

COLUMNAS DE LOS NEGOCIOS JURÍDICOS EN BOLSAS DE VALORES, EN EL CONTEXTO ESTADOUNIDENSE Y EUROPEO Y SU APLICABILIDAD AL DERECHO COLOMBIANO

José Hernán Muriel-Ciceri

Dr jur. Universität Konstanz, Alemania, 2006*.

Profesor Investigador del Departamento de Derecho Privado,
Universidad Sergio Arboleda.

Sección Doctrina

Resumen

La presente exposición se ocupa de la cuestión referente a ¿cuál es el contenido de las columnas de la realización de negocios en el mercado público de valores, en el contexto estadounidense y europeo, y su aplicabilidad al derecho colombiano?, para tal efecto se tematizará la cuestión en cuatro secciones. Primero se realizará una breve introducción (A.), seguida de la presentación de algunos elementos del derecho estadounidense sobre la materia. (B.) A continuación, se realizará un esbozo de los correspondientes principales lineamientos del derecho europeo (C.), finalizando con un acápite de conclusiones, sobre la aplicabilidad en el derecho colombiano, de los fundamentos expresados (D.).

Palabras clave

Derecho del mercado de capitales - derecho comparado - protección al inversionista y al mercado - negocios en bolsa de valores - protección de las columnas del mercado de valores - funcionalidad del mercado - derecho europeo - derecho estadounidense - derecho colombiano.

* (LL.M.) Legum Magister Universität Konstanz, Alemania 2003. Abogado 2001 y Especialista en Derecho Administrativo de la Universidad Santo Tomás 2002 (Bogotá).

Abstract

This exposition is concerned with the following questions: What is the content of the pillars that support transactions in the public securities market, in the United States and European contexts, and what is its applicability to Colombian law? These questions will be addressed in four sections. The first will consist of a brief introduction (A.), followed by a presentation of some elements of United States law on the subject. (B.). Then the relevant principles of European law will be outlined (C.), and the paper will end with a section of conclusions on the applicability to Colombian law of the principles discussed (D.).

Keywords

Capital markets law - comparative law - investor and market protection - securities market transactions - protection of the pillars of the securities market - functionality of the market - European law - United States law - Colombian law.

Sumario

I. Introducción

II. Estados Unidos

A. Manipulación del mercado

B. Uso indebido de la información privilegiada para el derecho estadounidense

1. La normatividad

2. La jurisprudencia

a. El concepto de información privilegiada

b. La obligación de divulgación de la información

c. Vulneración a las obligaciones fiduciarias de confianza o de confidencia frente al acceso a información privilegiada

- Teoría clásica

- Teoría de acceso equitativo a la información

- Teoría de la malversación o apropiación indebida de la información

d. ¿Relación de causalidad entre la información apropiada indebidamente y el comercio? Uso o posesión para la vulneración de la regla 10b5

- "United States vs. Victor Teicher"
- "SEC v. Adler"/"United States v. Smith"

e. En summa

III. Derecho Europeo

A. Manipulación del mercado

1. Posibles formas de manipulación
2. Indicios de transacciones manipuladoras

B. Prohibición de utilización de información privilegiada

IV. Conclusiones

I. INTRODUCCIÓN

Al observar las regulaciones estatales sobre el derecho del mercado de valores en el ámbito estadounidense y europeo, se encuentra, que éstas tienen como esencia, la protección del inversionista y la de bienes jurídicos supraindividuales, como es, el adecuado funcionamiento e integridad del mercado de valores.¹ Ambos objetos de protección exigen el acceso de los inversionistas al mercado en igualdad de condiciones, así como la transparencia en las negociaciones allí realizadas, lo que genera confianza del público en las operaciones y consecuentemente, un mayor flujo de capitales, inversiones, así como riqueza en el mercado.

Esta regulación tiene como componentes, desde obligaciones de correcto comportamiento de los intervinientes con recursos privados en el mercado público de valores, y la configuración negocial con elementos de autorregulación (Spindler, 2010, p. 601 y s.) pasando por una reserva de protección estatal contra el riesgo público (Gefahrenabwehr) (Kümpel & Hammen, 2003, p.106), hasta la prosecución penal por su infracción (Bottke,

1 El presente artículo es parte de la sección en derecho del mercado de capitales, de la línea de investigación en derecho civil, internacional privado, comparado y del mercado de capitales del Grupo de Investigación en Derecho Privado de la Universidad Sergio Arboleda. Los fundamentos, y elementos del derecho del mercado de capitales enunciados, en sus ámbitos comercial, administrativo y penal, correspondientes al derecho Estadounidense y Europeo, en especial de Alemania, España e Inglaterra, así como sus aspectos de irradiación positiva al derecho Colombiano, se desarrollan en lo posible detalladamente en el concepto *“modalidades de fraude financiero mediante negociaciones de títulos en bolsas de valores”*, realizado por el autor en el 2010 para el Programa Cimientos de USAID, y la Procuraduría General de la Nación, Fiscalía General de la Nación y Contraloría General de la República de Colombia. Su publicación fue realizada en mayo de 2011 en Bogotá, por el Programa de Consolidación de la Gobernabilidad Regional – CIMIENTOS de USAID.

2002, 79 (82)) (Muñoz Conde & Foffani, 2009). Resaltando sucintamente en el presente ámbito, algunos puntos de conexión con el derecho privado en la inversión de recursos de los particulares, hacia la comprensión del contenido de las columnas de la realización de negocios en el mercado público de valores, en ejercicio de la autonomía de la voluntad del particular (Leible, 1998, p. 397 y s.).

Ahora bien, el interés del inversionista y el adecuado funcionamiento del mercado puede ser colocado en riesgo o vulnerado, tanto por agentes internos o externos a éste, a través por ejemplo, (1) de la manipulación del mercado público de valores, ante lo cual se presentan obligaciones de no realización de conductas constitutivas de éste, y/o (2) del uso indebido de información negocial privilegiada, respecto a lo que se generan v. gr., obligaciones de publicidad de información, o abstención de participación en el mercado de forma directa o mediata. Estas modalidades de actuación, tienen la potencialidad con una suficiente probabilidad, de lesionar los bienes jurídicos mencionados (Kugelmann, 2006, p. 151) y concomitantemente, las columnas de la realización de negocios en el mercado público de valores. Adicionalmente, pueden distinguirse como algunas razones para la protección estatal de las columnas que sustentan las negociaciones en el mercado de valores, la posible instrumentalización del uso del mercado para el financiamiento de actividades ilegales, v. gr. terroristas (Parlamento Europeo y de la Comisión, 2003), el colapso de núcleos empresariales, o el ejercicio de actividades fraudulentas de firmas auditoras, (Moody Jennings, 2009, p. 356 y s.) y la lesión al patrimonio de inversores a través de negociaciones ilegítimas.

Los primeros fundamentos relevantes de regulación pública sobre la materia en Estados Unidos, encuentran su raigambre en la crisis bursátil de 1929, que ocasionó entre otros aspectos, la expedición de la Ley de Valores de 1933, así como la creación de la *Securities and Exchange Commission*, y la promulgación de la Ley del Mercado de Valores de 1934 o a la regla 10b-5 de 1942. Regulación que ha sido complementada esencialmente a

través de la ley “*Sarbanes-Oxley*” de 2002 y de la Ley “*Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y de Protección al Consumidor*” del 21 de julio de 2010 (Spindler, 2010, p. 601 y s.).

En el ámbito Europeo, puede resaltarse el contenido de la Directiva 2003/6/CE sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (Parlamento Europeo y de la Comisión, 2003), que derogó la Directiva 89/592/CEE sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, y la Directiva 2003/124 CE, 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, así como la Directiva 2004/109/CE referente a la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.) (Parlamento Europeo y de la Comisión, 2004) Asimismo, la expedición de la Directiva 2007/14/CE, por la que se establecían disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109/CE) (Parlamento Europeo y de la Comisión, 2007). Preceptos que consecuentemente irradian la legislación nacional de los Estados Parte.

II. ESTADOS UNIDOS

A. Manipulación del mercado

El derecho estadounidense del mercado de capitales, es en gran parte legislado a través de la normatividad previamente citada. Esta regulación, distingue en primer lugar como contenido, en contra de actos jurídicamente reprochables de manipulación del mercado, las Secciones 5, 11, 12 y 17 de la Securities Act de 1933 y las cuales en su orden, se refieren a la prohibición de ejecutar operaciones con valores no declarados previamente en el registro de valores, a la responsabilidad civil generada por falsedad contenida en la declaración de registro, así como aquella de todo oferente o vendedor de un valor frente a un adquirente, vulnerando v. gr. la sección 5, por la inclusión

de hechos materiales falsos u omisiones de hechos materiales necesarios, y a la prohibición de transacciones interestatales con fines de estafa o engaño.

Asimismo, en 1934, se instituye tanto la Securities and Exchange Commission (SEC), (Lutterman, 2003, Rd. 12) que dirige su actividad a la protección del inversionista y la integridad del mercado de valores, como se promulga la Securities Exchange Act (Cook & Myer, 1953, p. 385 y s.), que tiene como objeto la regulación y control público de las operaciones con instrumentos financieros en el mercado de valores, distinguiendo la prohibición de afectación del mercado a través del uso de dispositivos engañosos o manipuladores de éste.

Posteriormente, la Regla 10 a1) prohíbe la realización de ventas al descubierto, "*short sales*" (Tyrolt & Bingel, 2010, p. 1419), cuando se utilizan como mecanismo vulnerable del mercado de valores. Ello debe interpretarse en unión con la regla 10 ter -5 sobre la ilegalidad del empleo de cualquier dispositivo de manipulación para defraudar, así como el realizar una declaración falsa de un hecho material u omitir declararla a fin de presentar ello como no engañoso, o el participar en cualquier clase de negocio jurídico que ocasiona o puede llegar a ocasionar un fraude o engaño frente a cualquier persona, respecto a la compra o venta de cualquier valor.

Adicionalmente, en 2002 en virtud de las irregularidades contables y corporativas en operaciones que llevaron por ejemplo al colapso financiero de Enron, Worldcom (Mattessica, 2007) (Moody Jennings, 2009, p. 356 y s.) (Lutterman, 2003, Rd. 13) Tyco, Imclone (De Vay, 2006, p. 30 y s.) y de las acciones fraudulentas de firmas auditoras como Artuhr Andersen, se promulga la Sarbanes-Oxley Act, (Watson, 2004, p. 25) (Carl, 2005, Rd. 1623, 1624) (Lenz, 2002, 2270 (2271)) que permitió la regulación estricta en términos de responsabilidad e independencia, de la labor de auditoría y contable, así como de responsabilidad corporativa por informes financieros de conformidad con su sección 906. Del mismo modo, la sección

905 concede herramientas a la SEC para impedir el acceso a actividades funcionariales o directivas en emisores a personas que en razón de la vulneración del artículo 10b de la Ley de Valores del 1934 o del artículo 17a1) de la Ley de Valores de 1933, o las normas expedidas con base en estas disposiciones, no brindan la fiabilidad para su ejercicio, y la reprochabilidad también punitiva, de quien con la intención de tomar represalias contra informantes ejecuta una acción nociva a cualquier persona, inclusive interfiriendo con el empleo regular o el medio de vida de ésta.

En julio de 2010, como medida de política económica frente a la crisis en ese momento existente en el sistema financiero estadounidense, - que encuentra su trasfondo en la realización de por ejemplo, operaciones de puesta en riesgo masivo de dineros de terceros, como las realizadas por el American Insurance Groups (AIG) (Brice, 2010), rescates financieros de grandes firmas financieras a través de dineros de contribuyentes, así como el requerimiento de transparencia en todo tipo de transacciones complejas y riesgosas para el inversor, y la protección reforzada del consumidor frente al sistema financiero (Black, 2010) -, entra en vigencia la Ley Dodd-Frank sobre la Reforma al Wall Street y Protección al Consumidor.² (Obama, 2010) (Jackson, 2010) Esta última presenta entre otras disposiciones, la sección 747 referente a prácticas perturbadoras, en la cual consagra la prohibición de participar en una negociación, práctica o conducta que lesione ofertas, demuestre desconocimiento intencional o negligente de la ejecución ordenada de transacciones bursátiles dentro del cierre del periodo o prevea la realización de subasta u ofertas con la intención de cancelarlas antes de su ejecución (spoofing) (One Hundred Eleventh Congress of the United States of America). Del mismo modo, faculta a la SEC a través de la sección 913, para la regulación de las conductas de corredores, agentes y asesores de inversión, frente a clientes de acciones al por menor pero también a otros inversionistas, con el objeto de que el ejercicio de su actividad se desarrolle a favor del mejor interés del inversor, sin considerar los intereses financieros del

prestador de servicios de inversión. Adicionalmente, consagra la facultad en las secciones 726, 765 y 732 a favor de la *Securities Exchange Comision de Commodity Futures Trading Comision* y la obligación de la *Futures Comision Merchants* y de corredores, de establecer garantías para evitar conflictos de interés entre los participantes en el mercado. Con todo, prevé adicionalmente, una regulación especial de prohibición de utilización de contratos de swap como mecanismos fraudulentos de operación.

B. Uso indebido de información privilegiada para el Derecho Estadounidense

1. La normatividad

La regla 10b5-1 de 2000 (*Securities Lawyer's Deskbook*), establece tres elementos esenciales para la interpretación de la sección 10b referente a la aplicación de las reglas expedidas conforme a la subdivisión b) con relación al uso o empleo de dispositivos manipuladores o engañosos o maquinaciones, que prohíben el fraude, la manipulación o el comercio de información privilegiada, así como a la aplicación de la jurisprudencia proferida conforme a esta subdivisión, en unión con la regla 10b-5 (*Securities Lawyer's Deskbook*), concerniente al empleo de dispositivos de manipulación y engañosos sobre las negociaciones de valores.³

En primer lugar, la regla general se refiere a la compra o venta de un valor de un emisor, realizada sobre la base de información privilegiada, esto es información material no pública, en incumplimiento de una obligación de confianza que se debe de forma directa, indirecta, o por derivación frente al emisor del instrumento o a los accionistas de la entidad emisora, o a cualquier otra persona que es la fuente del material de la información privilegiada.

En segundo lugar, la ilegalidad de la compra o venta está sometida a que la persona que realiza la compra o venta era consciente al momento de la realización del negocio jurídico de la calidad de la información privilegiada.

Finalmente, las excepciones al actuar sobre la compra o venta de un instrumento con base en información privilegiada, se basan según esta disposición, en que el comprador o vendedor demuestre que la compra o venta no se realizó sobre la base de información privilegiada, como en el caso que antes de ser consciente de la naturaleza de información, la compra o venta se realizó en virtud de un contrato, instrucción, o un plan para la negociación de valores.

Las obligaciones de confianza que se vulneran en los casos de apropiación indebida de información privilegiada, están enunciativamente determinadas en la regla 10b5-2 de 2000 (Securities Lawyer's Deskbook). Es así, como de conformidad con el literal a) de esta disposición, existe una obligación de confianza, siempre que 1) una persona se compromete a mantener la información confidencial, 2) cada vez que la persona que ha comunicado la información privilegiada y la persona a la que se comunica tienen una historia, patrón o práctica de compartir confidencias, de manera que el destinatario de la información sabe o debiera saber que la persona que ha comunicado la información, espera que el beneficiario conservará su carácter confidencial, o 3) cuando la recibe de su cónyuge, padres, hijos o hermanos, con excepción de que la persona que recibe u obtenga la información pueda demostrar que no existe un deber de confianza o existía con respecto a la información, al establecer que no hubiera tenido ni debiera razonablemente haber sabido que la persona que era la fuente de la información esperaba que conservara la información como confidencial, debido a la historia de las partes, patrón o práctica de compartir y mantener confidencias, y porque no existía ningún acuerdo o entendimiento a mantener la confidencialidad de la información.

Asimismo, se contempla en la sección 21A de 1934 (Securities Lawyer's Deskbook) modificada el 30 de julio de 2002, la posibilidad del establecimiento de sanciones civiles (pecuniarias), a través de una demanda instaurada por la SEC ante un Tribunal de Distrito, y frente a quien estando en posesión de

información material no pública, ha vulnerado de forma directa o a través de un tercero, alguna de las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores o de las regulaciones de negociaciones instrumentos financieros o de acuerdos de intercambio basados en estos. Las sanciones correspondientes no podrán exceder de tres veces el valor de la ganancia obtenida o de la pérdida evitada, como resultado de la compra ilegal, venta o comunicación.

Finalmente en agosto de 2000, se profiere el Reglamento Fair Disclosure FD, que establece la obligación de revelar al público la información privilegiada cuando un emisor, o la persona que actúe en su nombre, revela selectivamente información material no pública (Supreme Court of the United States, 1983), a determinadas las personas que se enuncian en el inciso 2 de la regla 100 del FD, (The University of Cincinnati of Law, Rule 100) como profesionales del mercado de valores (corredores de bolsa, consejeros de inversión, sociedades de inversión, analistas de venta, entre otros) y los titulares de los valores del emisor, (U.S. Securities Exchange Commission) que tienen la posibilidad de negociar con valores del emisor, excluyendo a las personas que estén involucradas en comunicaciones comerciales del curso ordinario con el emisor, o la divulgación a los medios de comunicación o a los organismos gubernamentales (U.S. Securities Exchange Commission). Si se trata de información que entrega a estas personas de forma selectiva intencional, el emisor debe divulgarla públicamente de forma simultánea, pero si se trata de una entrega no intencional, el emisor debe divulgarla de inmediato. Entendiendo por el concepto de inmediato según la regla 101, sin demora, esto es tan pronto como sea posible, pero en ningún caso después de 24 horas de entregada la información o del comienzo de la cotización en la bolsa de valores de Nueva York. La revelación pública de la información debe realizarse de conformidad con la regla 101, a través de un formulario K8 de informes actuales, proporcionado por la SEC (Securities Lawyer's Deskbook), o por cualquier otro método de divulgación que razonablemente este diseñado para proporcionar una amplia y no excluyente

distribución de la información, (Securities Lawyer’s Deskbook, rule 101) que como la SEC señala, deben ser analizados en cada caso en particular, sobre la base de estar razonablemente diseñados para esta modalidad de divulgación de información. En este sentido puede ser ello en principio posible a través de la emisión de un comunicado de prensa, distribuido a través de los canales regulares, que contienen la información; o de la página web indicando la rueda de prensa programada para discutir los resultados anunciados, dando a los inversionistas tanto en la hora y la fecha de ello así como las instrucciones sobre cómo acceder a la convocatoria, etc. (Securities Lawyer’s Deskbook, final rule).

2. La jurisprudencia

a. El concepto de información privilegiada

Al no estar definido normativamente el concepto de información material no pública, v. gr. información privilegiada, la SEC interpreta con base en la jurisprudencia su ámbito de aplicación. En este sentido se indica que la información es material si *“hay grandes probabilidades de que un accionista (inversor) razonable, la consideraría importante en la toma de una decisión de inversión”*, la que en concordancia con la decisión *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231 (1988) (Securities Lawyer’s Deskbook, final rule), *“dependerá en un momento dado del cálculo de la probabilidad que indica que el evento ocurra y la magnitud prevista del evento a la luz de la totalidad de la actividad de la empresa.”* (*Basic inc. V. Levinson*, 1988) Concibiéndose por la SEC la información como material no pública, con remisión a *“SEC v. Texas Gulf Sulphur”*, 401 F.2d 833, 854 (Plaintiff-Appellant, v. Texas Gulf Sulphur Co v. David M. CRAWFORD and Richard H. Clayton, Defendants-Appellants., 1968) y *Basic inc. v. Levinson* 485 U.S. 224 (1988) (*Basic inc. V. Levinson*, 1988), como aquella que es material si existe la *“probabilidad sustancial que un accionista razonable la consideraría importante en la toma de un decisión”*, frente a otras informaciones a disposición, siendo privada si no se ha

difundido a través de su puesta a disposición a los inversionistas en general. (Securities Lawyer's Deskbook, final rule)

b. La obligación de divulgación de la información

La Corte de Apelaciones en el caso "*SEC v. Texas Gulf Sulphur*" al realizar una interpretación genética de la sección 10b de la Securities Exchange Act de 1934, resaltó como el comité que fue creado para la divulgación del proyecto de ley aprobado por ambas cámaras y que incorporó al de la cámara uno presentado por el Senado, indicaba como fundamento de la norma, el que un mercado libre y abierto se basa en los juicios de compra y venta de los intervinientes en el mercado sobre el justo precio de un valor, realizados en atención a la garantía de que éste es reflejado en el mercado. (Plaintiff-Appellant, v. Texas Gulf Sulphur Co v. David M. CRAWFORD and Richard H. Clayton, Defendants-Appellants., 1968, Rd. 71) La manipulación artificial del precio tiende a perturbar la verdadera función de un mercado abierto, razón por la cual la clandestinidad y el ocultamiento de información importante obstruyen el funcionamiento de los mercados como índices de valor real. Expresando textualmente el que "*No puede haber mercados honestos sin publicidad honesta*". Por lo cual, deben reprocharse la manipulación y las prácticas deshonestas por parte del gestor del mercado inescrupuloso y funcionarios corporativos, realizadas a través de informes tardíos, inexactos y engañosos que fungen como herramientas de éstos para la especulación con información privilegiada. (H. R. Rep. No. 1383, 73 Cong., 2d Sess. 11 (1934, Rd. 71)). Precisamente, la citada decisión, resolvió la obligación de divulgación al público de la información material no pública por parte de quien se encuentre en posesión de ésta y en caso de no poder realizarlo v. gr. en virtud de un deber legal o de decidir no hacerlo, tiene la obligación de abstenerse de realizar operaciones de comercio con base en ella y/o de realizar recomendaciones a terceros (1934, Rd. 71).

c. Vulneración a las obligaciones fiduciarias de confianza o de confidencia frente al acceso a información privilegiada

En cuanto a la interpretación del alcance de las reglas 10b5 sobre el empleo de dispositivos de manipulación y engañosos y 10b5-2, sobre las obligaciones de confianza o de confidencia en los asuntos apropiación indebida de información privilegiada, surgen con base en la jurisprudencia tres teorías, (1) clásica, (2) de acceso equitativo a la información y (3) de malversación o apropiación indebida de la información. (Schwark, 2004, Rd. 10 - 11)

- Teoría clásica

La teoría clásica se refiere a quien en virtud de una relación de confianza con los accionistas es distinguido como *“insider primario”*, y con base en la cual tiene el deber de no divulgar la información confiada o de abstenerse de acceder al comercio con base en ella, generándose así, una obligación fiduciaria sobre la información, *cf.* (Schoen, 2011, pág. 5).

Concordantemente la Sentencia *“United States v. O’Hagan”* indicó que la vulneración de la obligación fiduciaria se presenta en la teoría clásica, cuando un insider corporativo comercia con valores de su corporación sobre la base de información privilegiada, en razón de una relación de confianza existente, por razón de su cargo en la compañía. (U.S. Petitioner v. James Herman O’Hagan, 1997).

En este ámbito, en *Dirks v. SEC*, se estableció que el infractor debe tener conocimiento de que su conducta es vulneradora o puede vulnerar su deber fiduciario (Supreme Court of the United States, 1983). Esta obligación se extiende por asimilación a aquellos que tienen contacto con la información de forma temporal, esto es, quienes ingresan en el ámbito de radiación de la información por razón de su cargo, funciones o profesión, *v. gr.* abogados, asesores de financieros y de inversiones, contadores, entre otros (U.S. Petitioner v. James Herman O’Hagan, 1997). Sin que tal obligación se extienda a terceras

personas que de forma externa tengan acceso a ésta. Ahora bien, tal y como se consideró en *Dirks v. SEC*, la obligación fiduciaria se basa en el vínculo de confidencialidad respecto a la información privilegiada, a la cual se tiene acceso, en virtud de la realización de una actividad corporativa y con tal objeto (Supreme Court of the United States, 1983). En consecuencia, la simple posesión de la información no da lugar a una obligación fiduciaria de abstención o de revelación (Supreme Court of the United States, 1983).

La aplicación de esta teoría, puede observarse en el caso *Chiarella v. United States* (Vincent F. Chiarella petitioner v. United States of America, 1980), en el cual el Sr. Vincent F. Chiarella, quien laboraba “*markup man*” en una imprenta financiera, tuvo acceso a cinco anuncios de ofertas públicas de adquisición corporativas, que contenían cifradas las corporaciones de destino. Sin embargo, dedujo los nombres de las compañías antes de la impresión final (momento en el cual la imprenta recibió los nombres), de otra información contenida en los documentos, y sin revelar el conocimiento de esta información, adquirió acciones de las compañías de destino vendiéndolas luego de que las ofertas de adquisición se hicieron públicas. (*Vincent F. Chiarella petitioner v. United States of America*, 1980)

La Corte Suprema “*a contrario sensu*” que el Tribunal de Primera Instancia y el de Apelaciones del Segundo Circuito, (quienes se basaron en la teoría de acceso equitativo a la información), resolvió, la inexistencia de una relación de confianza entre un titular de la información privilegiada y el tercero externo que accedió a la información (*Chiarella*), toda vez que no disponía de una relación corporativa con éste o recibió la información directamente o en virtud de un contacto negocial previo con las compañías de destino, por ejemplo en calidad de agente o fideicomisario o de en quien los oferentes hubieran depositado su confianza, razón por la cual de la simple posesión de la información, no surge en el sentido de la Regla 10(b) una obligación de revelación de la información. (*Vincent F. Chiarella petitioner v. United States of America*, 1980)

- Teoría de acceso equitativo a la información

La teoría de acceso equitativo a la información, encuentra fundamento en la sentencia SEC v. Texas Gulf Sulphur Co, de conformidad con la cual, el núcleo de la regla 10b5 es que todos los inversores puedan acceder en igualdad, a los beneficios de la participación en transacciones de valores. (Plaintiff-Appellant, v. Texas Gulf Sulphur Co v. David M. CRAWFORD and Richard H. Clayton, Defendants-Appellants., 1968) En este sentido, el acceso equitativo se refiere a cualquier persona (!), que tiene acceso directo o indirecto a información corporativa, y limitada por su objeto, la cual no puede tomar ventaja de ésta para beneficio personal, con la excepción concordante de directores o encargados de la gestión corporativa. (Plaintiff-Appellant, v. Texas Gulf Sulphur Co v. David M. CRAWFORD and Richard H. Clayton, Defendants-Appellants., 1968)

Este planteamiento encuentra su raigambre en el caso resuelto por la SEC, *"In re Cady, Roberts & Co, 40 SEC 1961, p. 911* en el cual se estableció, que la Sección 17a del *"Securities Act"*, la Sección 10b del *"Securities Exchange Act"* y la Regla 10b-5, tienen un amplio ámbito de aplicación, frente a actuaciones dirigidas a obtener *"por cualquier persona"* una ventaja indebida frente a inversores y terceras personas. Es así, como la Sección 17a y la Regla 10b-5, se aplica a las transacciones realizadas sobre títulos valores esto es, no solo a quienes corporativamente acceden a información privilegiada v. gr. funcionarios, directores y accionistas mayoritarios, sino también, a otras personas que han tenido acceso a ella de forma directa o indirecta, la cual debe estar disponible únicamente para el desarrollo del objeto social y no para el beneficio personal de terceros, donde lo injusto se deriva del hecho que una parte se aproveche de tal información, con conocimiento de que no está disponible para aquellos con los que él contrata. (Cady, 1961, p. 912)

- Teoría de la malversación o apropiación indebida de la información

En contra de la decisión Chiarella v. United States, (Vincent F. Chiarella petitioner v. United States of America, 1980) (Schoen,

1999, p. 3) el juez Burger expresó su opinión disidente dando lugar a la teoría de la malversación o apropiación indebida, según la cual, el tercero al malversar o utilizar indebidamente información privilegiada con fines de comercio da lugar “a un giro del fiduciario en comerciante”, cf. (Schoen, 1999, p. 3). Allí expresa que la sección 10b y la regla 10b5 no permite una interpretación cerrada de las operaciones de comercio realizadas con base en información material no pública de la cual se ha apropiado alguien indebidamente, como era el presente caso, al abusar de su posición de confianza generada en virtud del acceso a la información y en este sentido en su calidad de insider secundario, a través de su utilización a un lado de los demás participantes del mercado, con el fin de obtener un beneficio y con el conocimiento de que ésta había parte del valor de las acciones (Vincent F. Chiarella petitioner v. United States of America, 1980).

Esta interpretación además de encontrar asidero en una interpretación gramatical de la sección 10b y de la regla 10b-5, sistemática, genética y teleológica, se basa la decisión administrativa del caso “Cady, Roberts & Co.”, y en la cual el contenido de la sección 17 A del Securities Act de 1933, de la sección 10b del Securities Exchange Act de 1934 y de la Regla 10b5, se extiende a todas las formas de operación a través de las cuales se pretenda obtener una ventaja indebida frente a los inversionistas y otras personas del mercado, y por lo tanto a cualquier persona que realice transacciones sobre valores con el conocimiento de no estar disponible para aquellos con los que él ha contratado, y no únicamente a quienes acceden a la información en calidad de insider primarios (Cady, 1961, pág. 911).

Posterior a estos fundamentos fácticos, el 12 de septiembre de 1980 la SEC expide la Regla 14e-3 (Securities Lawyer’s Deskbook), en virtud de la cual, constituye una operación fraudulenta aquella que realice cualquier persona para realizar operaciones de negociación de valores como compra o venta, con base en información material de la que está en posesión y relacionada con una oferta pública, siempre que

tenga conocimiento o tenga motivos para conocer su carácter de privada así como también frente a que ha sido adquirida directamente o indirectamente de un insider primario, salvo que dentro de un plazo razonable antes de cualquier compra o venta, dicha información sea divulgada públicamente.⁴

d. ¿Relación de causalidad entre la información apropiada indebidamente y el comercio? Uso o posesión para la vulneración de la regla 10b5

El contenido normativo de la sección 10b) de la Ley del Mercado de Valores de 1934 y de la Regla Administrativa 10b5) ha dado lugar a la cuestión sobre su interpretación en cuanto al uso o posesión de información privilegiada como hecho suficiente para la determinación de responsabilidad por abuso de la información al actuar en el comercio sobre valores conexos a ésta. (Schoen, 1999) Si bien el tenor literal de la Regla Administrativa 10b5) se refiere al uso de cualquier instrumento del comercio interestatal para defraudar o manipular el mercado, la jurisprudencia ha interpretado que esta referencia es neutral y que permite la interpretación de su contenido. Precisamente al observar el contenido de la Sección 10b se refiere al uso o empleo de un dispositivo manipulador o engañoso o maquinación. (Schoen, 1999).

- “United States vs Victor Teicher”

En casos como United States v Victor Teicher estableció la Corte de Apelaciones del Segundo Circuito el 2 de marzo de 1993, que la posesión de la información es suficiente para la determinación de la responsabilidad. (Schoen, 1999).

Es así como se resalta el planteamiento de la SEC, según el cual, una violación de la sección 10 (b) y de la Regla 10b -5 se produce cuando una operación se lleva a cabo en el “saber”, esto es, *“en la posesión de información material no pública obtenida en contravención de un deber fiduciario o similar”*. Indicando que probatoriamente no se requiere demostrar si la causa que dio lugar a la operación sobre los valores fue la información privilegiada, sino su posesión estándar, que le

permitió aprovecharse de su posición en detrimento público. (U.S. Appellee v. Victor Teicher, Victor Teicher & co, LP and Ross Frankel, 1993) Sin que sea necesario demostrar un nexo causal entre la información y el acceso al comercio, esto es, *“si esta información fue la causa real de la venta o compra de valores”* (Securities Exchange Commission, v. Richard F. Adler, 1998), lo que podría frustrar los intentos de distinguir entre el comercio legítimo y las llevadas a cabo en relación con la información privilegiada.

El Tribunal de Apelaciones resalta además que a diferencia de un arma cargada que puede estar dispuesta, pero no utilizada, la información material no puede poner inactivo el cerebro humano. El individuo al conocerla tiene la posibilidad de decidir acceder comercio con esa información y causar un beneficio a través de esta, o simplemente no hacer nada. (Schoen, 1999) Del deber fiduciario sobre la posesión de la información se deriva entonces, en unión a la resolución Chiarella v. United States, la obligación de *“revelar o abstenerse”* a la negociación (U.S. Appellee v. Victor Teicher, Victor Teicher & co, LP and Ross Frankel, 1993).

- “SEC v. Adler”/“United States v. Smith”

En el caso SEC v. Adler (Securities Exchange Commission, v. Richard F. Adler, 1998) se resolvió el 27 de marzo de 1998 por el Tribunal de Apelaciones del Undécimo Circuito, dar aplicación a la teoría del uso de la información privilegiada, solventando así los problemas probatorios sobre las motivaciones de la decisión del comerciante de acceso al comercio. Ello en consideración a su dificultad, especialmente frente la verificación del conocimiento del comerciante. (Schoen, 1999) Razón por la cual, se considera adecuado inferir de la negociación con información privilegiada, que ésta fue utilizada en el comercio. La exoneración de responsabilidad se presentaría al refutar la inferencia aportando elementos de prueba de la ausencia de una relación de causalidad entre la información y el comercio, esto es, que la información no se utilizó. El Tribunal aduce adicionalmente que esta interpretación es acorde con la

interpretación gramatical y jurisprudencial de la Corte Suprema de la sección 10 (b) y la Regla 10b -5, al analizar que la finalidad normativa es defraudar, manipular o engañar, citando el caso O'Hagan, (Schoen, 1999) con base en el cual, la sección 10 (b) no contempla una violación de uso múltiple a la prohibición del deber fiduciario, sino a los patrones de conducta que implican la manipulación o el engaño.

Así, el incumplimiento de una obligación fiduciaria y la obtención de beneficio personal se presentan por el uso de la información no pública, donde el abstenerse de no revelar la información también puede presentarse en consideración al fallo *Dirks v. SEC*, (Schoen, 1999), con el mismo propósito indebido de *la explotación de la información para su beneficio personal*. Indicando finalmente que de conformidad con la sección 14 (e), se consagra una reserva de regulación a favor de la SEC, quien está en la capacidad de prohibir actos, que no se consideren fraudulentos por el derecho común. (Securities Exchange Commission, v. Richard F. Adler, 1998)

Del mismo modo, el Tribunal de Apelaciones del Noveno Circuito en Sentencia del 25 de agosto de 1998, en el caso *"United States v. Smith"*, determinó la responsabilidad derivada del uso de información privilegiada. (U.S. v. Richard J. Smith, 1998) En este caso el demandado argumentaba que la información con base en la cual negoció los valores, consistía en *"(...) provisiones de ventas futuras y los ingresos, calificándola de información "soft"*, la que no constituye información *" material "* en el sentido de la regla 10 b-5 y, en consecuencia, no puede dar lugar a responsabilidad de información privilegiada". No obstante, el Tribunal con remisión a *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* , 401 F.2d 833, 849 (2d Cir.1968), indicó que la *"prueba básica para la materialidad"*, debe ser de carácter objetivo, esto es, *"si un hombre razonable le da la importancia debida para determinar su elección de la acción en la transacción"* correspondiente. Concordantemente, el Tribunal del Distrito instruye al jurado sobre la base de que la culpabilidad por el uso de la información privilegiada, debe sustentarse en la prueba de

la relación causal entre el material de información no pública en posesión de la parte demandada y el acceso al comercio. Si bien ello genera una alta carga probatoria para el demandante, esto no indica que el hecho no es infranqueable, v. gr., al considerar un conjunto de indicios en el caso en concreto, tales como indica con remisión a *“United States v. Grossman”*, 843 F.2d 78, 81 n. 1 (2d Cir.1988), el *“que un individuo que nunca ha invertido entre en posesión de información material no pública, al día siguiente, invierte una suma considerable de dinero en forma sustancial a las opciones de compra”*.

e. En summa

El problema probatorio puede atenderse en consideración a la totalidad de las circunstancias y elementos de valoración racional que rodearon el caso bajo examen, el contenido normativo de la sección 10b) de la Ley del Mercado de Valores de 1934 no limita la acepción empleo o uso del mecanismo para lograr el fraude o manipulación del mercado, siendo necesario el ejercicio de la SEC de la reserva de regulación que le permite concretar los fundamentos fácticos ante el abuso de la información privilegiada. Adicionalmente, tanto el contenido normativo como el desarrollo jurisprudencial indican, la posibilidad de la vulneración de las obligaciones fiduciarias de confianza y de confidencia frente al acceso a información privilegiada tanto para los insider primarios como para los insider secundarios.

III. DERECHO EUROPEO

El derecho comunitario presenta un conjunto de Directivas dirigidas al aseguramiento del funcionamiento e integridad del mercado comunitario europeo, su transparencia y la confianza del inversor, y al establecimiento de medidas de prevención del riesgo público de instrumentalización del mercado público de valores para fines ilícitos como el fraude o engaño a los participantes del mercado o a la financiación de actividades delictivas. Ahora bien, el origen jurídico de la actual Directiva 2003/6/CE sobre las operaciones con información privilegiada

y la manipulación del mercado (abuso del mercado), que derogó la 89/592/CEE sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, se encuentra en la comunicación de la Comisión del 11 de mayo de 1999 referente a la *Aplicación del marco de acción para los servicios financieros*”, dirigido a la integración de los mercados de valores e instrumentos derivados y a la actualización de la Directiva 93/22/CEE referente a la protección del inversor y la estabilidad del sistema financiero, con suficiencia de recursos, idoneidad de las personas que participan y dirigen a los emisores, medidas de auditoría y control interno, entre otros. Para la materialización legislativa de este “*appel*” o llamado político económico comunitario, indicó el comité constituido por el Consejo de la Unión, un conjunto de fases a realizar, como son, el establecimiento de principios marco, de medidas de aplicación, de cooperación y ejecución.

A. Manipulación del mercado

Del contenido del artículo 1 Numeral 2) de la Directiva 2003/6/CE se establece el qué, se considera manipulación del mercado y el cómo puede enunciativamente ésta realizarse a través p. ej. de cláusulas de absorción. Concordantemente, por manipulación del mercado pueden considerarse todas aquellas modalidades de operación que tengan como objeto modificar o beneficiarse asimismo a un tercero de forma irregular, del precio de instrumentos en el mercado, en vulneración a las columnas de acceso equitativo o en igualdad de condiciones, así como a la transparencia y la confianza de los intervinientes en la integridad de un mercado funcional.

En este punto surge además la cuestión, de si las denominadas ventas al descubierto (short sales), esto es, la venta de títulos negociables sin poseerlos al momento de celebración del negocio jurídico, pueden considerarse mecanismos de manipulación del mercado. Debe resaltarse, que las ventas al descubierto pueden realizarse con provisión (covered short sale) o sin ésta (naked short sale). (Zimmer, 2010, 485 (486)) (Trüg, 2009, 3202 (3203)) En las ventas con provisión, el vendedor tiene al momento del

cierre de la transacción, una pretensión ejecutable a la cesión de propiedad del valor correspondiente, y la seguridad de que podrá cumplir con su entrega al adquirente. (Zimmer, 2010, 485 (486)) Por otra parte, en la venta sin provisión, el vendedor no dispone del instrumento financiero ni de una pretensión de cesión de éste, razón por la cual debe conseguirlo en el mercado para el cumplimiento de la transacción. (Zimmer, 2010 485 (486))

1. Posibles formas de manipulación

Transacciones u órdenes de operaciones que puedan afectar indiciariamente la oferta, la demanda o el precio de instrumentos financieros

El literal a) del numeral 2 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE considera como manipulación del mercado todas aquellas transacciones u órdenes para realizar operaciones, que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de instrumentos financieros. Como tales pueden distinguirse según la doctrina europea los siguientes:

- Negocios previamente concertados (pre-arranged trades). (Park, 2007, 369 (375)) (Muriel-Ciceri, 2011, p. 61)
- Comercio circular (circular trading)⁵. (Park, 2007, 369 (375))
- Transacciones irregulares al momento de cierre (Art. 1 II a) Directiva 2003/6CE.
- Transacciones u órdenes de operaciones que empleen dispositivos ficticios o elementos de engaño o maquinación
- Transacciones ficticias (wash sales). (Werner, 1998, págs. 485-486) (Moreno Villegas) (Muriel-Ciceri, 2011, p. 71)
- Bajas maniobras (Bear raids/Baissemanöver). (Zimmer, 2010, 485 (487)) (Scott, 2000, p. 44) (Muriel-Ciceri, 2011. p. 61)

- Ventas abusivas al descubierto sin provisión (Abusive naked short selling). (Zimmer, 2010, 485 (488)) (Muriel-Ciceri, 2011, p. 61)⁶
- Colocación de órdenes sin intención de ejecutarlas. (Moreno Villegas) (Muriel-Ciceri, 2011, p. 61)
- Consecución de posición dominante en contra de la equidad en el mercado (Art. 1 II a) Directiva 2003/6CE.
- Difusión de información a través de medios de comunicación dirigida a producir indicios falsos o engañosos sobre el instrumento financiero (Art. 1 II a) Directiva 2003/6CE.

2. Indicios de transacciones manipuladoras

La Directiva 2003/124/CE de la Comisión por la que se establecen las normas de aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento y el Consejo, sobre la definición y revelación pública de información privilegiada y la definición de manipulación del mercado, enuncia algunos de los actos que pueden indicar la presencia de transacciones manipuladoras del mercado al analizar las órdenes de negociar o las operaciones realizadas. En primer lugar en el artículo 4, se indican aquellos relacionados con señales falsas o engañosas y con el apoyo a los precios y posteriormente, en el artículo 5, los relacionados con el uso de dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación.

En el primer caso debe considerarse por ejemplo si las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas representan una proporción significativa del volumen diario de operaciones en el pertinente instrumento financiero en el mercado regulado correspondiente, en especial cuando estas actividades producen un cambio significativo en el precio del instrumento financiero, (lit., a), o si éstas no producen ningún cambio en la propiedad beneficiosa de un instrumento financiero admitido a cotización en un mercado regulado (lit. c).

En el segundo evento, si las órdenes de negociar dadas o las operaciones realizadas por personas van precedidas o seguidas por la divulgación de información falsa o engañosa por las mismas personas u otras que tengan vinculación con ellas (lit. a), o si son realizadas por personas, antes o después de que la misma persona o personas que tengan vinculación con ellas presenten o divulguen recomendaciones de investigación o inversión que sean erróneas o interesadas o pueda demostrarse que están influidas por un interés importante (lit. b).

B. Prohibición de utilización de información privilegiada

Una de las finalidades de la Directiva 2003/6/CE era subsanar vacíos de la Directiva 89/592, tales como el superar, la interpretación dada a ésta por algunos Estados Parte, de la obligación de verificación de la existencia de un elemento subjetivo, en la utilización de información privilegiada y la intención del perpetrador de explotar la información en el mercado. (Sentencia C-45 de 1998, 2009)

En este sentido, el tenor del numeral 1) del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE define el concepto de información privilegiada como:

“la información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos.”

Así, en armonía con el artículo de concreción 1, de la Directiva 2003/124CE, la información correspondiente debe en sí misma considerada y en caso de hacerse pública, tener la capacidad de influir de forma apreciable la cotización de instrumento financiero.

Estableciendo en su artículo 2 la Directiva 2003/6/CE, que los estados miembros deberán prohibir a quien esté en posesión

de información privilegiada, la utilización de ésta, trátase de insider primarios o secundarios. Como poseedores primarios de información privilegiada se distingue en los literales a) a c) del inciso I del artículo 2, a aquellos se encuentren en posesión de esta información:

- a) por su condición de miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor;
- b) por su participación en el capital del emisor o de una empresa vinculada al emisor;
- c) por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones. Este es el caso p. ej. de aquellas personas enteradas temporalmente, como son, los contadores, abogados, banqueros, especialistas en inversiones, consultores etc. (Schoen, 1999, p. 2);

Adicionalmente contempla a los poseedores primarios de información privilegiada por asimilación, debido a sus actividades delictivas, aquí la ley alemana es más clara al indicar en el literal d) del parágrafo 38, inciso I Nro. 2 WpHG), a quienes poseen la información, *“en razón de la preparación o comisión de un delito”*.

Pero también, a los *“insider”* secundarios comprendidos como aquellos no contemplados en los eventos anteriores, incluye a otras personas que han tenido acceso a ella de forma directa o indirecta, (así llamadas personas foráneas - outsider), que no requieren tener un vínculo actual o previo con el *“insider”* primario o ser depositario de su confianza.

Entre muchos otros aspectos como forma de evitar profilácticamente el comercio indebido de información privilegiada, se contempla en el artículo 2 de la Directiva 2003/124/CE en concreción del artículo 6 de la Directiva 2003/6/CE, que los Estados miembros deben asegurarse que la información será hecha pública directamente por el emisor del instrumento financiero y titular originario, de forma rápida y con acceso completo, correcto y a tiempo de ésta.

El artículo 6 de la Directiva 2003/6/CE contempla además, la observancia por parte de los Estados miembros que los emisores presenten en sus sitios de internet durante un periodo adecuado la información privilegiada que deban publicar, sin que ello sea óbice para el establecimiento de otras medidas necesarias para la revelación de la información, considerando ilegítimo, en consonancia con el artículo 2 de la Directiva 2003/124/CE que los emisores realicen de forma engañosa la provisión pública de la información. Ésta según el artículo 2 citado, puede ser retrasada por el emisor únicamente bajo la circunstancia de que ello se realice para no perjudicar sus intereses legítimos y que ello no se utilice como instrumento para perjudicar al público, teniendo la posibilidad de exigir a los estados miembros que consagran la obligación, que tal evento se informe inmediatamente a la a la autoridad competente. Adicionalmente, los cambios de importancia relacionados con la información ya revelada, deben ser difundidos a través del mismo medio utilizado para la liberación de la información.

Finalmente, la Sección Tercera del Tribunal Europeo de Justicia en decisión C-45/08 del 23.12.2009, que resolvió la petición de decisión prejudicial del Tribunal de Apelaciones de Bélgica dentro del proceso entre *"Spector Photo Group NV"* así como de uno de sus directivos el Sr. Van Raemdonck contra la Comisión del Sector Bancario, Financiero y Asegurador, determinó la interpretación de los artículos 2 y 14 de la Directiva 2003/6/EC. El objeto de consulta del Tribunal, era el determinar si el hecho de que un insider primario efectúe una operación de mercado con instrumentos financieros a los que se refiere esta información, es suficiente para que sea calificada de operación con información privilegiada, o si adicionalmente, debe determinarse que la utilización de la información se realizó con conocimiento de causa. Expresando, que el tenor de la Directiva se refiere a la prohibición para los insider primarios de realizar operaciones de mercado con esta información, pero no a establecer si para su realización el insider fue guiado por una intensión especulativa, ánimo fraudulento o el que actuara deliberadamente o por negligencia. Consecuentemente, no

se exige el establecer si la información privilegiada motivó la operación del mercado, ni la conciencia del insider sobre el estatus de la información que poseía.

En este sentido debe interpretarse que el contenido del párrafo I del artículo 2 de la Directiva 2003/6/CE por el cual substituyó el verbo explotar por utilizar la información privilegiada en operaciones de mercado, busca superar cualquier elemento de finalidad o intencionalidad en las operaciones. Ello genera una presunción preventiva de hecho y, consonantemente rebatible, de la integración en el proceso decisorio del insider primario, de utilizar tal información en el sentido del inciso I del artículo 2 de la Directiva, al efectuar una operación de mercado, con instrumentos financieros a los que se refiere esta información, y basada, en la protección del acceso equitativo, la transparencia y la confianza en la integridad del mercado. Frente a lo cual, lo reprochable de la acción se encuentra, en especial, en la ilegítima ventaja económica de una operación con información privilegiada, que el poseedor de la información tiene frente a los demás intervinientes del mercado al momento de su utilización y resultado. Ahora bien, el establecimiento de las sanciones, proporcionales y disuasorias al hecho realizado, así como su monto y periodo a considerar, es por su parte, asunto del derecho nacional.

El derecho de los estados miembros debe en lo correspondiente, incorporar el contenido de las directivas y armonizar las normas nacionales. Alemania por ejemplo, prohíbe la manipulación del mercado en los parágrafos 20A I, 38 II, 39 I Nro. 1 a 3 de la Ley del Mercado de Valores, dirigidos a considerar todos los actos unilaterales o plurilaterales u omisiones, tendientes a enviar señales falsas o engañosas al mercado. (Trüg, 2009, 3202 (3205)) Concordantemente y en armonía con los artículos 4 y 5 de la Directiva 2003/124/CE, el Decreto para la concreción de la prohibición de manipulación del mercado (MaKonV), presenta en su artículo 3, actos y transacciones a través de los cuales se pueden llegar a presentar señales falsas o engañosas o un nivel artificial de precios. Frente a la admisibilidad de una

nueva práctica comercial, debe resaltarse que de acuerdo con el parágrafo 20 A II, no es ésta en ningún caso “automática”, sino el resultado de una evaluación objetiva de la costumbre correspondiente y su reconocimiento por el instituto federal para la vigilancia de servicios financieros, la que en todo caso antes de ser reconocida no es por sí misma inadmisibles. Los párrafos 7-10 del Decreto, establecen los elementos de determinación de viabilidad de una nueva práctica comercial, en especial, su artículo 8⁷. En este sentido, parte de la literatura ve en el parágrafo 20a inciso I una “prohibición preventiva de comercio con reserva de autorización”, (Eichelberger, 2007, 2046 (2051)) definida especialmente por Maurer entre otros, en el derecho administrativo, y en virtud de la cual, “desde un comienzo la prohibición tiene la reserva de conceder una autorización, cuando no existen razones legales que la nieguen” (Maurer, 2004, p. 218).

Debe tenerse presente, que las prácticas comerciales, así sean atípicas, encuentran una barrera digna de protección, ante indebidas e injustas interpretaciones de la “Lex Mercatoria”. La cual puede comprenderse, (Fernández Rozas, 2003, p. 31) (Leible, 1999, p. 11 - 20) (Lorenz, 1985, p. 407 y s.) (Kessler, 2009, p. 98 - 99) (Muriel-Ciceri, 2008, 645 (652)) como las costumbres legítimas de los comerciantes agremiados (Fernández Rozas, 2003, p. 31), dirigidas precisamente, al adecuado flujo comercial, a la estabilidad de los mercados, a la transparencia en las relaciones comerciales, a la seguridad y certeza jurídica, confianza en las reglas contractuales, libertad contractual que irradia la vigencia de la protección jurídica efectiva de los derechos de las partes, (Muriel-Ciceri, 2008, 645 (652)) y al equilibrio del mercado, a través de la posibilidad, de participación en condiciones de equidad de los intervinientes en el mercado. Postulados abiertamente vulnerados por las modalidades de manipulación del mercado de valores. (Muriel-Ciceri, 2011, p. 129 y s.) Consecuentemente, ante una “nueva” actividad de comercio debe verificarse de conformidad con el Decreto para la Concreción de la Prohibición de Manipulación del Mercado en Alemania (MakonV), y en aplicación extensible

al derecho colombiano, que no vulnere la transparencia del mercado, ni límite la liquidez y su capacidad de funcionamiento, ni vulnere la interacción en el juego limpio de oferta y demanda sobre un instrumento negociable. Del mismo modo, que no elimine la posibilidad que los demás participantes puedan reaccionar de forma adecuada y a tiempo frente a esta práctica, ni vulnere las características esenciales del mercado, o coloque en peligro la integridad de otros mercados, en los cuales se pueda llegar a negociar este instrumento financiero. (Muriel-Ciceri, 2011, p. 129 y s.)⁸

IV. CONCLUSIONES

1. El derecho estadounidense y europeo son acuñados sobre la base de la protección del inversionista y la de bienes jurídicos supraindividuales, v. gr. el adecuado funcionamiento e integridad del mercado de valores.
2. Son columnas de los negocios jurídicos en los derechos esbozados, a) el acceso de los inversionistas al mercado en igualdad de condiciones, b) la transparencia en las negociaciones allí realizadas, c) la confianza del público en las operaciones realizadas.
3. En la normatividad colombiana sobre protección del mercado de valores frente a acciones de manipulación del mercado y uso indebido de información privilegiada, se ven reflejados en parte los contenidos del derecho estadounidense, v. gr. en el actual Decreto 2555 de 2010⁹, frente al qué se entiende por información privilegiada, y por conflictos de interés, (Artículo 2.11.4.2.1 definiciones.). Asimismo, respecto a los principios orientadores en relación con conflictos de interés y el manejo de información privilegiada (Artículo 2.11.4.2.2 principios orientadores.). Adicionalmente, frente a las prácticas inseguras, no autorizadas e ilegales de la derogada Resolución 1200 de 1995 (capítulo único T. XII. Ad. R. 729/04), son estas consecuentemente previstas nuevamente en el capítulo III del Título X

de la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera. Asimismo se resaltan, las disposiciones contempladas en la Ley 45 de 1990¹⁰ y en los artículos 49 y 50 Ley 964 de 2005 referentes a la facultad de la Superintendencia Financiera de establecer sanciones a quienes desobedezcan sus decisiones o vulneren las normas que regulen el mercado de valores, entre otras normas. Contenidos que pueden ser complementados con aspectos del derecho estadounidense y europeo.

4. Especialmente puede considerarse en el derecho colombiano, la ampliación de la regulación estatal sobre prohibición de conductas constitutivas o generadoras de manipulación en el mercado, de carácter especial, como por ejemplo, las denominadas ventas al descubierto (*“short selling”*), bajas maniobras, etc.
5. Del mismo modo el limitar legalmente la realización, ej. por parte de las sociedades comisionistas, de las denominadas operaciones carrusel, en el sentido del título 18, artículo 2.9.18.1.1 y s., del Decreto 2555 de 2010, al configurar tales, el riesgo de ser utilizadas para la realización de operaciones que pueden generar comercio circular de manipulación del mercado.
6. El examen adecuado de nuevas prácticas bursátiles, sobre la base de que no constituyan una modalidad vulneradora de las columnas del mercado, ni de la *“lex mercatoria”*.
7. Adecuar concordantemente, el postulado del artículo 75 de la Ley 45 de 1990 del ámbito de aplicación de la prohibición de manipulación del mercado frente a *“insider”* primarios y secundarios, también a los demás contenidos normativos correspondientes del derecho colombiano.
8. En concordancia con el párrafo 1 del artículo 2 de la Directiva 2003/6/CE y el numeral 2) del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y

del Consejo, la prohibición del abuso de información privilegiada debería basarse también en Colombia, en el criterio objetivo, esto es, en verificar si el “insider” utilizó la información privilegiada frente a instrumentos financieros del mercado, y no en el examen de la intencionalidad de la acción, para lo cual es aún necesaria una adaptación normativa.

Bibliografía

- BASIC INC. V. LEVINSON, (485 U.S. 224 .1988) (No. 86-279) Recuperado el 20 de octubre de 2010, de <http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=us&vol=485&invol=224>, 20 de octubre de 2010 (U.S. Supreme Court 7 March 1988).
- BLACK, B. (02 de Agosto de 2010). *How to Improve Retail Investor Protection After the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Social Science Research Network. Recuperado el 28 de Noviembre de 2010, de <http://ssrn.com/abstract=1579719>
- BOTTKE, W. (2002). *Täterschaft und Teilnahme im deutschen Wirtschaftskriminalrecht - de lege lata und de lege ferenda*. Augsburg: Universität Augsburg.
- BRICE, L. (19 de Julio de 2010). 2010, *Financial Reform as it Relates to Hedge Funds*, Social Science Research Network. Recuperado el 08 de Diciembre de 2010, de <http://ssrn.com/abstract=1679191>
- CADY, R. & CO, (No8-3925) (Securities Exchange Act of 1934---Sections 25(b), 15A and 19(a)(3)) November 8, 1961. Recuperado el 29 de marzo de 2012, de http://c0403731.cdn.cloudfiles.rackspacecloud.com/collection/papers/1960/1961_1108_CadyRoberts.pdf (Securities and Exchange Act of 1934 08 de Noviembre de 1961).

- CARL, P. S. (2005). *Internationales Gesellschaftsrecht in der Praxis*. En A. Spahlinger, & G. Wegen, *Internationales Gesellschaftsrecht in der Praxis* (págs. márgen 1623-1624). Beck.
- COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS. Directiva 2007/14/CE (8 de Marzo de 2007). Eur-lex. Recuperado el 16 de 10 de 2010, de http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=es&type_doc=Directive&an_doc=2007&nu_doc=14
- COMUNIDADES EUROPEAS. Sentencia C-45 de 1998 de la Sala Tercera del Tribunal de justicia de las Comunidades Europeas. 23 de Diciembre de 2009. Recuperado el 16 de octubre de 2010.
- COOK, D. C., & MYER, F. (1953). *Insider Trading under The Securities Exchange Act*. Harvard Law Review.
- DE VAY, D. L. (2006). *The Effectiveness of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 in preventing and detecting fraud in financial statements: a dissertation*. Boca Raton, Florida: Argosy University.
- DIRKS v. SEC, 463 U.S. 646 (1983) (No. 82-276). Recuperado el 25 de octubre de 2012:
<http://supreme.justia.com/cases/federal/us/463/646/case.html>, (Supreme Court of the United States 21 July 1983).
- EICHELBERGER, J. (2007). *Manipulation ohne Absicht?*. Die subjektive Komponente bei dem Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG): WM 2007, 2046-2053.
- FERNÁNDEZ ROZAS, J. C. (2003). *ius mercatorum. Autorregulación y unificación del Derecho de los negocios transnacionales*. Madrid: Consejo General del Notariado.
- HORWICH, A. (2007) The Origin, Application, Validity, and Potential Misuse of Rule 10b5-1, *Business Lawyer*, Vol. 62, 2007, Northwestern Law & Econ Research Paper No. 09-37,

Recuperado el 29 de marzo de 2012, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1483812

- JACKSON, H. E. (Agosto de 2010). *Loan-Level Disclosure in Securitization Transactions: A Problem with Three Dimensions*, Joint Center for Housing Studies, Harvard University, Recuperado el 29 de Marzo de 2012, de <http://www.jchs.harvard.edu/sites/jchs.harvard.edu/files/mf10-8.pdf>
- KESSLER, A. (2007). *A revolution in commerce : the Parisian merchant court and the rise of commercial society in eighteenth-century France*, New Haven, Conn. : Yale University Press.
- KÜMPEL, S., & HAMMEN, H. (2003). *Börsenrecht: Eine systematische Darstellung*. Berlín: Erich Schmidt Verlag GmbH & Co.
- KUGELMANN, D. (2006). *Polizei und Ordnungsrecht*. Mainz: Springer.
- LEIBLE, S. (1998). *Comercio Exterior y Seguridad Jurídica*. Revista del Derecho Comercial y de las Obligaciones, nº 31 , 397 y s.
- LEIBLE, S. (1999). *El significado de los principios Unidroit para la seguridad jurídica en el comercio internacional*. Revista Derecho de los Negocios. Año nº 10, Nº 108.
- LENZ, H. (2002). *Sarbanes-Oxley Act of 2002 – Abschied von der Selbstregulierung der Wirtschaftsprüfer in den USA*, Betriebs-Berater (BB), 2270.
- LORENZ, W. (1985). *Die lex mercatoria: Eine internationale rechtsquelle?* , Festschrift Karl Neumayer (Barfuss, u.a., Hrsg.), Baden-Baden, 407-429.
- LUTTERMAN, C. (2003). *Das Bilanzrecht der Aktiengesellschaft*. Münchener Kommentar zum Aktiengesetz 2 , número de margen 12.
- MANKOWSKI, P. (2010), *Extraterritoriale Reichweite des US-Wertpapierrechts? Die Entscheidung des US Supreme Court*

in Morrison v. National Australia Bank und der 2010 Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 961 (966, 967).

MATTESSICA, R. *Lecciones de Enron y Arthur Andersen Co.* Recuperado el 17 de octubre de 2010, de http://www.uam.es/personal_pdi/economicas/lcanibano/2007/Tema%202%20Gestion%20de%20beneficios/Enron-Malaga_LV.pdf

MAURER, H. (2004). *Allgemeines Verwaltungsrecht*. München: Beck.

MOODY JENNINGS, M. (2009). *Business Ethics: Case Studies and Selected Readings*. En M. Moody Jennings, *Business Ethics: Case Studies and Select Readings* (pág. 356 y s). Mason: Cengage learning.

MORENO VILLEGAS, P. (s.f.). *El abuso del mercado. Concepto y Tipos*. Cartagena, Colombia. Recuperado el 29 de marzo de 2012, de www.iimv.org/actividades2/2_Cartagena06/Pedro.pps

MUÑOZ CONDE, F., & FOFFANI, L. (2007). *The bank or any Other Financial Institution of Loans as Perpetrator and Victim on financial Crimes*. Ponencia presentada en Pekin, en la Universidad Renmin, p. 3.

MURIEL-CICERI, J. H. (2008). *Aspectos de la unificación del derecho internacional privado en Europa y América Latina*. Anuario Español de Derecho Internacional Privado, p. 645-652.

MURIEL-CICERI, J. H. (2011). *Concepto: Modalidades de fraude financiero mediante negociaciones de títulos en bolsas de valores*. Programa de Consolidación de la Gobernabilidad Regional – CIMIENTOS de USAID. Bogotá: USAID.

OBAMA, B. (21 de Julio de 2010). *Declaraciones del Presidente en la promulgación de la Ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor*. Recuperado el 21 de Agosto de 2010, de <http://www.whitehouse.gov/the-press->

office/declaraciones-del-presidente-en-la-promulgacion-de-la-ley-dodd-frank-de-reforma-de-

ONE HUNDRED ELEVENTH CONGRESS OF THE UNITED STATES OF AMERICA at second session. H. R. 4173. Recuperado el 28 de Noviembre de 2010, de <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

PARK, T. (2007). *Kapitalmarktstrafrecht und Anlegerschutz*, NSZ, 369-376.

PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO. *Directiva 2003/6/CE (28 de Enero de 2003)*. Diario Oficial de la Unión Europea. Recuperado el 2010, de <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0016:ES:PDF>

PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO. *Directiva 2004/109/CE de 15 de diciembre de 2004*. Diario Oficial de la Unión Europea. Recuperado el 16 de Octubre de 2010, de <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:ES:PDF>

PLAINTIFF-APPELLANT, v. TEXAS GULF SULPHUR CO v. DAVID M. CRAWFORD and RICHARD H. C.401 F.2d 833. Recuperado el 29 de marzo de 2012, de <http://cases.justia.com/us-court-of-appeals/F2/401/833/323889/>, (U.S. Court of Appeals Second Circuit, SEC 13 de Agosto de 1968).

SCHOEN, K. (01 de Noviembre de 1999). *Insider trading: the 'possession versus use' debate*. University of Pennsylvania Law Review. VLex. Recuperado el 29 de Octubre de 2010, de http://vlex.com/vid/insider-trading-possession-versus-debate-52717655?ix_resultado=1.0&query%5Bq%5D=Schoen%2C+Karen%2C+Insider+trading%3A+the+%22possession+versus+use%22+debate%2C+University+of+Pennsylvania+Law+Review

SCHWARK, E. (2004). *Zielsetzung und Schutzgut, Einleitung*. En E. Schwark, *Kapitalmarktrechts-Kommentar* (número de margen 10, 11). München.

- SCOTT, D. L. (2000). *Wall-street-Wörterbuch: Börsenlexikon von A bis Z für den Investor von heute*. München: Wien Oldenburg.
- SEC V. ADLER, 137 F.3d 1325, 1340 (11th Cir.1998)(No. 96-6084)
- SECURITIES LAWYER'S DESKBOOK. (s.f.). *Rule 14e-3 -- Transactions in Securities on the Basis of Material, Nonpublic Information in the Context of Tender Offers*. The University of Cincinnati of Law. Recuperado el 29 de marzo de 2012, de <http://taft.law.uc.edu/CCL/34ActRIs/rule14e-3.html>
- SECURITIES LAWYER'S DESKBOOK. (s.f.). *Section 21A -- Civil Penalties for Insider Trading*. The University Of Cincinnati College Of Law. Recuperado el 25 de octubre de 2010, de <http://taft.law.uc.edu/CCL/34Act/sec21A.html>
- SPINDLER, G. (2010). *Finanzmarktkrise und Wirtschaftsrecht*. Die Aktiengesellschaft , 601-616.
- TRÜG, G. (2009). *Ist der leerverkauf von Wertpapieren strafbar?* NJW, 3202-3206.
- TYROLT, J., & BINGEL, A. (2010). *Short Selling – Neue Vorschriften zur Regulierung von Leerverkäufen*, Betriebs-Berater 2010, 1419. Betriebs-Berater.
- U.S. PETITIONER V. JAMES HERMAN O'HAGAN, 117 S.Ct. 2199, 138 L.Ed.2d 724 (1997). (No. 96-842), Recuperado el 29 de noviembre de 2010, de <http://www.law.cornell.edu/supct/html/96-842.ZO.html>, (Supreme Court of the United States 25 de Junio de 1997).
- U.S. SECURITIES EXCHANGE COMMISSION 17 CFR Parts 240, 243, and 249, RIN 3235-AH82 (2010). *Final Rule, Selective Disclosure and Insider Trading*. Recuperado el 25 de octubre de 2010, de http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm#P109_40929
- U.S. UNITED STATES V. TEICHER, L.P, 987 F.2d 112 (Dockets 92-1301, 92-1302.) (Nos. 735, 736). Recuperado el 29 de marzo de 2012, de

<http://openjurist.org/987/f2d/112/united-states-v-teicher-lp>
(United Courts of Appeals, Second Circuit 1993).

U.S. UNITED STATES v. RICHARD J.S., 155 F.3d 1051 (Fed. Sec. L. Rep. P 90,274, 98 Cal. Daily Op. Serv. 6590) (No. 97-50137), Recuperado el 29 de marzo de 2012, de <http://openjurist.org/155/f3d/1051/united-states-v-smith> (U.S. Court of Appeals, ninth circuit).

VINCENT F. CHIARELLA PETITIONER V. U.S. UNITED STATES, 445 U.S. 222, 100 S. Ct. 1108, 63 L. Ed. 2d 348 (1980) (No. 78-1202), Recuperado el 29 de noviembre de 2010, <http://openjurist.org/445/us/222/chiarella-v-united-states>. (Supreme Court of the United States of America 18 March 1980).

VINCENT F. CHIARELLA PETITIONER V. U.S. UNITED STATES, 78-1202. Recuperado el 29 de noviembre de 2010, de <http://openjurist.org/445/us/222/chiarella-v-united-states>. (Supreme Court of the United States of America 18 de March 1980).

WATSON, S. (Octubre de 2004). *The University of Tennessee*. Recuperado el 26 de Noviembre de 2010, de Cf. Watson, Stephany, Fostering Positive Corporate Culture In The Post-Enron Era, 6 Tenn. J. Bus. <http://trace.tennessee.edu/transactions/vol6/iss1/2>

WERNER, F. (1998). *El Negocio Jurídico Parte General del Derecho Civil*. Madrid: Fundación Cultural del Notario.

ZIMMER, D. & BEISKEN T. A. (2010). *Die Regulierung von Leerverkäufen de lege lata und de lege ferenda*. Wertpapier-Mitteilungen (WM), 485-491.

Notas

- 1 Cf. Sobre el concepto de "short sales", Tyrolt, Jochen /Bingel, Adrian, quienes se refieren no a la propiedad o posesión de un valor (sin embargo únicamente a acciones) al momento de la venta, sino a una vinculación abierta a una variable de valor, resaltando que el vendedor asume una posición económica en la cual adquiere una ganancia cuando la cotización de la acción baja luego de su venta, y asume una pérdida cuando la cotización de la acción aumenta, Short Selling – Neue Vorschriften zur Regulierung von Leerverkäufen, Betriebs-Berater

2010, 1419. Concepción que puede extenderse también aún en Colombia a los Títulos de Deuda Pública Interna (TES) (Staatsschuldscheine).

- 2 Cf. En línea: <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/declaraciones-del-presidente-en-la-promulgacion-de-la-ley-dodd-frank-de-reforma-de-21.08.2010>; véase además a Mankowski, Peter, sobre la extraterritorialidad de la competencia de la SEC y de la regulación de derecho público estadounidense vía “class actions”, ante los eventos de estar inscrito el valor en una bolsa estadounidense y al desarrollarse la transacción en Estados Unidos. Quien adicionalmente se refiere, a la vigencia de la extraterritorialidad en el caso de demandas de derecho privado con base en los lineamientos de la decisión *Morrison v. National Australia Bank*, *Extraterritoriale Reichweite des US-Wertpapierrechts? - Die Entscheidung des US Supreme Court in Morrison v. National Australia Bank und der 2010 Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG)* 2010, 961 (966, 967). Véase *Supreme Court Of The United States, Morrison Et Al. V. National Australia Bankltd. Et Al. Certiorari To The United States Court Of Appeals For The Second Circuit No. 08-1191*. Argued March 29, 2010—Decided June 24, 2010, en línea: <http://www.supremecourt.gov/opinions/09pdf/08-1191.pdf>, 8.12.2010 y la regla 10 b5. Sobre el empleo de dispositivos manipuladores y engañosos en el comercio de valores, en línea: <http://taft.law.uc.edu/CCL/34ActRls/rule10b-5.html>, 8.12.2010.
- 3 Sobre la regla 10b5 1, véase p. ej. Horwich, Allan, *The Origin, Application, Validity, and Potential Misuse of Rule 10b5-1* (May 1, 2007). *Business Lawyer*, Vol. 62, 2007; *Northwestern Law & Econ Research Paper No. 09-37*. En línea en: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1483812>, 8.12.2010.
- 4 La teoría de la apropiación indebida se ve apoyada por la decisión de la Corte Suprema en el caso *United States v. O’Hagan*, en cual O’Hagan, abogado de la firma de abogados que fue encargada para su representación en una oferta potencial de acciones, de la cual él no era parte. No obstante, al tener conocimiento en la firma de la operación, ingresó al mercado y adquirió acciones de la compañía emisora de la acciones obteniendo una ganancia de \$4,3 millones a su venta. La Corte consideró que un tercero, foráneo a la empresa titular de la información privilegiada, vulnera el contenido de la regla 14e-3 (a) al apropiarse indebidamente de la información del titular, con el objeto de realizar operaciones de valores, vulnerando una obligación fiduciaria, no con éste sino con la fuente de la información, al actuar al margen de ésta. Cf. *Supreme Court of the United States, No. 96-842, United States, v. James Herman O’Hagan*, en línea: <http://www.law.cornell.edu/supct/html/96-842.ZO.html>, 14.12.2010.
- 5 Cf. Como tales se entiende, *las operaciones que generan un comercio circular de un título, esto es que acaban en el punto en que empiezan, coincidiendo por ejemplo el primer vendedor con el último comprador, dan una apariencia de volumen comercial que afecta la demanda y el precio del instrumento financiero*. Cf. Park, Tido, *Kapitalmarktrafrect, ..., loc. cit.*, 369 (375).
- 6 Debe indicarse que de conformidad con el parágrafo 4 inciso I, 2 y 3 frase de la Ley del Mercado de Valores, el Instituto Federal para la vigilancia de los

Servicios Financieros expidió una disposición general de prohibición de ventas al descubierto con acciones de empresas cotizadas en el DAX y M-DAX, como una forma de contrarrestar irregularidades que limitan la ejecución del mercado con instrumentos financieros o servicios sobre instrumentos financieros que pueden causar considerables perjuicios al sistema financiero.

- 7 *Artículo 8 MaKonV “(...) (1) 1. Es suficientemente transparente para todo el mercado, 2. Limita la liquidez y capacidad de funcionamiento del mercado, 3. Se limita el funcionamiento de las fuerzas del mercado y la interacción de oferta y demanda en consideración a parámetros esenciales, en especial, de las condiciones del mercado antes de la introducción de la práctica mercatoria, del curso promedio ponderado en un día de comercio y de la cotización diaria de cierre, 4. Es armonizable con el mecanismo comercial en el mercado y permite a los demás participantes del mercado una reacción adecuada y a tiempo, 5. Corresponde debidamente a las características estructurales del mercado, en especial su regulación y vigilancia, a los instrumentos financieros cotizados en bolsa y la clase de participantes en el mercado, 6. Coloca en peligro la integridad de otros mercados, en los cuales es negociado el mismo instrumento financiero. (2) La Autoridad Federal debe considerar el conocimiento de otras bolsas nacionales así como de las entidades competentes de otros Estados miembro de la Unión Europea, y de otros Estados parte del Tratado sobre el Espacio Económico Europeo, adquirido en actividades de investigación en conexión con la práctica correspondiente del mercado, en especial, para la compatibilidad de la costumbre con el derecho sobre abuso del mercado y las reglas de comportamiento del mercado con éste en relación con los mercados existentes dentro de la Unión Europea y el Mercado Económico Europeo.”*
- 8 *Parágrafo 7 y 10 del Decreto para la Concreción de la Prohibición de Manipulación del Mercado en Alemania (MakonV).*
- 9 *“por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones”.*
- 10 *“por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones”.*