



EL ABUSO DE MERCADO. ***INTRODUCCION AL*** ***CONCEPTO Y TIPOS***

Pedro Villegas Moreno.
José Sanz de Gracia.
Subdirectores de la Dirección del Servicio Contencioso
y del Régimen Sancionador de la CNMV

Montevideo, del 3 al 6 de noviembre de 2009



I. INTRODUCCIÓN



- ✍ Tipos de actuación encuadrables en las normas de ordenación y disciplina (normas de conducta).
- ✍ Prácticas fraudulentas: aprovechamiento ilícito de información y de distorsión del proceso natural de formación de precios.

REGULACIÓN (1)

✍ Trae causa de la transposición de normas comunitarias europeas.

Materia: abuso de mercado (*market abuse*) que engloba las operaciones de información privilegiada y la manipulación de mercado.

✍ Reciente incorporación a la normativa española (a partir de 2002 y hasta 2005).

REGULACIÓN (2)

- ✍ En España, en los artículos 81 a 83 quater de la Ley del Mercado de Valores de 1988 (LMV) y en el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre de 2005
- ✍ En Europa, por cuatro Directivas y un Reglamento Comunitarios.

REGULACIÓN EUROPEA (3)

- ✍ 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 de mercado
- ✍ Directiva 2003/124/CE, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado
- ✍ Directiva 2003/125/CE, de la Comisión, 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 la Comisión, de 29 de abril de 2004, de prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de operaciones sospechosas
- ✍ Reglamento (CE) 2273/2003, de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre las exenciones para los programas de recompra y estabilización de instrumentos financieros

FUNDAMENTO DE LA REGULACIÓN (1)

✍ Toda regulación tiene un objetivo y responde a la protección de un determinado bien jurídico y económico. Presente en los Considerandos de la Directiva 2003/6/CE:

- Un auténtico **mercado único de servicios financieros es crucial para el crecimiento económico y la creación de empleo en la Comunidad**

- **Un mercado financiero integrado y eficiente requiere integridad del mercado.** El buen funcionamiento de los mercados de valores y la confianza del público en los mercados son requisitos imprescindibles para el crecimiento económico y la riqueza. **El abuso de mercado daña la integridad de los mercados financieros y la confianza del público en los valores y productos derivados**

- **El objetivo de la legislación es garantizar la integridad de los mercados financieros comunitarios y aumentar la confianza de los inversores en dichos mercados**

✍ **Presente en la Exposición de Motivos de la Ley española.**



FUNDAMENTO DE LA REGULACIÓN (2)



Bienes jurídicos protegidos:

✍ Integridad

✍ Eficacia

✍ Transparencia

✍ Protección del inversor

II. OPERACIONES CON INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

- ✍ Uso ilícito de información privilegiada: cuando el conjunto de participantes se ven desfavorecidos por otros que han utilizado información relevante no públicamente disponible.
- ✍ La regulación tiene por objetivo prohibir y disciplinar las operaciones de utilización de información en el mercado de valores que no esté públicamente disponible, para beneficio propio o de terceros, rompiendo el principio general de que todos los inversores deben estar en condiciones de igualdad
- ✍ (Artículo 81 de la LMV) .Se considera información privilegiada toda información de **carácter concreto** que se refiera directa o indirectamente a **uno o varios valores negociables o instrumentos financieros** de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de la LMV, **o a uno o varios emisores** de los citados valores negociables o instrumentos financieros, **que no se haya hecho pública** y que, de hacerse o haberse hecho pública, **podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización** en un mercado o sistema organizado de contratación. Es de aplicación también a los valores o instrumentos financieros respecto a los cuales se haya cursado una solicitud de admisión en un mercado o sistema organizado de contratación.

ELEMENTOS QUE DEFINEN LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

- ✍ Que se refiera directa o indirectamente a valores negociables o instrumentos financieros o sus emisores
- ✍ Que sea de carácter concreto
- ✍ Que no sea pública
- ✍ Con capacidad de influencia apreciable sobre la cotización de los valores o instrumentos financieros a los que se refiera (relevante)



REFERENTE DIRECTA O INDIRECTA A VALORES O EMISORES



- ✍ Cualquier hecho o decisión que se genere, tanto en el seno de una sociedad cotizada como fuera de ella, relativos directamente a su situación patrimonial o a sus perspectivas de desarrollo
- ✍ Informaciones externas a la sociedad cotizada en torno a la coyuntura económica o política en general. Referida a tipos de interés, cambios en la fiscalidad, o a cualquier otra magnitud macroeconómica que, con carácter general o indirecto pueda afectar a la cotización de los valores que se negocian en los mercados

NO PÚBLICA

- ✍ Debe ser secreta, ignorada por la generalidad de los inversores, de modo que su poseedor esté en disposición de obtener un beneficio mediante la compra o venta de valores. Si una información es pública pierde su valor para los iniciados, puesto que deja de ser susceptible de aprovechamiento anticipado por éstos
- ✍ ¿ Cuando se considera pública? En España, en términos generales, se considera que una información es pública cuando ha sido comunicada al registro oficial de información relevante de la CNMV. No cuando, anticipadamente, existe alguna filtración previa en medios de comunicación.

DE CARÁCTER CONCRETO

- ✍ (Artículo 1 del RD 1333/2005). Si indica una serie de circunstancias que se dan, o pueda esperarse razonablemente que se den, o un hecho que se ha producido, o que pueda esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir el posible efecto de esa serie de circunstancias o hechos sobre los precios de los valores negociables o instrumentos financieros
- ✍ La concreción es una cualidad predicable de la naturaleza de la información. Una información es de carácter concreto cuando los datos o elementos que la integran son precisos, es decir, vienen constituidos por hechos o circunstancias y no cuando transmiten simples impresiones, rumores, meras vaguedades o datos vagos o imprecisos
- ✍ Depende también de la posibilidad de verificación de la información, lo cual dependerá en sustancia del grado de fiabilidad de la fuente de información

RELEVANTE (I)

- ✍ (Artículo 1 del RD 1333/2005) Una información es relevante y, por tanto, puede influir de manera apreciable sobre la cotización cuando dicha información sea la que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión
- ✍ Considerando 1 de la Directiva 2003/124/CE. Los inversores razonables basan sus decisiones de inversión en la información de la que ya disponen, es decir en la información previa disponible. Por ello, la cuestión de si sería probable que, al tomar una decisión de inversión, un inversor razonable pudiera tener en cuenta una información concreta debe plantearse sobre la base de la información previa disponible. Esta evaluación tiene que tomar en consideración el efecto anticipado de la información, teniendo en cuenta la totalidad de la actividad relacionada con el emisor, la fiabilidad de la fuente de información y otras variables del mercado que pudieran afectar al instrumento financiero en esas circunstancias determinadas.

RELEVANTE (II)

- ✍ No existe una relación predeterminada sobre lo que se debe considerar información relevante
- ✍ En la práctica se emplean unas pautas orientativas que figuran en una carta interpretativa de la CNMV
- ✍ Todo hecho o decisión que pueda modificar o haya modificado la rentabilidad o solvencia del emisor, en suma su nivel de eficiencia económica, o el nivel de eficiencia que el mercado le atribuye en base a la información disponible previamente distribuida, e incluye a continuación una lista no exhaustiva de operaciones y supuestos que cumplirían esta condición.

RELEVANTE (III)

- ✍ El análisis debe hacerse *ex ante*, en el momento en que el iniciado hubiera hecho uso de la información y no en un momento posterior a su divulgación pública. Se debe evaluar y considerar el efecto en la cotización que hubiera generado el anuncio de la información en cuestión, y no su impacto real posterior.
- ✍ Consecuencias jurídicas: es irrelevante para la persecución de una infracción el que una información considerada como relevante, finalmente no afectara a la cotización o no llegara a producirse.

DEFINICIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

✍ 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

El *front running* (tomar la delantera)

- ✍ Es un caso especial de información privilegiada contemplado en la normativa (artículo 1 del RD 1333/2005)
- ✍ Toda información transmitida por un cliente en relación con sus propias órdenes pendientes sobre valores que, de hacerse pública, podría tener repercusiones significativas en la cotización de los mismos
- ✍ Incurre en esta conducta el profesional de los servicios de inversión que, habiendo recibido de un cliente una orden de compra o venta de un gran paquete de valores, y previendo los efectos que va a generar su ejecución sobre su cotización, realiza operaciones en su propio provecho con las que intenta sacar partido de dichos efectos

Información privilegiada en relación con instrumentos financieros derivados sobre materias primas

- ✍ Artículo 1 del RD 1333/2005. Se considera información privilegiada toda información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios de estos instrumentos financieros derivados, que los usuarios de los mercados en que se negocien esperarían recibir con arreglo a las prácticas de mercado aceptadas en ellos
- ✍ En todo caso, se entiende como información que esperarían recibir aquella que se ponga a disposición de los usuarios de estos mercados de forma regular, o deba revelarse obligatoriamente por disposiciones legales o reglamentarias, normas de mercado, contratos o usos del mercado de materias primas subyacentes o del mercado de instrumentos derivados sobre materias primas de que se trate.

El deber de abstención para los que disponen de información privilegiada (I)



Artículo 81 de la LMV. **Todo el que disponga de información privilegiada deberá abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente**, alguna de las conductas siguientes:

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

El deber de abstención para los que disponen de información privilegiada (II)

- ✍ Sujeto activo de la prohibición: cualquier persona, física o jurídica, que posea información privilegiada, sea cual sea la causa.
- ✍ Conductas prohibidas, ya sean por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente

El deber de abstención para los que disponen de información privilegiada (III)

- ✍ Artículo 81 de la LMV. Las prohibiciones se aplican a cualquier persona que posea información privilegiada cuando dicha persona sepa, o hubiera debido saber, que se trataba de esta clase de información.
- ✍ Consecuencias jurídicas: no hace falta acreditar ánimo de lucro (se presume) ni beneficio realizado.

Excepciones del deber de abstención

- ✍ Las que se realicen en virtud de una obligación, ya vencida, contraída con anterioridad a la posesión de la información privilegiada.
- ✍ Comunicación de información en el ejercicio normal de trabajo, profesión o cargo.
- ✍ Operaciones para ejecutar la política monetaria, de tipo de cambio o de gestión de la deuda pública por las autoridades competentes.

MEDIDAS PREVENTIVAS

- ✍ Obligación para emisores y agentes económicos profesionales de establecer medidas de prevención.
- ✍ Función adicional de instrumento de supervisión y medio de prueba.
- ✍ Con carácter general: deber de salvaguarda, adoptando las medidas para evitar su utilización abusiva o desleal (Art. 81 LMV).

MEDIDAS PREVENTIVAS. EMISORES

- ✍ Obligación de difusión pública de información relevante (artículo 82 de la LMV).

Pueda afectar a un inversor razonable sobre sus decisiones e influir en la cotización de los valores.

Hecho o decisión que haya modificado o pueda modificar la rentabilidad o solvencia del emisor

- ✍ Estudio o negociación de operaciones jurídicas o financieras relevantes: limitar el conocimiento, medidas de seguridad en la custodia, lista de iniciados, vigilancia de la cotización y deber de revelarla en caso de filtración anticipada (Art. 83 bis LMV).
- ✍ Administradores, directivos o personas con vínculo estrecho: comunicar a la CNMV las operaciones realizadas sobre acciones del emisor .

MEDIDAS PREVENTIVAS. AGENTES ECONÓMICOS PROFESIONALES.

- ✍ Medidas necesarias para impedir el flujo de información entre sus distintas áreas de actividad (art. 83 de la LMV).
- ✍ Garantizar que cada una toma sus decisiones de forma autónoma, sin contaminación por información privilegiada.
- ✍ Establecer áreas separadas de actividad con barreras de información entre ellas (murallas chinas), sistemas de decisión autónoma sobre inversiones, lista de valores sobre los que se dispone de información privilegiada y de iniciados.
- ✍ Comunicación a la CNMV de operaciones sospechosas (Art. 83 quater LMV).



III. MANIPULACIÓN DE MERCADO



- La regulación tiene por objeto prohibir y disciplinar las conductas contrarias al mecanismo de la libre y correcta formación de precios en los mercados de valores, entendido por aquel que garantiza que éstos se forman por la concurrencia y consenso de la oferta y demanda de la generalidad de inversores participantes, en base a la información disponible, sin presencia de información falsa o engañosa y sin influencia significativa o decisiva de alguna parte que pueda responder a un interés ilegítimo, en provecho propio y perjuicio del conjunto del mercado.



CONCEPTO DE MANIPULACIÓN DE MERCADO (I).



Engloba todos aquellos comportamientos de los participantes en el mercado que tratan de engañar al resto, bien a través de difusión de información falsa o engañosa o bien mediante el uso perverso de los propios mecanismos de formación de precios en cada mercado (art. 83 bis LMV):

- ✍ Operaciones u órdenes que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos sobre la oferta, la demanda o el precio de los valores; que aseguren el precio en un nivel anormal o artificial; o que utilicen dispositivos ficticios o cualquier tipo de engaño.
- ✍ Difusión de información a través de medios de comunicación, incluido Internet, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos (rumores o noticias falsas).

Concepto de manipulación de mercado. Ejemplos.

Artículo 2 del RD 1333/2005:

- a) La actuación de una persona o de varias concertadamente para asegurarse una posición dominante sobre la oferta o demanda de un valor o instrumento financiero con el resultado de la fijación, de forma directa o indirecta, de precios de compra o de venta o de otras condiciones no equitativas de negociación.
- b) La venta o la compra de un valor o instrumento financiero en el momento de cierre del mercado con el efecto de inducir a error a los inversores que actúan basándose en las cotizaciones de cierre.
- c) Aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios de comunicación tradicionales o electrónicos exponiendo una opinión sobre un valor o instrumento financiero o, de modo indirecto sobre su emisor, después de haber tomado posiciones sobre ese valor o instrumento financiero y haberse beneficiado, por lo tanto, de las repercusiones de la opinión expresada sobre el precio de dicho valor o instrumento financiero, sin haber comunicado simultáneamente ese conflicto de interés a la opinión pública de manera adecuada y efectiva. En el caso de los periodistas que actúen a título profesional les será de aplicación lo dispuesto en el artículo 83 ter.1.c) de la Ley 24/1988, de 28 de julio.

Concepto de manipulación de mercado. Indicios (III)

✍ Indicadores de diagnóstico de conductas de manipulación. Artículo 3 del RD 1333/2005:

1. Proporción significativa del volumen diario de operaciones en el valor, en especial cuando producen cambios significativos en su cotización.
2. No cambio real en la titularidad de los valores
3. Revocaciones de posición en periodos cortos, representan una proporción significativa del volumen diario de operaciones en el valor y podrían estar asociadas con cambios significativos en su cotización.
4. Concentración en un periodo corto de la sesión de mercado, que produce cambios en la cotización y que posteriormente se invierte.
5. Órdenes u operaciones introducidas en mercado por volúmenes o precios significativamente distintos a los previos en mercado, que posteriormente se retiran sin ejecutarse.
6. Presencia de órdenes u operaciones realizadas en momentos específicos, o en torno a él, en que el precio formado tiene especial trascendencia, por servir de referencia al mercado o para liquidar o valorar determinadas operaciones.
7. Presencia de informaciones falsas o engañosas que preceden o siguen a órdenes u operaciones realizadas, asignable a las mismas personas u otras asociadas con ellas.

Concepto de manipulación de mercado (IV)

- ✍ Existe manipulación siempre y cuando, bien mediante la preparación o ejecución de operaciones, contratos u órdenes sobre valores o instrumentos financieros, bien mediante el ejercicio abusivo de poder de mercado sobre la oferta o la demanda (*manipulación operativa*), bien mediante la difusión de informaciones falsas o engañosas sobre aquellos (*manipulación informativa*), se crean o se pueden crear unas condiciones artificiales de mercado que induzcan o puedan inducir a terceros a una información errónea sobre los elementos esenciales que lo integran, como son la oferta, la demanda o el precio, o imponga a dichos terceros unas condiciones no equitativas.



Tipología de conductas de manipulación (I)



- ✍ No existe en la normativa una lista predeterminada de conductas de manipulación
- ✍ CESR ha elaborado una lista de tipos de manipulación de mercado, en base a casos que se han producido en los últimos años y que, en su opinión, entrarían dentro de la definición general.

Tipología de conductas de manipulación (II)

-Manipulaciones operativas:

✍ Transacciones falsas o engañosas

✍ Prácticas de posicionamiento de precios

✍ Empleo de dispositivos ficticios

- Manipulaciones informativas:

✍ Difusión de información falsa o engañosa

Tipología de conductas de manipulación.

Transacciones falsas o engañosas (III)

- ✍ Transacciones aparentes (*wash trades*): Operaciones sobre un valor que no suponen cambio real de titularidad, con el fin de estimular una corriente compradora que fuerce la cotización al alza y permita al manipulador transmitir su cartera a un precio mayor.
- ✍ Colocación de órdenes sin intención de ejecutarlas (*Painting the tape*): registrar órdenes por volumen o precio significativamente superiores o inferiores a los existentes en mercado, que luego se retiran sin ejecutar, para dar impresión de que hay demanda u oferta a ese precio, y estimular una corriente compradora o vendedora que beneficia al manipulador.
- ✍ Órdenes ilícitas previamente pactadas (*matched orders*): operaciones en que se transmiten órdenes de compra sobre un valor y simultáneamente órdenes de venta por importe igual o similar, para crear ante el mercado una falsa apariencia con relación al nivel de demanda real existente, estimulando una presión compradora adicional que fuerce la cotización al alza de la que se beneficia el manipulador.



Tipología de conductas de manipulación. Posicionamiento de precios (IV)



✍ Marcaje al cierre (*marking the close*):
compra o venta de valores al cierre del
mercado, con el fin de alterar su cotización a
la hora de cierre del mismo, en el sentido que
interesa al manipulador.

Tipología de conductas de manipulación. Dispositivos ficticios (V)

- ✍ *Reactivación y dumping*: comprar valores y a continuación aumentar la actividad de compra y/o difundir información positiva falsa o engañosa acerca del valor, con el objetivo de aumentar su precio. Los demás intervinientes en el mercado resultan engañados por el efecto resultante en precio e inducidos a comprar el valor. A continuación, el manipulador vende a un precio inflado.
- ✍ *Trash and cash*: una parte vende valores y a continuación aumenta la actividad de venta y/o difunde información negativa engañosa acerca del valor, con el fin de reducir su precio. A continuación el manipulador cierra su posición una vez el precio ha caído.



Tipología de conductas de manipulación.
Difusión de información falsa o engañosa
(VI)



Publicación de información falsa o engañosa
acerca de una empresa través de cualquier
medio de comunicación o Internet.



Excepciones. Prácticas aceptadas de mercado

✍ Son prácticas de mercado aceptadas aquellas realizadas o que pueda esperarse razonablemente que se realicen en uno o más mercados secundarios oficiales y que están aceptadas por la CNMV