004-81013, recuperado desde la URL: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2004-81013>. [disposición derogada].

Directiva 2014/65/UE (MiFID II) del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros. DOUE núm. 173, de 12 de junio de 2014, recuperado desde la URL: <https://www.boe.es/doue/2014/173/L00349-00496.pdf>.

Reglamento (UE) n.º 596/2017 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el abuso de mercado. DOUE núm. 173, de 12 de junio de 2014. Ref.: DOUE-L-2014.81277 pág. 24, *artículo 7* recuperado desde el URL: <https://www.boe.es/doue/2014/173/L00001-00061.pdf>.

WEBGRAFÍA

Guía informativa de la CNMV, *¿qué debería saber de las empresas de servicios de inversión?* (2006). [en línea]. Recuperado desde la URL https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_empresasinversion.pdf.

Diccionario Español Jurídico. Definición de Información Privilegiada [en línea]. Recuperado desde la, <https://dpej.rae.es/lema/informaci%C3%B3n-privilegiada>.

VILLEGAS MORENO, PEDRO (2006). *El abuso de mercado concepto y tipos* [diapositiva 18] [en línea]. Recuperado desde la URL; <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/01/PedroVillegas.pdf>.

Página oficial *COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, ESTRUCTURA ORGANICA* [en línea]: https://www.cnmv.es/Portal/MiFIDII_MiFIR/Mercados-Estructuras.aspx.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, 8 de octubre de 2020. *Criterios y requisitos a tener en cuenta en caso de difusión de información privilegiada a través de redes sociales.* [en línea]. Recuperado desde la URL: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7B0a0c754b-6c8a-41b3-acc3-db5ebdd2f38a%7D>

EL PAÍS (redactado por Íñigo de Barrón), 18 de julio de 2011, *Bankia sale a Bolsa con una Rebaja del 15% y una demanda ajustada* [comunicado de prensa] [en línea], recuperado desde la URL: https://elpais.com/economia/2011/07/18/actualidad/1310974379_850215.html

CADENA LA SER (redactado por Miguel Ángel Muñoz Encinas), 22 de septiembre de 2017. [en línea]. *Bankia, historia de un desastre anunciado.* Recuperado desde la URL: https://cadenaser.com/ser/2017/02/21/economia/1487701797_103980.html.

LLAMAS Jonathan. *ECONOMIPEDIA* [en línea]. *Información privilegiada.* Recuperado desde la URL: <https://economipedia.com/definiciones/informacion-privilegiada.html>.

FERNÁNDEZ Héctor. *ECONOMÍA TIC* [en línea]. *Mercado de Valores: Definición, características e importancia.* Recuperado desde la URL: <https://economiatic.com/mercado-de-valores/>.

Página oficial *COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES* [en línea]. Recuperado desde la URL: <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>.

Diccionario Panhispánico del Español Jurídico (DEJ) [en línea]. *Información Privilegiada*. Recuperado desde la URL: <https://dpej.rae.es/lema/informaci%C3%B3n-privilegiada>.

Página oficial *COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, MERCADO PRIMARIO* [en línea]. Recuperado desde la URL: <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Mercado-Primario.aspx>.

Página oficial *COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, MERCADO PRIMARIO* [en línea]. Recuperado desde la URL: <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Mercado-Secundario.aspx>.

ANEXOS

ANEXO I: ESTRUCTURA ORGANIZATIVA DEL COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES⁹⁶

⁹⁶ Fuente: Página web oficial de la *COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, ESTRUCTURA ORGANIZATIVA* [en línea]. Recuperado desde la URL: https://www.cnmv.es/portal/GPage.aspx?id=Organigrama_AA.



