

M.^a Nieves García Santos*

ÉTICA, EQUIDAD Y NORMAS DE CONDUCTA EN LOS MERCADOS DE VALORES: LA REGULACIÓN DEL ABUSO DE MERCADO

En este artículo se analiza el concepto de abuso de mercado, en su doble concepción: la manipulación de mercado y el uso de información privilegiada. La postura de los reguladores sobre estas prácticas ha variado históricamente, desde autores que sostienen su justificación, hasta los que consideran inefectiva la regulación. No obstante, el principio de equidad inspira la regulación actual, dado que el funcionamiento del mercado depende de que las condiciones sean las mismas para todos los participantes. Así, se deben respetar ciertas normas de conducta que señalan los aspectos básicos de un comportamiento equitativo y, en especial, las prácticas irregulares.

Palabras clave: ética, mercado de valores, información privilegiada, regulación.

Clasificación JEL: A13, G14.

1. Introducción

Se consideran prácticas abusivas del mercado aquellas que dañan la integridad de los mercados y la confianza de los inversores. La regulación define dos tipos de estas prácticas: el uso de información privilegiada y la manipulación de cotizaciones. A pesar de esta diferenciación, ambos tipos de prácticas pueden englobarse en el término de manipulación del mercado, ya que

suponen una distorsión de la información disponible en el mercado y, por tanto, pueden provocar respuestas diferentes en los agentes participantes en la negociación.

Los agentes que utilizan información privilegiada pretenden aprovecharse de la misma antes de que sea conocida por el resto de los participantes; es decir, esconden que poseen esa información no pública al resto de participantes. La respuesta del mercado está por tanto siendo manipulada al haber sido privada de esa información. También los que difunden informaciones o rumores falsos o sesgados pretenden incidir sobre la oferta o demanda de los activos; es decir, manipular el mercado. Por último, las actuaciones de distorsión del volumen negociado o la creación de posiciones de do-

* Directora de Estudios y Estadística. Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Las opiniones y afirmaciones expresadas en este artículo corresponden en exclusiva a la autora y no reflejan necesariamente la postura de la institución donde ejerce su trabajo.

minio directamente implican una manipulación del mercado. La manipulación del mercado impide que se formen correctamente los precios, lo que distorsiona la asignación de los recursos financieros.

Estos comportamientos pueden considerarse no éticos pero, más que eso, pueden considerarse no equitativos.

La ética es la parte de la filosofía que trata de los actos morales, que son los actos humanos libres y deliberados (regulados por la *regula morum*). La ética se refiere a los principios morales que, a su vez, se refieren a la conducta que está bien y a la que está mal, o a la bondad o maldad del carácter humano. Es un modo de ser adquirido aunque no se basa en los derechos legales u obligaciones. Por otra parte, se incardina en el ámbito de la civilización, por lo que cada cultura puede tener un código ético diferente.

Se puede determinar la bondad de una conducta de acuerdo a su adaptación a un modelo determinado, o si es buena por sí misma, si conlleva a un valor final deseable. Esto implica que si no está determinado el valor último, se pueden llegar a aceptar todas las costumbres y elaborar una filosofía de la prudencia, de forma que se actúe de conformidad a la moral de una época y de la sociedad. El bienestar, como fin último, ha servido para establecer pautas de conducta aunque éstas han variado a lo largo de las civilizaciones.

De entre todos los filósofos y corrientes filosóficas destacamos que para Platón la virtud última es la justicia, que nace de la relación armoniosa de las demás virtudes¹. Aristóteles, por su parte, consideró que la virtud era el término medio entre exceso e insuficiencia en un conjunto de buenos hábitos² y que ese concepto debía

ser flexible, debido a las diferencias entre las personas y a la existencia de otros condicionantes³.

Hay autores como Thomas Hobbes (*Leviatán*, 1651) o John Locke (*Tratados sobre el gobierno civil*, 1690) que consideran el papel del poder político para conseguir bienes para la sociedad. Respecto a qué bienes conseguir, todo el desarrollo filosófico desea dar respuesta a dicha cuestión. Para Baruch Spinoza (*Ética*, 1677), lo que desea una persona para ella misma es lo que desea para los demás. También se puede recordar que Emmanuel Kant en su *Fundamentación de la metafísica de las costumbres* (1785) considera que el principio moral último implica que una persona debe obrar cómo si su acción pudiera ser erigida en ley universal de la naturaleza. O que el utilitarismo de Jeremy Bentham, que fue extendido por James Mill y John Stuart Mill, considera que es el aumento de la felicidad de la comunidad el fin último, que pretende ser universal, disfrutado por el mayor número de personas.

Un comportamiento ético pretendería que la utilidad que proporciona el mercado fuera extendida al máximo número de participantes. No obstante, los comportamientos aceptables en el mercado pueden variar según las épocas y las circunstancias. Además, puede aceptarse cierta flexibilidad en el enjuiciamiento de las conductas a la vista de los condicionantes que afectan a las personas. Como veremos en los apartados siguientes la regulación del abuso de mercado se define teniendo en cuenta las prácticas aceptadas. También en la evaluación de posibles conductas abusivas se tienen en cuenta los condicionantes de los agentes que las han realizado y la situación del mercado en ese momento.

El principio de equidad horizontal dice que aquellos que en los aspectos relevantes son idénticos, deben ser

¹ La virtud del intelecto es la sabiduría, la de la voluntad el valor y la de las emociones el autocontrol. El orden armonioso propuesto por Platón colocaría al intelecto en primer lugar, seguido por la voluntad y, por último, por las emociones.

² Entre los que hay unos de la actividad mental, como el conocimiento, y otros de la emoción. *Ética a Nicómaco*, finales del siglo V a.C.

³ Según Platón (*El Político*), la equidad es un elemento necesario y complementario de las imperfectas generalizaciones de las normas. Según la *Ética* de Aristóteles, lo equitativo es superior a lo justo; lo equitativo es justo, pero no lo legalmente justo, sino una corrección de la justicia legal.

tratados de modo idéntico⁴. En un mercado se puede considerar que cualquier participante debe ser tratado de igual forma si lo relevante es precisamente su participación. Sin embargo, pueden existir opiniones diferentes, tanto respecto a qué aspectos definen la igualdad en lo relevante, como a en qué consiste ese igual tratamiento. Así, algunos pueden sostener que no hay identidad entre grandes participantes y participantes minoristas y que, por tanto, su trato no tiene por qué ser igual. Otros pueden sostener que los gestores de una empresa no tienen por qué ser tratados de igual forma que el resto de los participantes en el mercado. En los apartados siguientes se señalan las aportaciones de autores que han considerado legítimo el uso de una posición privilegiada en los mercados.

Ética y equidad inspiran las normas. Según el Código Civil⁵ español los derechos deben ejercitarse y cumplirse conforme a las exigencias de la buena fe. Ese principio se debe completar con lo que establece el Código de Comercio⁶, que hace referencia a los usos de comercio observados en cada plaza, que contribuyen a determinar si una conducta es correcta o no en cada lugar y momento.

Se debe exigir la buena fe, y se pueden juzgar los casos según el principio de equidad. La equidad sirve para interpretar las normas y para decidir en un sentido unitario en los casos controvertidos (Suarez Inclán, 2003). La equidad debe ponderarse en la aplicación de las normas. Su función es individualizadora sin que ello suponga eludir las ideas generales que constituyen las bases de la justicia. La naturaleza de lo equitativo es una corrección de la ley cuando ésta es defectuosa debido a su propia universalidad.

En este artículo se analiza el concepto de abuso de mercado (apartado dos), en su doble concepción: la manipulación de mercado (apartado tres) y el uso de información privilegiada (apartados cuatro y cinco). La postura de los reguladores sobre estas prácticas ha variado históricamente, desde autores que sostienen su justificación, hasta los que consideran inefectiva la regulación (apartado seis). No obstante, el principio de equidad inspira la regulación actual, dado que el funcionamiento del mercado depende de que las condiciones sean las mismas para todos los participantes. Así, se deben respetar ciertas normas de conducta (apartado siete) que señalan los aspectos básicos de un comportamiento equitativo y, en especial, las prácticas irregulares. La normativa europea sobre el abuso de mercado (apartado ocho) define las prácticas que se incluyen en este concepto, teniendo en cuenta que se deben considerar los usos de los mercados y de los agentes, y señala la importancia de las medidas preventivas para evitar que la actividad de las entidades genere ocasiones que faciliten las prácticas de abuso de mercado. El artículo concluye con un breve apartado de conclusiones (nueve).

2. El concepto de abuso de mercado

El término abuso de mercado engloba las conductas que distorsionan su integridad, su buen funcionamiento, que viene caracterizado por la participación de diversos agentes con igual información de forma que ninguno tenga un poder significativo de influir sobre el precio. El precio se forma por confluencia de numerosas posiciones de oferta y de demanda y la difusión de nueva información sobre el valor reajusta las posiciones compradoras y vendedoras de los agentes. Hay dos elementos claves que influyen sobre la integridad del mercado: la disponibilidad de la misma información por los participantes y el tamaño de sus posiciones.

Las directivas europeas engloban en el término «abuso de mercado» las conductas que implican una manipulación de precios y el uso de información privilegiada. Sin embargo, históricamente la legislación de ambos ti-

⁴ La comparabilidad interpersonal implica la hipótesis de que los individuos con unas mismas características observables tendrían el mismo nivel de bienestar. No obstante, los postulantes de la llamada «nueva economía del bienestar» sostienen que es imposible realizar comparaciones interpersonales de utilidad.

⁵ Artículo 7.1.

⁶ Artículo 2.

pos de conductas ha estado separada. Además, mientras que la manipulación era considerada una conducta ilícita, existía una mayor permisividad y justificación con el uso de la información privilegiada, que se consideraba en muchos casos inherente a la posición del accionista mayoritario.

Existe una relación entre la utilización de información privilegiada y la manipulación de precios. La utilización de información privilegiada implica en última instancia una manipulación de precios. Los que negocian en base a una información no pública (información privada) que han obtenido por su posición próxima a la fuente de la información (posición privilegiada; información privilegiada), lo hacen porque saben que el precio de mercado en un cierto momento no refleja el valor real del activo, que ellos sí conocen. Por lo tanto, su negociación está enviando señales erróneas al mercado en relación al precio correcto.

Además, puede que alguien que potencialmente pueda poseer información privilegiada saque provecho de este hecho haciéndose pasar por un participante iniciado⁷, aunque en realidad no posea tal información. Si el resto de participantes piensa que tiene mayor información, tomará por buenas las señales sobre el precio que el iniciado transmite, y adaptarán sus estrategias. Esta actuación del participante presuntamente iniciado supone una manipulación del precio. También puede ocurrir que un agente que potencialmente posea información privilegiada no negocie en contra de ella, sino que realice sus operaciones anticipándose al mercado, al ajuste esperado del precio. Esta actuación no implicaría una manipulación del precio en pureza, ya que no se induce en éste una trayectoria opuesta al ajuste económico⁸, aunque sí del ritmo de su ajuste.

En realidad, la manipulación puede ocurrir de diversas formas: puede que personas internas a la empresa

realicen actuaciones que influyen sobre el precio del valor (como distorsiones en la contabilidad); puede que se negocie con información privada, por lo tanto no dejando que el precio refleje la información completa; puede que se difundan información o rumores falsos que induzcan al grueso de los inversores a tomar iniciativas en cuanto a la negociación de activos, y puede que los agentes compren valores con una cierta cadencia o con un cierto volumen que provoquen elevaciones en el precio⁹, de forma que posteriormente se realicen ventas con beneficio.

La literatura, como se ha dicho, ha diferenciado el análisis del uso de la información privilegiada del de la manipulación de precios. En el primer caso, se consideran los posibles efectos negativos del uso de la información privilegiada sobre el gobierno de la empresa y sobre el mercado. Existen autores que sostienen que es mejor que no se regule; otros autores, sin embargo, abogan por su prohibición. En el caso de la manipulación de precios, la literatura teórica y empírica, considera las diversas formas a través de las cuales puede producirse. En ambos casos, información privilegiada y manipulación de precios, se intenta comprobar si el agente que realiza estas prácticas abusivas de mercado puede obtener ganancias sistemáticas, lo que refutaría la hipótesis de la eficiencia del mercado.

3. La posibilidad de manipular los precios de los activos

La posibilidad de que los mercados puedan ser manipulados es un tema importante para la eficiencia del mercado y, por tanto, para la regulación. Existe numerosa literatura sobre manipulación desde puntos de vista teórico y empírico. Parte de los estudios pretenden caracterizar la manipulación y examinar cuáles son los

⁷ El término «participante iniciado» se refiere al poseedor de información privilegiada y en el artículo se utilizan indistintamente uno u otro.

⁸ VAN BOMMEL (2003).

⁹ Podría ampliarse a la situación en que un agente vendiera activos, pero la evidencia y la teoría señalan que es más probable la manipulación a través de compras.

elementos que determinan o permiten que resulte una estrategia rentable. Otro grupo de estudios examinan la susceptibilidad de distintos mercados a ser manipulables (mercados de futuros financieros, en mercados de países determinados,...) o de situaciones específicas (ofertas públicas de compra,...). Por último, hay estudios sobre situaciones concretas (el *crac* bursátil de 1929, la actuación de Salomon Brothers en 1991, etcétera).

La manipulación de los precios de los activos es una cuestión que ha llamado siempre la atención de teóricos, agentes de mercado y políticos. Desde el inicio de la actividad de las bolsas, los agentes de mercado efectuaron prácticas dudosas, como actuaciones concertadas o difusión de rumores falsos¹⁰. Aunque en algunos países la manipulación era ilegal, muchas fortunas hechas en los siglos XVIII y XIX deben el éxito a su práctica. El *crac* bursátil de 1929 llevó a plantear la cuestión de la manipulación, ya que muchos pensaron que los rumores y ventas concertadas que tuvieron lugar entonces contribuyeron a aumentar su magnitud. En la investigación realizada por el Comité del Senado en Banca y Moneda de Estados Unidos se puso de manifiesto que era común la práctica de comprar un valor, difundir un rumor y luego venderlo con beneficio. El resultado fue la prohibición de esta práctica en la Securities Exchange Act de 1934¹¹. Esta ley divide la manipulación en dos categorías. La primera es la manipulación basada en actuaciones que modifican el valor actual o percibido de los valores. El segundo tipo es la manipulación basada en la información; es decir mediante la difusión de información o rumores falsos. Para evitar o dificultar la manipulación, la ley prohibió las ventas en corto de acciones de la propia empresa por

sus gestores, se obligó a la difusión de información sobre las empresas de forma regular y se declararon ilegales las prácticas manipulativas. Se puede afirmar que la ley ha tenido éxito en erradicar dichas prácticas en los mercados americanos y ha servido de referencia la regulación sobre el tema en los demás países.

Todo tipo de manipulación sobre el mercado implica una inducción al grueso de los agentes que participan en el mismo a realizar operaciones en base a una pretendida nueva información sobre el valor. Esa nueva información puede aparecer por diversos canales. En primer lugar, puede ser difundida explícitamente mediante noticias o rumores falsos, aparecidos en periódicos o, en la actualidad, en sitios de Internet¹². En segundo lugar, puede deducirse de ciertas operaciones planeadas específicamente con ese fin. Estas operaciones pueden basar su éxito en dos posibles grupos de estrategias: el primer grupo de estrategias pretende aprovecharse de las reacciones del resto de los agentes a la operación planeada y por tanto se basa en la capacidad del inductor de no ser identificado; el segundo grupo de estrategias pretende que los demás agentes sigan las operaciones del inductor que pretende, por tanto, ser percibido como un participante informado.

Los agentes de mercado que *a priori* pueden ser potenciales manipuladores abarca a los miembros del consejo y directivos de las empresas, a los accionistas significativos, a los participantes en operaciones corporativas como pueden ser los aseguradores de emisiones o asesores, y también a los agentes con presencia activa en el mercado como los creadores de mercado o los *brokers*. En todos los casos se puede suponer una proximidad a las fuentes de información que hace interesante observar sus operaciones.

Dentro de las operaciones explícitas con encubrimiento del planificador o del actor, cabe englobar tanto

¹⁰ En los inicios de la Bolsa de Ámsterdam era común la práctica entre los *brokers* de ponerse de acuerdo y vender, de forma que los inversores minoristas se asustaban y también vendían provocando el hundimiento del precio y permitiendo comprar barato posteriormente. Durante las guerras napoleónicas se difunden rumores falsos sobre las mismas en los periódicos para influir los precios de los bonos y las acciones de la Bolsa de Londres.

¹¹ Esta ley junto con la Securities Act de 1933 constituyen el esqueleto de la regulación de valores norteamericana y han servido de referencia para las regulaciones de los demás países.

¹² Internet ha incrementado mucho las posibilidades de esta estrategia a través de noticiarios que recogen rumores, o simplemente a través de foros y *chats*.

la distorsión de la contabilidad de la empresa, como operaciones de mercado en las cuales se puede aprovechar una posición dominante en la negociación por la capacidad de ejercer una influencia directa en la oferta o en la demanda¹³, por tener una posición estratégica en el conocimiento del flujo de órdenes que componen la oferta o la demanda¹⁴, o por realizar actuaciones encaminadas a distorsionar la percepción de los agentes respecto a la oferta o demanda¹⁵. En el caso de las operaciones con identificación del inductor, se pueden realizar mediante operaciones grandes, en las cuales el sujeto es percibido como un participante informado¹⁶, o mediante compras sucesivas de valores que induzcan la impresión de una demanda creciente¹⁷. Esta categoría de manipulación basada en la negociación es difícil de ser erradicada mediante regulación

La posibilidad de que los mercados de valores sean manipulados supone un deterioro de su eficiencia ya que se empeora la transparencia informativa de los precios. Todas esas acciones pretenden que los precios a los que se intercambian instrumentos financieros no reflejen la realidad del valor de los mismos. Los precios de los activos reflejan factores como información sobre el subyacente, los inventarios mantenidos por los agentes, los costes de transacción y la aversión al riesgo de los participantes. La manipulación de precios tiene lugar cuando se producen acciones que cambian las percepciones de los participantes en el mercado sobre la información, sobre el subyacente o sobre las posiciones, o cuando un sujeto se aprovecha de la información que

posee (información privilegiada) o de su inventario (posiciones dominantes).

La manipulación es posible porque en el mercado existen agentes que se pueden caracterizar como «buscadores de información». Aunque en realidad todo participante en el mercado se encuentre de forma continua procesando nueva información, se puede aceptar la simplificación de que una parte de los agentes opera en base a la nueva información mientras que otros participantes tienen otros motivos para operar, por ejemplo necesidad de liquidez u otros motivos particulares (manipuladores). Los buscadores de información procesan la información procedente de noticias, estados financieros... (que reflejan el valor real del subyacente; en el caso de acciones, de las empresas) y también observan las posiciones de inventario de los agentes del mercado. Las posiciones de inventario se encuentran relacionadas con la información privada sobre el valor real de un activo. Dado que se piensa que los negociadores iniciados prefieren negociar en grandes cantidades, cuanto mayor sea la posición, mayor es la probabilidad de que trate de alguien con información privada y por tanto se modificaría la percepción sobre el activo.

Si los mercados fueran perfectos y los agentes racionales, la nueva información sobre los activos se incorporaría de forma inmediata al precio y los manipuladores no tendrían oportunidad de obtener un beneficio de su actuación. Sin embargo, la actividad de mercado tiene una dinámica que introduce costes y distorsiones en ese ajuste, permitiendo que existan estrategias manipuladoras con éxito. Los autores se han fijado especialmente en tres factores: la iliquidez del mercado, la reputación de la contraparte como presunto portador de información privilegiada (iniciado) y la generación de expectativas.

Los valores más ilíquidos son los más vulnerables a ser manipulados. Por una parte, existe una mayor dispersión en las estimaciones de mercado sobre el valor del activo. Es decir, en los mercados poco líquidos hay menos contenido informativo en la negociación, por lo

¹³ Actuaciones tipo *squeezes* y *corners*, donde se actúa como monopolista o monopsonista.

¹⁴ Por ejemplo, el *front running*, o adelantarse al flujo de órdenes de los clientes.

¹⁵ Por ejemplo generando operaciones ficticias, donde no cambia el titular, o realizando un aparcamiento de órdenes en un tercero.

¹⁶ Las ventas de bloques (*block trades*) tienen en sí mismos contenido informativo. Pueden además tener información privada. En realidad puede ser una cuestión difícil que el mercado se convenza de que no es así. Una prueba para ello podría ser el que las ventas de bloques siguieran programas establecidos.

¹⁷ Como se explica posteriormente es más fácil la manipulación vía compras que vía ventas.

que la información externa tiene un gran impacto¹⁸. Sin embargo, Aggarwal y Wu (2003) demuestran que si su precio es objeto de manipulación, en ese período la liquidez del valor aumenta y también se incrementa su volatilidad, lo cual implicaría que esa estrategia habría tenido éxito al haber conseguido atraer hacia la negociación del valor a nuevos participantes.

Aggarwal y Wu (2003) analizan la confluencia en el mercado de buscadores activos de información y de manipuladores. Es la existencia de buscadores de información lo que favorece la presencia de manipuladores: los primeros compiten por información, lo que maximiza el beneficio de los segundos y estimula su entrada. Además, los rendimientos de la manipulación son superiores cuando hay mayor dispersión en la estimación del valor de la empresa, situación en la cual hay más buscadores de información. Por otra parte, estos autores también encuentran evidencia de que los precios aumentan en el período manipulativo y descienden con posterioridad. Los buscadores de información son los que están dispuestos a comprar valores, de forma que contribuyen al alza de precios; posteriormente los agentes que precisan liquidez son los que fuerzan las ventas. En una situación sin manipuladores, los buscadores de información mejoran la eficiencia del mercado, situando el precio del valor en el nivel coherente con la información pero si existen manipuladores, los buscadores de información no juegan ese papel. Los manipuladores hacen que la presencia de los buscadores de información sea incluso contraproducente. Esto implica la necesidad de que exista una regulación que desincentive la manipulación a la vez que estimule la competencia por la información.

Los buscadores de información analizan, entre otros elementos, la reputación de las contrapartes y su posible información o las posiciones que lleven al mercado¹⁹. Los

manipuladores juegan, como se ha dicho antes, a provocar una respuesta en el resto de los agentes, especialmente en los buscadores de información. Muchas estrategias dependen de que los buscadores de información se apunten a una negociación que parezca ser motivada por una nueva información de algún participante iniciado. Hay ciertas operaciones que se consideran más probables de ser realizadas por participantes iniciados, como es el caso de las operaciones grandes; también se considera que las compras de activos tienen mayor probabilidad de responder a actuaciones de los iniciados que las ventas.

Según Easley y O'Hara (1987) el tamaño de las posiciones a negociar es una información que se considera y que provoca reacciones en el precio de los valores. En primer lugar, la posibilidad de que la contraparte sea un inversor iniciado introduce un *spread* entre los precios de compra y de venta para compensar por ese riesgo. Por otra parte, las grandes operaciones inducen la sospecha de que pueden contener información privilegiada. Estos autores estudian el contenido de la información en la relación entre precio de un activo y el tamaño de las operaciones. Según ellos, aunque dependiendo de las condiciones de mercado (amplitud y profundidad), los iniciados pueden elegir negociar sólo en grandes cuantías. En este caso los precios de negociación de cantidades pequeñas no resultarían afectados. Incluso si los iniciados decidieran negociar no sólo grandes cuantías sino también pequeñas, la percepción del resto de los agentes haría que los *spreads* fueran diferentes según las cantidades a negociar, y los volúmenes grandes se ejecutarían a peores precios. Es decir, la manipulación afectaría especialmente a los precios de los grandes bloques negociados.

Jarrow (1992) señala que las compras realizadas por los negociadores de cantidades importantes (posibles manipuladores) generan expectativas de que el

¹⁸ Por otra parte, es más fácil esconder las estrategias manipulativas en los mercados con más liquidez y mayor volatilidad.

¹⁹ Por ejemplo, respecto a la información basada en la difusión de información, VAN BOMMEL (2003) demuestra que un agente

potencialmente informado puede beneficiarse de la situación precisamente aparentando que tiene información aun cuando no sea así.

precio de equilibrio en el futuro va a ser mayor. Es decir, la posible reputación del comprador y la información que su actividad disemina en el mercado, permitiría que la estrategia manipulativa se resolviera con beneficio.

Por otro lado, los operadores con capacidad de realizar grandes operaciones tienen mayor posibilidad de actuar de forma manipuladora (Kyle, 1989). Los agentes informados tienen en cuenta explícitamente el efecto que sus operaciones tienen sobre el precio y si tienen un tamaño grande es más fácil que puedan llevar a cabo la estrategia adecuada para conseguir el efecto deseado. Un participante pequeño sólo podría ejercer una influencia marginal sobre el precio. Esto se ajusta a la evidencia de que los agentes mejor informados tienen un tamaño grande. Así las condiciones de mercado serían de competencia imperfecta y los agentes informados se comportarían como oligopolios. Por otro lado, el beneficio de su posición les proporciona incentivos para buscar información costosa²⁰.

Existen más casos de intentos de manipulación del mercado mediante compras y subidas de precios que mediante ventas²¹. El que manipula comprando valores, pretende que el precio suba para que una vez situado en un nivel elevado, venderlos y beneficiarse del mismo (Allen y Gorton, 1992). Sin embargo, esta estrategia puede no tener éxito si los precios se ajustan en el proceso de venta. Para que esta estrategia tenga éxito debe resultar incierto si el que está comprando tiene buena información sobre las perspectivas de la empresa, aunque simplemente la generalización de la estrategia de compra ya la hace posible.

²⁰ El problema es que los mercados terminen reduciendo su liquidez de forma que los oligopolistas acaben por no tener beneficios, debido a que no sea rentable comprar.

²¹ ALLEN y GORTON (1992) señalan que la asimetría en la liquidez en las compras respecto a las ventas provoca una asimetría en la respuesta de los precios. Las ventas suelen tener mayor liquidez y por tanto menos contenido informativo que las compras. Por lo tanto los precios se mueven más en las compras y menos en las ventas con lo que el manipulador se beneficia.

Existe una amplia literatura sobre la fijación del precio de los activos cuando participan en el mercado agentes informados y agentes no informados. En especial, hay dos modelos que se han utilizado profusamente: el de Glosten y Milgrom (1985) y el de Kyle (1985). En ambos se considera que los agentes participan por distintos motivos. Esos modelos consideran que, en principio, los agentes tienen un comportamiento simétrico; es decir, tienen igual probabilidad de efectuar ventas que compras. Sin embargo, la decisión de comprar un valor tiene más grados de libertad, lo que minimiza el riesgo de que el que compra esté negociando con alguien que tenga mayor información que él. Las ventas de activos pueden estar inducidas por la necesidad de obtener liquidez, lo que implica que es menos probable que el agente que las hace tenga información.

Allen y Gorton (1992) introducen esa asimetría en el comportamiento de los agentes, lo que lleva a su vez a una asimetría en la respuesta del precio. Por lo tanto, en respuesta a una venta, el precio de compra se mueve menos que el precio de venta en respuesta a una compra. Esta asimetría en las elasticidades de precio crea oportunidades para que se produzcan manipulaciones de precios con resultado beneficioso. Un manipulador puede comprar repetidamente un valor, provocando alzas en los precios y luego venderlo, con un efecto en precios reducido.

Otro supuesto en los modelos de Glosten y Milgrom (1985) y Kyle (1985) es que los compradores y vendedores tienen igual probabilidad de tener información, pero hay restricciones en la operativa de mercado (como las ventas en corto) que hacen más fácil explotar las buenas noticias que las malas, con lo cual es más probable que haya agentes informados comprando. Esto provoca distintas respuestas en los precios y también produce oportunidades para la manipulación.

La secuencia de la negociación también tiene contenido informativo. Así, puede existir manipulación basada en la negociación. Tiene lugar cuando un agente intenta manipular un precio simplemente comprando el valor y luego vendiéndolo, sin realizar ninguna actua-

ción ajena y sin difundir información. En principio parece que la hipótesis de mercados eficientes hace que esta forma de manipulación sea teóricamente imposible, ya que sería esperable que las compras elevaran los precios y las ventas los deprimieran, de forma que dicha actuación no proporcionara ningún beneficio. Sin embargo, hay autores como Jarrow (1992) que afirman que esta actuación puede tener resultados positivos si se genera un *momentum* en el precio; es decir si los aumentos en el precio provocados por las compras, provocan un aumento en los precios futuros. Allen y Gale (1992) consideran que esta forma de manipulación es posible si hay información incompleta. Los inversores tienen incertidumbre sobre si el agente que está comprando lo hace porque sabe que está infravalorado o porque intenta manipular el mercado. La primera posibilidad hace que el resto de los inversores copien su actuación, de forma que se consigue el efecto de subir el precio y resulta en una manipulación exitosa. Este tipo de manipulación es difícil de prohibir porque es difícil de identificar el propósito de una actuación que se realiza en términos de mercado.

4. La información privilegiada y la eficiencia del mercado

Las teorías sobre información privilegiada se pueden dividir entre teorías del mercado y teorías de la agencia. Las teorías de mercado señalan los efectos externos de la información privilegiada sobre la liquidez o sobre el contenido informativo de los precios.

Existen autores que consideran que el uso de información privilegiada constituye un mecanismo que garantiza su difusión generalizada en el mercado de forma natural. Es decir, cuando se realizan operaciones con información privilegiada, los precios se ajustan rápidamente, de forma que se consigue el efecto deseado de difusión de la información (Carlton y Fischel, 1983). Este mecanismo no tiene que soportar costes formales, como la obligatoriedad de la difusión de información en ciertos formatos materiales y de plazos. Tampoco tiene

necesidad de cumplir requisitos como ser información completa, clara y veraz; de forma que se pudiera ser sancionado si no es así.

Sin embargo, en contra de este argumento existen otras razones que aconsejan su regulación. La primera, es que precisamente la posibilidad del uso de la información privilegiada es lo que desincentiva su difusión al mercado de forma rápida y adecuada (Kraakman, 1991). Una segunda razón en contra del argumento de Carlton y Fischel es que es difícil que el público en general descubra a los iniciados, con lo cual no se produciría el efecto de que sus operaciones transmitan información al mercado ya que resultarían indistinguibles. Es más, parece lógico que los iniciados traten de disimular sus transacciones, bien parcelándolas bien transmitiéndolas a través de terceros. Es difícil pensar que haya ventajas en la transmisión de información mediante su uso por iniciados en lugar de mediante mecanismos ortodoxos. Hay que considerar que las reglas sobre información privilegiada son complementarias de las de información obligatoria (Shin, 1996; Baiman y Verrechia, 1996).

Como se ha explicado en el apartado anterior, la presencia en el mercado de agentes sobre los que existe la sospecha de que disponen de información privilegiada pueden terminar provocando la inhibición del resto de los agentes.

El posible beneficio por el uso de información privilegiada nace de la asimetría informativa entre iniciados y desinformados. Un iniciado compra a un precio menor que el valor real y vende por encima. La diferencia entre el precio al que transacciona y el valor real es una prima por su información superior. Simétricamente, esa prima supone un coste para los participantes menos informados. Por lo tanto, los costes de la información privilegiada terminan reduciendo la liquidez del mercado. En condiciones extremas, los inversores no informados se retirarán del mercado (Kraakman, 1991; Georgakopoulos, 1993). La consecuencia final es que aumentan los costes de negociación y se dificulta la obtención de financiación mediante el uso de los mercados de capitales.

Esto llevaría a la conclusión de que se debe prohibir la negociación utilizando información privilegiada o no pública.

Puede contra argumentarse que el hecho de que los inversores no informados participen en el mercado implica que no se ven negativamente afectados por la presencia de iniciados. Es más, puede que los no informados se decidan a participar con presencia de inversores iniciados porque confían más en el contenido informativo de los precios. Esto querría decir que el beneficio de contar con un precio adecuado supera los costes de negociar frente a iniciados. Además, en todo caso los *brokers*, o grandes intermediarios, actúan con mayor información que los iniciados y este hecho no se puede evitar. La regulación prohibiendo el uso de información privilegiada supondría una redistribución de la prima de información desde los iniciados hacia los *brokers*, con lo cual no se reduciría el coste de la asimetría informativa (Haddock y Macey, 1986b y 1987).

Sin embargo, se puede señalar que la prohibición de la información privilegiada reduciría la capacidad de los iniciados y aumentaría la competencia entre los participantes con información (que ya no se trataría como un bien monopolístico), con lo cual se reduciría su coste sin pérdida de contenido informativo en los precios (Georgakopoulos, 1993).

Por otro lado, hay algún autor que piensa que si la información privilegiada redujera la liquidez, la propia empresa la prohibiría porque ello va en contra de sus intereses (Haddock y Macey, 1986). Pero también se puede pensar que la liquidez es un bien público y como tal la empresa produce una menor cuantía que lo demandado. Las empresas no tienen incentivos en su producción, por lo cual la liquidez y el buen funcionamiento de los mercados deben contar con una regulación adecuada (Georgakopoulos, 1993).

En consecuencia, parece que la simetría informativa entre los participantes afecta positivamente al contenido informativo de los precios, aumenta la competencia entre los participantes y mejora la liquidez del mercado.

5. La información privilegiada y los problemas de agencia

Las teorías de agencia analizan el efecto del uso de información privilegiada sobre la eficiencia de la empresa y su valor. Se juzga el fenómeno de la información privilegiada desde la óptica del conflicto gestores-accionistas.

Existen algunos autores que sostienen que el uso de información privilegiada por los iniciados no se debe prohibir porque tiene efectos positivos tanto para la gestión de la empresa como para las relaciones entre los gestores y los accionistas.

La negociación realizada por un iniciado podría reducir los costes de agencia. Los accionistas tienen un problema de selección adversa puesto que, como no conocen de antemano la calidad de los gestores, no pueden discriminar su salario y, ante la posibilidad de compensar a gestores deshonestos, eligen pagar unos salarios medios, lo que en definitiva termina desincentivando a los buenos gestores que se encuentran infrapagados y permanecen los deshonestos. La cuestión es difícil de resolver de forma privada porque los accionistas no disponen de mecanismos de supervisión y exigencia adecuados.

La posibilidad de usar la información privada de la empresa podría ser considerada parte de la compensación del cargo. Esto facilitaría la determinación de la remuneración sin necesidad de renegociar contratos fijados de antemano y también constituiría un estímulo para el empresario innovador.

Así, para Carlton y Fischel (1983) la negociación con información privilegiada reduce los costes de agencia. En las empresas es difícil expulsar a los gestores que no produzcan buenos resultados en términos de ventas y de ingresos. Por lo tanto es difícil diseñar contratos y fijar compensaciones *ex ante*, lo que hace necesario realizar revisiones *ex post*, teniendo en cuenta el esfuerzo y el output observado, y renegociar las remuneraciones. Sin embargo, la posibilidad de usar la información privilegiada recibida por la naturaleza del cargo es una

forma de compensación continuada sin necesidad de costes de renegociación.

Para Manne (1966) la negociación de los iniciados sería una forma de compensar a los empresarios que realmente fueran emprendedores. Es difícil identificar de antemano a aquellos gestores capaces de generar innovaciones que sean productivas para la empresa. Hay una indeterminación *a priori* de los resultados y hasta que no se han llevado a cabo no puede predecirse la innovación su valor. Por lo tanto, es difícil contratar la capacidad de innovación y fijar una remuneración adecuada. Permitir la utilización de información privilegiada en beneficio propio supone una forma de remuneración. La innovación genera información nueva y el primero en adquirir este conocimiento es quien ha sido su artífice. Así, el gestor emprendedor puede comprar acciones de su propia empresa antes de que se haya difundido la innovación, o puede vender dicha información a un tercero. El uso de la información privilegiada crearía vínculo entre compensación e innovación.

Sin embargo, el punto crucial es determinar si la negociación de los iniciados produce beneficios a los accionistas o si es un beneficio privado de control que se apropian los gestores a expensas de los accionistas.

Hay autores que enfatizan la apropiación de renta que permite la utilización de información privilegiada. Kraakman (1991) y Klock (1994) consideran que el uso de información privilegiada incrementa los costes de agencia. El uso de información privilegiada puede provocar que los gestores modifiquen el precio de las acciones de una empresa y su valor, de forma que se distorsionen los esquemas de compensación basados en los resultados establecidos previamente. La conclusión es que los accionistas deberán seguir controlando a los gestores, de forma que se anularían los potenciales ahorros de costes de los contratos. Además, el uso de información privilegiada puede facilitar que se beneficien otros por su conocimiento fortuito, de forma que incluso se anularía el estímulo que supondría para los posibles emprendedores (Cox, 1996).

Otro posible efecto negativo de permitir el uso de la información privilegiada es que los gestores pueden estar dispuestos a realizar actividades de riesgo excesivo para obtener provecho propio (Klock, 1994; Kraakman, 1991). La utilización de la información privilegiada implica que los gestores podrían beneficiarse tanto de las buenas como de las malas noticias, de forma que no tendrían incentivos para trabajar en maximizar el valor de la empresa. Incluso podrían realizar estrategias desestabilizadoras con el fin de aprovecharse de las mismas; entre esas estrategias se pueden encontrar la manipulación o distorsión de la información sobre la situación de la empresa o el retraso de la comunicación pública de dicha información.

6. La regulación de la información privilegiada

La regulación de la información privilegiada ha sido objeto de un largo debate. Por una parte se ha tenido en cuenta si el uso de la información privilegiada (Manne, 1966) mejora la eficiencia económica del mercado, ya que en ese caso no debiera ser prohibida. Por otra parte, como se ha visto en el apartado anterior, existen opiniones a favor de la legalidad del uso de la información privilegiada ya que podría ser considerada parte de la remuneración de los gestores de la empresa.

La postura opuesta sostiene su ilegalidad aunque no se hayan producido consecuencias perturbadoras aparentes para la empresa o para el mercado. Prohibir el uso de información privilegiada genera externalidades positivas, como una mayor liquidez en los mercados, una mayor concurrencia de participantes y una mejor formación de precios. También puede reducir los problemas de agencia de forma indirecta si mejora el gobierno de las empresas al hacerse obligatoria la difusión de información relevante, y si se facilita el control de los gestores a través de unos mercados más líquidos. De forma simétrica, hay menores incentivos de control empresarial si los mercados no son líquidos y los precios no están bien formados. Beny (2004) encuentra que los países con leyes más exigentes sobre información privile-

giada tienen un accionariado más disperso, unos mercados más líquidos y unos precios con mayor contenido informativo²².

Además, en ausencia de regulación sobre el uso de información privilegiada, los grandes accionistas se pueden comportar como los gestores y en contra de los intereses de los pequeños accionistas (Maug, 2002). Según Maug, el sistema de gobierno corporativo que maximiza el valor de la empresa se consigue con una buena regulación que prohíba el uso de información privilegiada y que obligue a difundir información. La regulación impone obligaciones de difusión de información no sólo a los miembros de los consejos de administración sino también a los accionistas con una participación significativa, aunque los requisitos que obligan a los primeros son más estrictos. La regulación reduciría el interés de los iniciados (gestores y grandes accionistas) en utilizar información privilegiada para realizar ganancias de capital.

Sin embargo, hay autores que opinan que incluir en las regulaciones sobre información privilegiada a los grandes accionistas desincentiva su participación en el gobierno de la empresa²³. Además, es posible que los grandes accionistas tengan menos interés en realizar ganancias en base al uso de información privilegiada. Shleifer y Vishny (1986) opinan que los grandes inversores prefieren obtener dividendos (ya que tienen un compromiso a largo plazo con la empresa) en lugar de ganancias de capital (más acorde con una presencia temporal) y ello les hace adecuados para llevar a cabo la supervisión de la gestión de la empresa. Sin embargo, si los accionistas grandes no participan en el gobierno de

la empresa éste quedará bajo la responsabilidad de pequeños accionistas cuya capacidad de acción colectiva puede ser escasa.

Adicionalmente se ha discutido la moralidad del uso de información privilegiada; en si es justo, en especial para los inversores no iniciados (Shotland, 1967). Aunque no hubiera distorsiones en el mercado ni se crearan mayores dificultades en el control de los gestores de la empresa, el uso de información privilegiada por iniciados implica una redistribución del bienestar. La primera normativa prohibiendo el uso de información privilegiada es la Securities Exchange Act de 1934; en ella se señala la importancia de que exista un marco de juego adecuado (*level playing field*). Si se utiliza información privilegiada, los mercados no son justos para los inversores no iniciados, que operan con desventaja informativa.

En presencia o en sospecha de la existencia de participantes con información privilegiada los inversores minoristas pierden la confianza y se apartan del mercado. En consecuencia, la liquidez del mercado disminuye y los costes asociados con la negociación aumentan. Los precios de los activos se elevarán por la prima de iliquidez. Es decir, no sólo se alejarán los inversores sino que las empresas tendrán un mayor coste de financiación. La regulación prohibiendo el uso de la información privilegiada disipa la desconfianza de los inversores, de forma que éstos participan en el mercado. De forma escéptica se puede argumentar que la regulación genera la confianza de que no hay uso de información privilegiada, más que la certeza de ello. Lo que es importante es la percepción de los mercados por los inversores minoristas o no iniciados.

El resumen, tras todas las controversias subyace que parece conveniente regular el uso de la información privilegiada. Sin embargo, hay algún autor que sostiene que dicha regulación es ineficaz. Para Alexandre Padilla (2002) la regulación sobre la información privilegiada es inefectiva, en primer lugar, porque la información que se utiliza es intangible y por tanto es difícil localizar su origen y su difusión. En segundo lugar, porque es difícil identificar las transacciones realizadas en base a ella.

²² Sin embargo, esa disgregación de la concentración de los accionistas dificulta las OPA, que también constituyen un mecanismo de control corporativo.

²³ Los miembros del consejo suelen tener limitaciones operativas adicionales que pueden desincentivar a grandes accionistas a participar en el consejo de la empresa, contribuyendo a la supervisión de los gestores. Hay que resaltar que hay grandes accionistas que desean o que deben mantener su capacidad de reacción ante la información de la empresa, como es el caso de los fondos de inversión.

Puede ser difícil conocer la fuente de la información y puede que la red por la que circule la información sea compleja. Además, en el proceso de su difusión la información puede distorsionarse, con lo cual aunque se detectara la negociación basada en información privilegiada sería difícil identificar la exacta naturaleza de la misma. También es difícil detectar cuando se está utilizando información privilegiada en la negociación en el mercado. Los reguladores se basan en pruebas tangibles e intangibles, entre las que se encuentra la evidencia circunstancial. Muy frecuentemente un mecanismo de evidencia es el volumen negociado en relación al patrón usual para un activo determinado o el momento de haberse realizado la transacción. Según Spiegel y Subrahmanyam (1995) las personas iniciadas con la información más precisa son las más difíciles de identificar debido a que son capaces de adaptar sus estrategias a las condiciones de los mercados financieros²⁴. Una última consideración, se refiere a que el que utiliza la información privilegiada siempre necesita prever la reacción que tendrá el mercado ante su actuación; si esta estimación resulta equivocada, la estrategia no daría resultado, y aunque se hubiera cometido una ilegalidad, ésta no habría producido beneficios al infractor ni el regulador percibiría señales del mercado.

7. Los códigos de conducta: códigos de entidades, códigos de mercados

La regulación de los mercados de valores²⁵ en los países desarrollados suele recoger criterios sobre comportamientos adecuados, además de preceptos taxativos. Así, para poder obtener autorización para ofrecer servicios de inversión, una persona debe ser considera-

da idónea²⁶, criterio que suele abarcar no sólo una capacitación profesional sino también una adecuación ética, por lo que las personas con antecedentes de infracciones o delitos o, en todo caso, sancionadas, pueden ver denegada su solicitud. En el caso de las sociedades, estos requisitos se suelen exigir respecto a los promotores o a los gestores.

Además a las empresas que ofrecen servicios de inversión se les obliga a cumplir unos requisitos en sus relaciones con sus clientes. Estos requisitos pueden estar recogidos en un código general de principios para todas las entidades, o se puede exigir que cada entidad adopte un código particular, en forma de reglamento de conducta que debe ser conocido y aplicado por cada uno de sus empleados. Como se ha señalado, estos códigos o reglamentos, no sólo se refieren a las conductas de los empleados en el marco de la empresa, sino a las conductas respecto a los clientes; en especial respecto a los inversores minoristas.

La atención a los inversores minoristas por el regulador se justifica por su menor conocimiento de cuestiones relacionadas con las finanzas y por tanto por una cierta desprotección. La presencia de inversores minoristas se considera un elemento esencial para la liquidez y profundidad de los mercados, por lo que su protección se considera un elemento clave en la regulación.

Las relaciones entre las empresas de servicios de inversión y los clientes inversores se reflejan en los contratos pertinentes. No obstante, un pequeño inversor tiene menos conocimiento para analizar los términos del contrato, y menos capacidad de supervisión de su cumplimiento que un inversor mayorista. Ambos elementos plantean el riesgo de que existan circunstancias o situaciones que se resuelvan con ventaja para la empresa y en perjuicio del cliente. Así, los conflictos de interés expresados por la teoría de la agencia (Jensen, Meckling, 1974) pueden tener lugar en este contexto. Se puede considerar, no obstante, que las empresas tienen pre-

²⁴ En este punto, hay que señalar que puede que la estrategia del iniciado sea no negociar, a la vista de la información privilegiada que posee. En este caso, aunque la actuación haya sido ilegal, es imposible de detectar al no dejar evidencia en el volumen o en el precio del valor.

²⁵ Lo que sigue se puede extender a la regulación bancaria o de seguros.

²⁶ *Fit and proper*.

sententes el valor de su credibilidad y de su reputación, lo que las haría mantener unos comportamientos éticos mínimos frente a sus clientes. Koford y Penno (1992) señalan que puede existir una penalización en la función de utilidad del agente (empresa de servicios de inversión) por un comportamiento no ético. En los contratos firmados entre el agente y el principal (cliente minorista) se especifica un estándar de ética. Si el agente proporciona un menor nivel de ética, experimentaría una desutilidad en su código ético personal. Esa desutilidad depende de su sensibilidad y puede ser cero en el caso de un comportamiento puramente oportunista por parte del agente (la empresa)²⁷.

En el caso de clientes mayoristas también se deben respetar unos principios de buen comportamiento; sin embargo, éstos tienen una mayor capacidad de seguimiento de la actividad de los intermediarios e incluso pueden intervenir en los mercados y negociar por ellos mismos.

Las normas de conducta de las empresas de servicios de inversión frente a sus clientes se refieren a las relaciones bilaterales con ellos. Suelen incluir elementos como el respeto al principio de velar por los intereses del cliente (conociendo sus necesidades y realizando las mejores recomendaciones), al principio de mejor ejecución de las órdenes del mismo (buscando de manera activa los mejores precios u otras condiciones de mercado, anonimato), y a la segregación clara de las posiciones del cliente respecto a las de la empresa (no pudiendo, por tanto, aprovecharse ni de forma temporal de las mismas).

Ejemplos de mal comportamiento de las empresas de servicios de inversión respecto a los clientes pueden incluir desde la colocación de valores poco rentables, con los que la empresa tenga otros compromisos, en la car-

tera de éstos, hasta aparcamientos temporales de valores, o la anticipación de órdenes de la empresa o de sus trabajadores a las del cliente, aprovechándose del efecto que las órdenes del cliente podrían tener sobre el mercado.

Además de tener una buena conducta respecto a los clientes, las empresas de servicios de inversión (en general todo el que opera en los mercados) deben respetar unas normas de conducta en el mercado. Éstas son pautas de comportamiento de los participantes en el mercado para mantener la integridad de éste; es decir, fundamentalmente para que los precios se formen correctamente y lleven a cabo de manera adecuada su función de asignación de recursos. Un mal comportamiento de una entidad en el mercado no se tiene por qué corresponder con un daño específico a otro participante sino, simplemente, con una violación de las reglas del juego. El buen funcionamiento del mercado es un bien público porque, aunque toda la sociedad se beneficie del mismo, los incentivos a contribuir a él pueden ser insuficientes. Es más, existe la posibilidad de que un participante se beneficie por no respetar las reglas de juego mientras los demás se comportan de forma adecuada²⁸.

El buen funcionamiento de los mercados precisa que la información sobre los valores sea completa o, al menos, homogénea entre todos los participantes. Este requisito de equidad horizontal implica que todos los participantes pueden interactuar en igualdad de condiciones²⁹. Por lo tanto, debe garantizarse la universalidad de la nueva información sobre los valores y difundirse de forma inmediata.

La regulación de los mercados de valores en los países desarrollados incluye los principios que requiere un buen funcionamiento de los mercados. Puede que la regulación los recoja en forma de un código de mercados, pero seguramente los recoge especificando las infrac-

²⁷ STEVENS y THEVARAJAN (2003) desarrollan el mismo modelo e identifican las condiciones (de productividad de la empresa y de sensibilidad ética del agente) en las que los agentes pueden realizar mayor esfuerzo del especificado en el contrato mediante el pago de primas o incentivos.

²⁸ *Free riding*.

²⁹ En terminología anglosajona *level playing field*.

ciones a los mismos³⁰. Así, la regulación de valores clasifica las infracciones en dos tipologías, el uso de información privilegiada y la manipulación de precios, que en terminología actual se engloban en el concepto de «abuso de mercado».

Los códigos de los mercados pueden poner el énfasis en la perturbación que este tipo de prácticas provocan en su funcionamiento o pueden, también, resaltar la merma que suponen para la transparencia. El Código de Mercados de la regulación de la Financial Services Authority (FSA³¹) relaciona estas infracciones con la información que debe tener el mercado. Así, distingue tres tipos de comportamiento: i) mal uso de la información, ii) indicios falsos o engañosos y iii) distorsiones del mercado.

Implican un mal uso de la información los comportamientos que se basan en información no pública o privilegiada, que de conocerse sería considerada relevante por un participante habitual de los mercados. Este comportamiento deterioraría la confianza de los agentes en la capacidad del mercado para asegurar el acceso generalizado a la información³². La información es pública si se ha difundido por métodos aceptados, está contenida en registros abiertos al público y está disponible al público. El segundo tipo de conducta infractora implica que si se proporcionan señales falsas o engañosas sobre los precios o los volúmenes negociados, éstas variables dejan de tener contenido informativo fiable y no pueden ser utilizadas para tomar decisiones. Dentro de este segundo tipo se encontrarían las transacciones artificiales que alteran la percepción de la oferta o demanda, otros comportamientos que produzcan el aumento,

depresión o mantenimiento de la oferta o demanda, la generación o difusión de noticias o rumores directamente o por remisión a medios de comunicación, o la propagación de los mismos sin certificación de su veracidad. El último tipo de conductas sancionables que caracteriza la FSA son las que suponen una distorsión del mercado. Entre éstas se pueden considerar el posicionamiento del precio en niveles distorsionados, o las posiciones de dominio en la oferta, en la demanda o en el saldo de un activo, de forma que puede ejercerse una influencia significativa en el precio de un activo al que los demás tienen que negociar.

Hay que señalar que las prácticas consideradas infracciones pueden depender de los usos del mercado de que se trate, ya que en algunos mercados hay prácticas que son aceptadas aunque constituyen una interferencia en el proceso de libre formación de los precios (y constituirían un abuso de mercado). También, en el caso de la información que debe difundirse por ser relevante, las normas se refieren a que deben ser consideradas así por un participante habitual; es decir, con un cierto nivel de conocimientos y de experiencia. Este usuario esperaría que esa información que considera relevante fuera difundida en el mercado³³.

Por lo tanto, puede afirmarse que la regulación habitualmente defiende un punto medio entre la equidad y la eficiencia. Así, se permiten prácticas que no deterioren la operativa eficiente del mercado o dañen los intereses de los inversores y se prohíben los comportamientos que sean calificados de abusivos.

³⁰ Los organismos rectores de los mercados organizados deben expresar en sus reglamentos los principios que deben regir la negociación y las operaciones que están prohibidas.

³¹ Regulador financiero del Reino Unido, con competencias sobre los sectores bancario, de valores y seguros.

³² La norma británica considera que se puede hacer un mal uso de la información por acción como por inacción. Es decir, puede constituir un abuso de mercado el que una persona obligada a difundir una información no lo haga.

³³ Esta información comprende la que debe ser publicada según las normas, o la que es difundida habitualmente según anuncios públicos. La consideración de una información como relevante dependerá de circunstancias, como si es substancial, si es específica y precisa, es creíble (fiabilidad de la fuente y proximidad del emisor a la fuente), si es novedosa en relación con la información ya existente en el mercado. Si la información se refiere a acontecimientos futuros, debe analizarse si tienen una probabilidad elevada y su importancia si ocurren.

8. La regulación comunitaria y española del abuso de mercado

De acuerdo con las recomendaciones del llamado Informe Lamfalussy la regulación europea de valores se basa en cuatro niveles, siendo los dos primeros de naturaleza legislativa y los otros dos, supervisora. Los dos niveles de naturaleza legislativa comprenden medidas de dos categorías: las medidas de nivel uno son principios marco, con lo que las Directivas de ese nivel deben limitarse a principios de ámbito general; las normas de nivel dos, son medidas de aplicación. Las medidas de nivel uno deben ser aprobadas en codecisión por el Consejo y el Parlamento europeos. Las medidas de nivel dos son aprobadas por la Comisión europea ayudada por un Comité de Valores. El Informe Lamfalussy se aprobó en 2001 y ha servido de estímulo en el proceso formativo europeo. En especial se puede decir que ha contribuido a que se completara con éxito el Plan de Acción de Servicios Financieros, un compendio de medidas de naturaleza legislativa y regulatoria que constituyen el marco formativo sobre los mercados de valores.

La regulación europea sobre información privilegiada sigue el nuevo esquema Lamfalussy. Así se ha aprobado una Directiva de nivel uno, y tres Directivas y un Reglamento³⁴ de nivel dos que desarrollan determinados aspectos de la misma³⁵. La Directiva 2003/6, reemplaza a la precedente, que databa de 1989³⁶ aunque la completa, ya que esta última se limitaba a las operaciones

con información privilegiada y dejaba de lado las de manipulación del mercado.

La puesta en marcha de la Directiva 2003/6 proporcionará un régimen común en Europa sobre las prácticas abusivas de mercado. En primer lugar, se define lo que constituyen estas prácticas abusivas; es decir, el uso de información privilegiada y manipulación del mercado. En segundo lugar, se incluyen en la Directiva una serie de medidas preventivas para reducir la probabilidad de que se realicen esas prácticas abusivas. Estas medidas incluyen el tratamiento de la información privilegiada por los emisores y la forma de su difusión. Los emisores y sus asesores también tienen que elaborar listas de las personas que conocen la información privilegiada (iniciados). Los gestores y directores de las empresas tienen que comunicar sus transacciones con valores de su empresa, y ésta debe informar a los reguladores si tiene sospechas de transacciones contrarias a la normativa. Por otra parte, la Directiva también obliga a que los análisis sobre empresas o sobre valores revelen sus conflictos de interés. Por último, la Directiva señala dos actuaciones que exceptúa del régimen de abuso de mercado, la compra de autocartera y la estabilización tras las colocaciones.

No obstante, hay que señalar que para que exista un tratamiento homogéneo en la Unión Europea de las prácticas abusivas de mercado, se necesita aún avanzar en una aplicación similar de la normativa, y en unos procedimientos de supervisión, exigencia y sanción³⁷ que garanticen que una determinada práctica abusiva llevará a la misma respuesta supervisora independientemente de la jurisdicción en que se haya cometido la infracción.

A continuación, en el Recuadro 1 se comentan de forma detallada los puntos que desarrolla la Directiva, así como las normas de segundo nivel que desarrollan algunos puntos de la misma.

³⁴ La diferencia entre Directivas y Reglamentos es que éstos son de aplicación directa en cada país de la Unión Europea, mientras que las primeras necesitan transponerse a la legislación nacional.

³⁵ En este caso, pueden ser necesarias además orientaciones y medidas de desarrollo de las normas contenidas en la Directiva, que siempre deben respetar los principios de proporcionar coherencia en la aplicación de las normas por parte de las autoridades y garantizar una situación en igualdad de todos los participantes en los mercados de la Unión Europea.

³⁶ Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de normativas relativas a las operaciones con informaciones de información privilegiada.

³⁷ Niveles tres y cuatro de la propuesta de Lamfalussy.

RECUADRO 1

DIRECTIVAS SOBRE ABUSO DE MERCADO

PRIMER NIVEL	<p>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 del mercado).</p> <p>Reglamento 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.</p> <p>Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado.</p>
SEGUNDO NIVEL	<p>Directiva 2003/125/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses.</p> <p>Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004, a efectos de aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las 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.</p>

Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre información privilegiada y manipulación de precios (DAM³⁸)

La Directiva, en primer lugar, delimita el ámbito de aplicación y señala la capacidad que deben tener las autoridades regulatorias y supervisoras.

La Directiva se aplica a los instrumentos financieros admitidos a negociación en un Estado miembro, con independencia de si la operación se ha realizado en dicho mercado, fuera de él, o incluso en otro país³⁹. Todas las empresas y los individuos que participen en dichos mercados también se encuentran dentro del ámbito de la

DAM: es decir, desde casas de valores, bancos que actúen en valores, bolsas y otros mercados, hasta empresas cotizadas.

Los Estados miembros deben contar con autoridades competentes con capacidad suficiente de supervisión e inspección, de forma que puedan aplicar las medidas incluidas en la Directiva. Los Estados deben garantizar que, a parte de la capacidad de imponer sanciones penales, se pueden poner sanciones administrativas apropiadas por el incumplimiento de las disposiciones de la Directiva.

Para contar con un marco coherente de las prácticas abusivas de mercado, las autoridades competentes de los diferentes Estados miembros deben cooperar cuando sea necesario, intercambiando información y realizando actividades conjuntas de investigación. En el caso de que una autoridad no pueda llevar a cabo la colaboración solicitada por otra que esté investigando unos hechos constitutivos de abuso de mercado, debe comunicar las razones de esa denegación a la autoridad

³⁸ La DAM debe estar aplicada por todos los Estados miembros de la Unión Europea en octubre de 2004, aunque muchos de ellos la harán efectiva a lo largo de 2005. En España el régimen de abuso de mercado está transpuesto con la Ley financiera.

³⁹ También se aplica a instrumentos financieros no admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro, pero cuyo valor dependa de un instrumento financiero que sí lo esté.

que ha solicitado la cooperación. También deben ponerse en contacto las autoridades competentes en el caso de que una de ellas tuviera conocimiento de que se han producido actos constitutivos de abuso de mercado en el territorio del otro Estado o sobre instrumentos financieros negociados en un mercado regulado de ese otro Estado. Por último, la autoridad competente de un Estado miembro podrá pedir que una investigación sea realizada por la autoridad competente de otro Estado miembro en su territorio.

La Directiva se divide entre el tratamiento de la información privilegiada y el de la manipulación de mercado.

Información privilegiada

La DAM define la información privilegiada como una información concreta (sobre algún emisor y sobre algún valor) que no se ha hecho pública y que, de hacerse, influiría sobre la cotización de ese valor o de instrumentos derivados relacionados con ellos. En las medidas de nivel dos (Directiva 124) se detalla que esa información es la que un inversor razonable probablemente utilizaría en sus decisiones de inversión⁴⁰. También se considera privilegiada la información transmitida por un cliente sobre sus órdenes pendientes de valores, que de hacerse pública podría tener repercusiones sobre los precios de esos valores u otros relacionados con ellos.

Es decir, la DAM, en línea con la teoría comentada en el apartado tres, considera que tiene valor informativo no sólo información interna o privada de la empresa, sino también información sobre el mercado, que podría ser interesante por el volumen, por la secuencia o por el emisor.

Así, es importante señalar quiénes constituyen el grupo de poseedores potenciales de información privilegiada. A este respecto, la DAM señala que, en primer lugar,

es presumible que dispongan de información privilegiada los miembros de los órganos de administración gestión o control del emisor, los accionistas mayoritarios, los profesionales que asesoran en determinadas funciones o que prestan servicios a la empresa. Adicionalmente, por supuesto, una persona puede estar en posesión de información privilegiada debido a actividades delictivas.

Para los potenciales poseedores de información, la DAM señala algunas obligaciones de información. Las personas que ejercen responsabilidades de dirección en los emisores deben comunicar a la autoridad competente las operaciones realizadas por cuenta propia sobre los instrumentos sobre los que tienen información privilegiada. Esta obligación se extiende a las personas allegadas a los directivos. Por otro lado, la DAM señala la obligación de que se elaboren listas de personas que realmente tienen información privilegiada. Los emisores y sus asesores deben elaborar y mantener estas listas de personas que deben estar a disposición de la autoridad competente. Por supuesto, estas listas pueden modificarse, dando de alta o de baja a alguno de sus integrantes.

La primera obligación que conlleva la posesión de información privilegiada es la prohibición de su uso, lo que es seguido por la obligación de confidencialidad. Por último, el carácter de información privilegiada debe ser temporal, por lo que los emisores deben ser diligentes en hacerla pública.

Es decir, está prohibido utilizar dicha información para comprar o vender los instrumentos financieros a que se refiera dicha información. Tampoco se permite revelar dicha información a otras personas, a menos que se deba al ejercicio normal del trabajo, ni recomendar o inducir a otra persona a realizar alguna transacción sobre el instrumento financiero basándose en la citada información. Si se da la circunstancia de que se revela a un tercero la información privilegiada, en ese momento deberá procurarse que se difunda con generalidad al mercado. No obstante, no sería tan compulsiva la divulgación si los que la reciben tienen un deber de confiden-

⁴⁰ Esta definición es limitativa ya que puede considerarse que también es ilícito el uso de información relevante que no está al alcance de los inversores comunes.

cialidad (por norma legal, reglamentaria estatutaria o contractual).

Sin embargo, la DAM impone la obligación de que los emisores difundan cuanto antes la información privilegiada, entre otras vías a través de sus propias páginas *web*. Los emisores podrían solicitar el retraso de dicha publicación para proteger intereses legítimos del negocio; pero en ese caso deben garantizar que se mantiene la confidencialidad de la misma. Estas circunstancias se desarrollan en la Directiva 124.

Por último, la DAM también incluye en la regulación sobre información privilegiada a los analistas y a los periodistas. Así, establece que las personas que hagan análisis o los difundan, tanto sobre los emisores como sobre los instrumentos financieros, y las personas que recomienden inversiones al público, deben revelar sus conflictos de interés y deben presentar la información de forma adecuada, especificando fuentes y metodología utilizada.

Manipulación del mercado

La DAM señala que la manipulación del mercado comprende tres posibles actuaciones:

- i) Realización de transacciones u órdenes que distorsionen la percepción de la oferta o demanda reales o el precio del instrumento financiero, o que fijen éste en un nivel artificial.
- ii) Realización de transacciones que empleen dispositivos ficticios u otras formas de engaño.
- iii) Por último, se puede manipular el mercado mediante difusión o propagación de información (o de rumores) que pueda proporcionar indicios falsos o engañosos sobre los instrumentos financieros.

La Directiva proporciona ejemplos de actuaciones que se consideran prácticas manipulativas, como pueden ser:

- La actuación concertada de una o varias personas para asegurarse una posición dominante de un instrumento financiero, con el resultado de la fijación de las condiciones de la transacción en niveles distorsionados.

- Realización de transacciones en el momento de cierre, para inducir a error a los inversores que toman decisiones en base a los mismos.

- Difusión de opiniones sobre un instrumento financiero a través de un medio de comunicación, después de haber tomado posiciones en el mismo.

En las medidas de nivel dos (Directiva 124, y Reglamento 2273) se profundiza en los comportamientos que pueden constituir manipulación de mercado.

El único principio respecto a las prácticas de manipulación del mercado es su prohibición. No obstante, la DAM permite ciertas prácticas que se consideran aceptadas en algunos mercados siempre que se puedan argüir razones legítimas para esos comportamientos (se desarrolla en la Directiva 72).

La DAM señala que los operadores de mercado deben adoptar medidas estructurales para prevenir y detectar prácticas manipulativas. Además, las personas que sospechen que alguna operación puede constituir abuso de mercado deben informar a las autoridades competentes.

Normativa de segundo nivel

La DAM incluye una serie de mandatos para que se desarrollen en segundo nivel:

- Modalidades para una apropiada divulgación de la información privilegiada y para gestionar el retraso en dicha divulgación.
- Condiciones para elaborar las listas de iniciados.
- Categorías de personas que tienen obligación de comunicar sus transacciones.
- Modalidades para la presentación de los análisis y recomendaciones de estrategias de inversión y la revelación de conflictos de intereses.
- Modalidades de información a las autoridades de operaciones sospechosas.

Estas medidas de segundo nivel se desarrollan por la Comisión Europea con la participación de un Comité de Valores, compuesto por representantes gubernamentales, que actúa por delegación de los Estados miembros.

En la elaboración de las normas de segundo nivel la Comisión cuenta con el asesoramiento de un Comité de Reguladores, compuesto por las autoridades competentes en la regulación y supervisión de los mercados de valores⁴¹.

Reglamento 2273/2003

En este Reglamento se establecen las condiciones para que i) los programas de recompra de autocartera y ii) la estabilización queden exentos del régimen de abuso de mercado.

En particular, los programas de recompra de autocartera deben dedicarse a reducir el capital del emisor o a cumplir con obligaciones de conversión de deuda o con programas de opciones y asignación de acciones del emisor. Antes de empezar la negociación, debe informarse públicamente del programa de recompra, dando detalles de los contravalores máximos, del número máximo de acciones que vayan a adquirirse y del plazo por el que se haya autorizado el programa. Todas las operaciones del programa deberán ser informadas a la autoridad competente y también deben ser informadas al mercado en un plazo de siete días tras haberse realizado.

En relación con los precios, los programas de recompra no podrán realizarse a precios superiores a los del mercado (precio existente en el momento o precio último ofrecido). Para evitar distorsionar el mercado, el emisor no podrá comprar un volumen superior al 25 por 100 del volumen medio diario realizado en el mercado donde se haga la operación⁴². Existen otras restricciones a los programas de recompra como que, en general, no se pueden efectuar a la vez ventas de acciones propias, o que no pueden hacerse en aquellos períodos señalados como cerrados se-

gún la legislación del país, o cuando se haya autorizado el retraso de la divulgación de información pública.

La estabilización consiste en la compraventa de valores mobiliarios en el contexto de una distribución importante de valores, con el fin exclusivo de apoyar su precio en el mercado durante un tiempo determinado en el que pudiera producirse una presión de venta de esos valores. Para ser exceptuada de ser considerada una práctica abusiva de mercado, en primer lugar tiene que llevarse a cabo durante un período limitado, como mucho 30 días naturales, comenzando en el momento en que empieza la cotización de las ofertas iniciales, cuando se determine el precio en el caso de ofertas secundarias o cuando se informe públicamente de las condiciones de la oferta, en el caso de valores de renta fija.

Respecto al precio, la estabilización no puede en ningún caso realizarse por encima del precio de oferta de las acciones.

Los emisores que realicen estabilización informarán públicamente que puede producirse la misma (aunque no sea seguro que se produzca ni su duración), el posible comienzo y final del período en que pudiera producirse, el hecho de que el objetivo de la estabilización es apoyar el precio, el gestor de la estabilización y si existen (y por qué cuantía máxima) opciones de *greenshoe* o instrumentos de sobreasignación. Por otro lado, los emisores que realicen estabilización deberán notificar los detalles de la misma a la autoridad competente en un plazo de siete días tras su ejecución. Además, también en un plazo de una semana, debe informarse al público si se ha realizado la estabilización, cuándo comenzó y terminó, y la gama de precios a los que se ha actuado.

La estabilización secundaria es el ejercicio de sobreasignaciones en el contexto de una distribución significativa de valores. Se podrá realizar sólo en el período de suscripción de los valores y a su precio de venta. No podrán producirse posiciones superiores al 5 por 100 de la oferta original por una sobreasignación y la opción de *greenshoe* sólo podrá superar el 15 por 100 de la oferta original. El ejercicio de las opciones de *greenshoe* se comunicará públicamente lo más rápido posible.

⁴¹ En el caso español, la representación en el Comité de Valores recae en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y la del Comité de Reguladores en la CNMV.

⁴² Podrá ser superado, no obstante, en casos de extremada baja liquidez, aunque cumpliendo ciertas condiciones de volumen y de información.

Directiva 2003/124

En esta Directiva se señalan los elementos necesarios para la definición de información privilegiada: la naturaleza precisa de dicha información y el significado de su efecto potencial sobre los precios de los instrumentos financieros.

El primer elemento es que la información sea precisa, lo cual depende de si se indican i) circunstancias que pueden darse razonablemente o ii) hechos que también pueden esperarse que se produzcan, y de si iii) la información es específica y por tanto se puede suponer que se produciría un efecto sobre los precios.

También establece los criterios para la difusión de la información de forma que se garantice la igualdad de acceso del público y se eviten operaciones con información privilegiada. La difusión debe ser oportuna, rápida y sincronizada entre todas las categorías de inversores en todos los Estados miembros donde el emisor haya solicitado la admisión a cotización. La información debe divulgarse cuando se den una serie de circunstancias, aunque no sea todavía oficial.

Los Estados miembros se deben asegurar de que los emisores no combinen la difusión de información privilegiada al público con actividades de comercialización o marketing, de manera que resulte engañosa la primera. Por otra parte, si se hubiera producido algún cambio significativo en relación con información ya divulgada públicamente, debe publicarse la nueva información por el mismo canal o mecanismo.

Como se señalaba en la Directiva 2003/6/CE pueden existir circunstancias en las que sea conveniente para el emisor no difundir información privilegiada. Entre esas circunstancias se encuentran la existencia de negociaciones en curso (que puedan verse afectadas por la revelación de la información), especialmente si afectan a la viabilidad financiera de la empresa, o las decisiones que estén pendientes de la aprobación por un órgano del emisor. En esos casos los emisores deben salvaguardar la información, denegando su acceso a quien no deba tenerlo y resaltando las obliga-

ciones de confidencialidad de quien tenga acceso a la misma.

Por otro lado, la Directiva incluye una serie de señales que, sin poder ser consideradas en si mismas como manipulación del mercado, deben ser tenidas en cuenta. Así, se debe tener en cuenta en qué medida las órdenes dadas suponen una proporción significativa del volumen diario de operaciones del instrumento financiero de que se trate, si se concentran en un período corto de la sesión de negociación o si se realizan alrededor del momento en que se calculan precios de referencia o los precios de liquidación.

Un factor importante a tener en cuenta es si las órdenes cambian la representación de los precios de la mejor demanda u oferta, o la representación de la cartera de órdenes disponible para los operadores, y si se retiran antes de ser ejecutadas. También debe analizarse si las operaciones realizadas por personas con posiciones significativas de compra o de venta producen un cambio significativo en el precio del activo de que se trate. Otra circunstancia que debe considerarse es si las operaciones no producen cambios en la propiedad del activo, o si incluyen revocaciones de posiciones en un período corto.

Una forma de manipulación consiste en la emisión de señales engañosas al mercado. Como señales a analizar a este respecto, la Directiva señala que debe mirarse si las órdenes van precedidas o seguidas por divulgación de información falsa o engañosa, o si son dadas alrededor del momento en que se divulgan análisis o recomendaciones de inversión que están sesgados.

Directiva 2003/125

Es necesario establecer normas para que la revelación de información sea imparcial, clara y correcta. Entre las mismas se deben incluir la revelación de los conflictos de interés de las personas que elaboren o divulguen información que contenga recomendaciones de inversiones o estrategias de inversión.

La primera obligación es la identificación de forma clara y destacada de la persona responsable de la elaboración de las recomendaciones. En segundo lugar, en los análisis y recomendaciones deben distinguirse los hechos de las interpretaciones y opiniones. En tercer lugar, las fuentes deben ser fiables. Por último, deben señalarse como tales las proyecciones y pronósticos.

Por otra parte, la Directiva establece normas adicionales para la presentación imparcial de los análisis. Entre esas normas se encuentra la divulgación de la metodología seguida, el significado exacto de la recomendación y su horizonte, los riesgos que pueden afectar a las hipótesis, las fechas de elaboración y las fechas que afectan a la recomendación y las modificaciones respecto a recomendaciones previas.

Las personas que realizan análisis y recomendaciones deben revelar sus intereses respecto al instrumento objeto de análisis y sus conflictos de interés respecto a los emisores a los que afecten las recomendaciones. Asimismo, se debe informar de las participaciones que tienen los que hagan el análisis en valores del emisor o viceversa, de si existen intereses financieros con el emisor, de si existen contratos de provisión de liquidez, o de si se le han proporcionado servicios como gestión de ofertas públicas de valores, u otros servicios de inversión.

Además, las empresas de servicios de inversión que hacen análisis deben informar de si la remuneración de los analistas está vinculada con las operaciones de inversión realizadas, de las medidas organizativas tomadas para prevenir conflictos de interés y de las recomendaciones que han hecho en el trimestre de «comprar, vender o mantener valores», y a los emisores que les afecta que la empresa de servicios de inversión haya prestado servicios.

Por último, la Directiva se refiere a la divulgación de recomendaciones de terceros. Si la información se divulga por un tercero, esta circunstancia debe quedar reflejada, así como los nombres de las personas que lo hacen. Si en la divulgación se altera la información, debe señalarse esa alteración, y si la alteración es importante, el divulga-

dor deberá cumplir con los mismos requisitos exigidos a quien elabora la información. Las personas que divulgan la información deben poder dirigir a quien lo solicite a la información original, y conocer todos los conflictos de interés de los autores de la misma.

Directiva 2004/72

En esta directiva se desarrollan diferentes términos y precisiones de la Directiva 2003/6/CE. En primer lugar se señalan los criterios que deben tenerse en cuenta cuando se consideren prácticas de mercado que pueden aceptarse, a pesar que supongan una cierta actuación sobre los precios de un valor. Para poder ser aceptadas, las prácticas deberán ser transparentes y deben ejercer poco impacto sobre la liquidez y eficiencia del mercado, de forma que se preserve la interacción de las fuerzas del mercado. En especial dichas prácticas deben permitir que los demás participantes en el mercado puedan reaccionar de forma rápida a las condiciones que genere dicha práctica. Por último, deben tenerse en cuenta las características del mercado en cuestión.

Tampoco deben afectar a la integridad de otros mercados vinculados que existan sobre el instrumento financiero de que se trate. Los Estados miembros deben valorar si se deben continuar aceptando algunas prácticas en el caso en que se hubieran producido cambios en las características del mercado, o a la vista de conclusiones de alguna investigación realizada por las autoridades competentes.

La Directiva señala que no debe considerarse inaceptable una práctica nueva por el simple hecho de no haber sido previamente aceptada en un mercado. Antes de aceptar o rechazar una práctica las autoridades competentes deben realizar una amplia consulta pública en la que participen representantes de emisores, operadores del mercado, empresas de servicios financieros, consumidores y otras autoridades, en especial las competentes sobre otros mercados comparables. Las prácticas aceptadas por las autoridades

competentes serán públicas, y en esa información debe incluirse los factores tenidos en cuenta para determinar su aceptación.

Otra de las cuestiones que aborda esta Directiva se refiere a la elaboración de listas de personas con información privilegiada. Se señala que estas listas deben recoger al menos la identidad de toda persona que tenga acceso a información, el motivo por el que figuran en la lista, y las fechas de elaboración y actualización de la lista. A este respecto, las listas deben modificarse cuando haya nuevas personas que incluir, que dar de baja o haya cambiado el motivo por el que se hubiera inscrito a una persona. Las personas incluidas en estas listas deben conocer las obligaciones que ello implica y las sanciones vinculadas al uso inadecuado de la información que conocen.

La Directiva también se refiere a las operaciones realizadas por los directivos de los emisores sobre sus propias acciones u otros instrumentos financieros relacionados con ellas, que deben ser comunicadas a las autoridades competentes. Los Estados miembros pueden decidir que se pueda retrasar o eximir su notificación hasta que las operaciones no alcancen un total de 5.000 euros.

Una última cuestión que se trata en la Directiva es la obligación de comunicación a las autoridades competentes de operaciones sospechosas de constituir abuso de mercado por parte de los profesionales que operan en los mercados. Esa comunicación debe abarcar la descripción de las operaciones, incluido el tipo de orden y tipo de negociación, las razones de la sospecha, los medios de identificación de las personas por cuenta de las cuales se han realizado las operaciones y cualquier otra información que sea pertinente. Esa notificación debe realizarse de forma inmediata a la sospecha y puede llevarse a cabo por distintos medios. Las personas informantes deben guardar secreto de esa comunicación y, por otra parte, las autoridades competentes tampoco deben informar de la identidad de las personas que han hecho las notificaciones

El abuso de mercado en la normativa española

La Ley del Mercado de Valores española (Ley 24/1988, de 28 de julio, LMV) consta desde su primera redacción con un Título VII dedicado a las Normas de Conducta. Este título fue modificado por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre (artículo 79), pero fundamentalmente por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. Estas últimas modificaciones ya introdujeron los preceptos considerados en la Directiva 2003/6/CE sobre abuso de mercado (DAM).

El Título VII contiene los artículos 78 a 83ter. El primer artículo (78) establece que todas las entidades y personas que realicen actividades relacionadas con los mercados de valores deben respetar las normas de conducta de la LMV (contenidas en ese título), los códigos de conducta que se establezcan por el gobierno y las normas contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta. El siguiente artículo, 79, establece principios de actuación de las entidades frente a sus clientes y en defensa de la integridad del mercado. Entre los mismos se puede señalar la obligación de garantizar una igualdad de trato entre los clientes y la obligación de hacer público a los clientes los conflictos de interés que pueda tener la empresa respecto al servicio que esté ofreciendo.

En el artículo 80 se deja clara la prohibición de realizar prácticas que supongan una manipulación del mercado, especificando como las mismas las que provoquen una evolución artificial de las cotizaciones, multipliquen las transacciones de forma innecesaria, impliquen la atribución a las propias entidades de valores en mejores condiciones que hayan sido solicitados por los clientes, o se anteponga la realización de operaciones propias a las de los clientes. La regulación sobre manipulación de precios continúa en el artículo 83ter, que establece que las personas que actúen en los mercados de valores deben abstenerse de la realización de prácticas que falseen la libre formación de precios, como i) las operaciones u órdenes que proporcionen indicios falsos respecto a la oferta, demanda o el precio

de los valores o que aseguren el precio en un nivel artificial; ii) las operaciones que empleen formas de engaño o maquinación y iii) la difusión de información que pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros.

El artículo 81 se dedica a la información privilegiada y el 82 a la información relevante. Se define la información privilegiada en los mismos términos que los recogidos en la Directiva 2003/6/CE y se establecen específicamente tres prohibiciones: realizar operaciones sobre los valores sobre los que se disponga esa información, comunicar la información a terceros y recomendar a terceros la realización de algún tipo de operación sobre esos valores. Además se establece la obligación de salvaguarda de dicha información por parte de quien la tenga, debiendo adoptar las medidas adecuadas para que esa información no pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal. Esas medidas de salvaguarda se señalan en los artículos 83 y 83 bis. El artículo 83 contiene la obligación de las empresas de servicios de inversión de establecer una separación entre las diversas áreas de negocio para evitar que exista comunicación de actividades y, por tanto, se produzcan filtraciones. En especial, la elaboración de análisis o recomendaciones deben dejar constancia clara de los conflictos de interés respecto al emisor cuyos valores se analizan. El artículo 84 se dedica especialmente a los emisores de valores, que pueden ser fuente de información privilegiada en determinados momentos. La norma establece que deben limitar en la medida de lo posible el círculo de iniciados conocedores de información privilegiada. La relación de los mismos debe incluirse en un registro, con la fecha en que son conocedores de dicha información, y se les debe advertir de éste hecho y de los preceptos legales que les obligan. Los directivos y miembros de los órganos de administración de la empresa pueden estar sometidos a otras medidas para impedir el uso de información privilegiada. Asimismo, los emisores deben vigilar la evolución de las cotizaciones de sus valores para estar al tanto de posibles filtraciones que la pudiera alterar.

Las Directivas de segundo nivel aún no se han introducido en la legislación española, aunque se espera que a lo largo de 2005 se apruebe un Real Decreto-Ley, de desarrollo de la Ley del Mercado de Valores en materia de abuso de mercado.

9. Conclusiones

Las normas de conducta en los mercados de valores persiguen defender su integridad y la confianza de los inversores. Más específicamente cabe decir que se desea garantizar que el proceso de formación de los precios utilice toda la información disponible sobre los valores y sobre sus emisores (eficiencia). No obstante, una exigencia paralela es que esa información que afecta a los precios de los activos se encuentre disponible de forma generalizada, y no sea sólo unos pocos agentes los que negocian en base a la misma (equidad).

Los mercados financieros cada vez están más integrados, debido a los procesos de desregulación financiera y a los avances técnicos. A su vez, los mecanismos técnicos y financieros facilitan los comportamientos abusivos en el mercado, como el logro de posiciones dominantes o la propagación de rumores. Todo ello complica la labor de los supervisores de valores a la hora no sólo de detectar actos ilícitos, sino también de poder perseguir y sancionar actos cometidos desde terceros países con efectos sobre su jurisdicción.

En el caso de la Unión Europea, el objetivo de conseguir un espacio financiero integrado hace muy necesario contar con una regulación única y con una aplicación homogénea. De otra forma, se produciría un arbitraje regulatorio en el que una misma conducta podría recibir un tratamiento diferente dependiendo de la jurisdicción donde se produjese. Además, algunos países no tenían legislación sobre la materia. Esto hacía muy necesario la revisión del régimen regulatorio europeo. En 2003 se aprobó la nueva Directiva sobre abuso de mercado y entre 2003 y 2004 se ha completado la regulación con formativa de segundo nivel.

La Directiva incluye en el término de abuso de mercado las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. La difusión de información al público de forma rápida y adecuada aumenta la integridad de mercado mientras que la divulgación selectiva de la misma puede llevar a una pérdida de confianza de los inversores en el mercado. Por lo tanto, las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado impiden la total y adecuada difusión generalizada de información en el mercado que es un requisito previo de la negociación.

Los agentes económicos profesionales pueden contribuir a la integridad del mercado de diferentes maneras, como la creación de murallas chinas, la aplicación de códigos de conducta internos, la elaboración de listas grises o la existencia de franjas horarias donde las transacciones del personal son admitidas. Estas medidas pueden prevenir las prácticas abusivas de mercado. También forma parte de las medidas preventivas la transparencia de las transacciones realizadas por personas que tienen competencias directivas en las empresas emisoras, y de las personas vinculadas a las mismas.

Para prevenir prácticas de manipulación, los agentes de mercado pueden tener definidos de antemano si hay acuerdos de estabilización de precios, contar con sistemas adecuados de casación de precios y de detección de órdenes atípicas y tener normas claras sobre suspensión de operaciones.

Las infracciones deben ser detectadas rápidamente y sancionadas con rigor, de forma que sean disuasorias y que guarden relación con la gravedad de la infracción y con los beneficios obtenidos por el infractor. Las actividades cada vez más tiene lugar de forma transfronteriza. Para que esta práctica sea erradicada del ámbito europeo debe articularse un adecuado intercambio de información y mecanismos de cooperación entre países. Además, para la aplicación del régimen europeo de abuso de mercado, los Estados deben contar con una autoridad competente independiente que cuente con mecanismos adecuados para supervisar su cumplimiento. No obstante, las empresas del mercado y los

demás agentes económicos deben contribuir a la integridad del mercado, ya que todos saldrían ganando de un comportamiento cooperativo.

Referencias bibliográficas

- [1] AGGARWAL, R. K. L y WU, G. (2003): «Stock Market Manipulation -Theory and Evidence», *Working Paper*, 11 de marzo de 2003, Tuck School of Business, Dartmouth College and University of Michigan Business School.
- [2] ALLEN, F. y GALE, D. (1992): «Stock-Price Manipulation», *Review of Financial Studies*, 5, páginas 503-529.
- [3] ALLEN, F. y GORTON, G. (1992): «Stock-Price Manipulation, Market Microstructure and Asymmetric Information», *European Economic Review*, 36, páginas 624-630.
- [4] BAIMAN, S. y VERRECCHIA, R. (1996): «The Relation Among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency and Insider Trading», *Journal of Accounting Research*, 34 (1), páginas 1-22.
- [5] BENY LAURA, N. (2004): «A Comparative Empirical Investigation of Agency and Market Theories of Insider Trading», *Discussion Paper*, número 264, John M. Olin Center for Law & Economics, Research Paper número 04-004, Harvard Law School, University of Michigan.
- [6] DIRECTIVE 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Markets in Financial Instruments Amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and Repealing Council Directive 93/22/EEC.
- [7] EASLEY, D. y O'HARA, M. (1987): «Price, Trade, Size and Information in Securities Markets», *Journal of Financial Economics*, 19, páginas 69-90.
- [8] MAUG, E. (2002): «Insider Trading Legislation and Corporate Governance», *European Economic Review*, volumen 46, Issue 9, octubre 2002, páginas 1569-1597.
- [9] FAMA, E. F. y JENSEN, M. C. (1983): «Agency Problems And Residual Claims», *Journal of Law & Economics*, volumen XXVI, junio 1983.
- [10] GLOSTEN, L. y MILGROM, P. (1985): «Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders», *Journal of Financial Economics*, 1, páginas 71-100.
- [11] GOO K., H. (2004): «Disclosure-Risk Premium: Asset Pricing Under Asymmetric Information, Manipulation and Ambiguity», *Working Paper*, 27 de octubre de 2004, Fuqua School of Business, Duke University, Durham.
- [12] JARROW, R. (1992): «Market Manipulation, Bubbles, Corners and Short Squeezes», *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 27, páginas 311-336.

- [13] JENSEN, M. C. (1994): «Self-Interest, Altruism, Incentives, & Agency Theory», *Journal of Applied Corporate Finance*, volumen VII, número 2, verano 1994.
- [14] JENSEN, M. C.; MECKLING, C. y WILLIAM, H. (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, octubre, volumen 3, número 4, páginas 305-360.
- [15] KANE, E. J. (1997): «Ethical Foundation of Financial Regulation», *Working Paper*, 6020, abril, 1997, National Bureau of Economic Research.
- [16] KANG, H. G. (2004): «Disclosure-Risk Premium: Asset Pricing Under Asymmetric Information, Manipulation and Ambiguity», *Working Paper*, 27 de octubre de 2004, Fuqua School of Business, Duke University, Durham.
- [17] KOFORD, K. y PENNO, M. (1992): «Accounting, Principal-Agent Theory and Self Interested Behaviour», en BO-WIE, N. and FREEMAN, R. (eds.): *Ethics and agency theory: an introduction*, Oxford University Press, New York.
- [18] KYLE, A. S. (1985): «Continuous Auctions with Insider Trading», *Econometría*, 46, páginas 1429-1445.
- [19] KYLE, A. S. (1989): «Informed Speculation with Imperfect Competition», *Review of Economic Studies*, 56, páginas 317-356.
- [20] LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1999): «Investor Protection: Origins, Consequences, Reform», *Discussion Paper*, número 1888, octubre 1999, Harvard Institute for Economic Research.
- [21] LANGEVOORT, D. C. (2002): «Managing the “Expectations Gap” in Investor Protection: The SEC and the Post-Enron Reform Agenda», *Business, Economics, and Regulatory Law, Working Paper*, número 328080, Georgetown University Law Center.
- [22] NOREEN, E. W. (1988): «The Economics of Ethics: A New Perspective on Agency Theory», *Accounting, Organizations, and Society*, 13 (4), páginas 359-369.
- [23] O'HARA, M. (1995): *Market Microstructure Theory*, Blackwell Publishers, Cambridge, MA.
- [24] PADILLA, A. (2002): «Can Agency Theory Justify the Regulation of Insider Trading?», *Quarterly Journal of Austrian Economic*, volumen 5, número 1, primavera 2002.
- [25] PADILLA, A. (2004): «Can Regulation Eliminate the Agency Problems Posed by Insider Trading?», *Commentaries on Law & Economics*, volumen 2, 2004.
- [26] PARLOUR, C. A. y RAJAN, U. (2001): «Payment for Order Flow», *Working paper*, 22 de mayo de 2001, Carnegie Mellon University.
- [27] POSNER, E. A. (2000): «Agency Models in Law and Economics», The Coase Lecture, *Working Paper*, invierno 2000, The Law School The University Of Chicago.
- [28] SHAVELL, S. (2001): «Law Versus Morality As Regulators Of Conduct», *Discussion Paper*, número 340, 11/2001, John M. Olin Center For Law, Economics, And Business, Harvard.
- [29] SHIN, J. (1996): «The Optimal Regulation of Insider Trading», *Journal of Financial Intermediation*, 5, páginas 49-73.
- [30] SHLEIFER, A. I. y WOLFENZON, D. (2002): «Investor Protection and Equity Markets», *Discussion Paper*, número 1906, octubre 2000, Harvard Institute of Economic Research.
- [31] SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1986): «Large Shareholders and Corporate Control», *Journal of Political Economy*, número 94 (3), páginas 461-488.
- [32] SMITH, A. (1776): *The Theory of Moral Sentiments*, Liberty Press.
- [33] SPIEGEL M. y SUBRAHAMANYAM, A. (1995): «The Efficacy of Insider Trading Regulation», *Working Paper*, número 257, Institute of Business and Economic Research, University of California, Berkeley.
- [34] STEVENS D. E. y THEVARANJAN, A. (2003): «Ethics and Agency Theory: Incorporating a Standard for Effort and an Ethically Sensitive Agent», *Working Paper*, Syracuse University, M. J. Whitman School of Management.
- [35] SUÁREZ INCLÁN, A. (2003): «Apuntes y reflexiones sobre las comisiones bancarias», *mimeo*, Conferencia impartida en Banco de España el 15 de septiembre de 2003, Madrid.
- [36] SUNDER, S. V. (2002): «Investor Access to Conference Call Disclosures: Impact of Regulation Fair Disclosure on Information Asymmetry», *Working Paper*, abril, 2002, Northwestern University.
- [37] VAN BOMMEL, J. (2003): «Rumors», *Journal of Finance*, volumen 58, páginas 1499-1520.