



Tribuna

Actividades
que pueden constituir una
información privilegiada

LA LEY 16741/2012

Ciertas actividades que preceden a la decisión de una empresa que cotiza en bolsa puede constituir una información privilegiada

(A propósito de la Sentencia del Tribunal de Justicia de 28 de junio de 2012: *Markus Geltl / Daimler AG*)

José Miguel SERRANO RUIZ-CALDERÓN

Profesor Titular de Filosofía del Derecho

Director de Estudios del Instituto de Estudios Bursátiles

El TJ considera que, tratándose de un proceso prolongado en el tiempo que pretende realizar cierta circunstancia o dar lugar a cierto hecho, pueden constituir información de carácter concreto no sólo esa circunstancia o ese hecho sino también las fases intermedias de ese proceso que están ligadas a la realización de dicha circunstancia o hecho. En concreto, una fase intermedia de un proceso prolongado en el tiempo puede constituir por sí misma una serie de circunstancias o un hecho según el sentido que comúnmente se atribuye a esos términos. Esa interpretación es válida no sólo para las fases que ya existen o ya se han producido, sino también para las fases que puede esperarse razonablemente que existirán o que se producirán.

I. GARANTÍA DE INFORMACIÓN RELEVANTE

1. La divulgación voluntaria de información financiera relevante constituye una de las decisiones estratégicas más importantes en el ámbito empresarial, siendo los contactos directos con analistas financieros uno de los canales más controvertidos y empleados por la empresa a estos efectos. Los frecuentes

supuestos de utilización incorrecta, así como los crecientes casos de discrecionalidad en la información revelada, a partir de la distinción entre información privilegiada e información relevante, constituyen un quebrantamiento flagrante de la ética de los negocios (1) propiciando la aparición de medidas preventivas y sancionadoras con el objeto de combatir esta práctica y garantizar la transparencia y confianza en el sistema financiero (2).

En este contexto el Tribunal de Justicia ha pronunciado una sentencia fundamental para la garantía de la transparencia en los mercados financieros, aunque desde luego no faltan voces que dudan sobre su impacto en la vida corporativa y en la seguridad jurídica (3). La decisión, de la que ha sido ponente el estonio U. Lõhmus, se ha producido a propósito de las Directivas 2003/6 y 2003/214, sobre una cuestión prejudicial (4), ciertamente compleja, planteada de nuevo por el Tribunal Supremo Alemán, especialmente activo en el uso de esta vía (5), y donde se balanceaba la opinión favorable a la seguridad jurídica (y limitación en consecuencia de la consideración de lo que es información relevante a efectos de la información privilegiada) o una interpretación que podríamos denominar teleológica, es decir, de interpretación de las directivas consideradas, específicamente el art. 1 punto 1 de la Directiva 2003/6 (6) en relación con el art. 1 punto 1 de la Directiva 2003/124, a los efectos de garantizar una información óptima en los mercados (7). Recuérdese que, con la finalidad de garantizar la integridad de los mercados financieros de la Unión Europea y de aumentar la confianza de los inversores en esos mercados, la Directiva 2003/6 prohíbe las operaciones con información privilegiada y obliga a los emisores de instrumentos financieros a hacer pública, cuanto antes, la información privilegiada que les afecte directamente.

2. Se entiende por «información privilegiada» toda información i) de carácter concreto, ii) que aún no se ha hecho pública, iii) que se refiere, directa o indirectamente, a uno o varios instrumentos financieros o a sus emisores, y iv) que, si se hiciera pública, podría influir de manera apreciable en la cotización de esos instrumentos financieros o en la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos. A tal efecto la Directiva 2003/124 (8) enuncia una mejor definición del concepto de «información de carácter concreto». Así pues, la información debe indicar una serie de circunstancias existentes o que puede esperarse razonablemente que existan, o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca. El sentido de la interpretación parece dirigirse, más que a la utilización o no de información privilegiada a la garantía de que todos los actuantes en los mercados van a tener la información relevante (9) que les permitan tomar decisiones en igualdad de condiciones, es decir, en las condiciones que buscan las directivas citadas y la legislación europea a los efectos de lograr un mercado efectivo y justo (10).

II. TRASCENDENCIA DE LAS FASES INTERMEDIAS DE UN PROCESO PROLONGADO EN EL TIEMPO

3. La primera cuestión planteada hace referencia a un fenómeno común en la actividad societaria, esto es, la información de procesos más o menos dilatados en el tiempo de forma que se plantean dos posibles interpretaciones, con sus matices.

Los hechos considerados (una operación de ingeniería financiera de precisión) hacen referencia a la dilatación en el tiempo de la sustitución del CEO Jürgen E. Schrempp Presidente del Consejo de Administración de la sociedad alemana Daimler A. G. En aquellos momentos el intento de adquisición de la compañía Mitsubishi Motors a lo largo del año 2004 ya había fracasado; además se consideraba que el otro pilar de su actuación, la adquisición de Chrysler, estaba lastrando los resultados de la compañía alemana. Dicho de otra forma, un posible relevo de CEO en cuanto pudiese significar un cambio de estrategia no parecía indiferente a la evolución de la compañía. En este sentido es relevante considerar que Schrempp se proponía desde el 6 de abril de 2005 (en que se celebró junta de accionistas) dimitir de su cargo antes de expirar su mandato en 2008. El 17 de mayo de 2005 comentó su intención al Sr. Koper, presidente del Consejo de vigilancia; el dato fue conocido entre el 1 de junio y el 27 de julio por otros miembros del consejo de vigilancia y del Consejo de administración. A partir del 10 de julio se preparó un comunicado de prensa y el 13 de julio se convocaron reuniones para los días 27 y 28 de julio. El 18 de julio Schrempp y Koper deciden proponer a Dieter Zetsche como sucesor; el 27 de julio la comisión de Presidencia decide proponer la sucesión para el día siguiente. Finalmente el 28 de julio se aprueba la sustitución y se comunica a la dirección de las Bolsas y la Oficina Federal de supervisión de los servicios financieros y es publicada en la base de datos de la sociedad alemana de publicaciones *ad hoc*. Zetsche, un hombre de Daimler, era CEO del grupo Chrysler y se consideró la principal influencia para el desenganche de Daimler de la compañía americana que se anunció el 14 de mayo 2007.

A partir del conocimiento público de la noticia de la sustitución de Schrempp por Zetsche se refuerza la tendencia al alza de las acciones de Daimler. Un grupo de accionistas que habían vendido en el periodo de tiempo entre el inicio del «proceso» y la sustitución se consideran perjudicados. De aquí surgirá la segunda duda centrada en si la

posibilidad de subida de las acciones era posible o previsible y qué importancia tenía esa posibilidad a la hora de hacer relevante la información sobre los pasos intermedios.

4. Como hemos indicado respecto a la trascendencia de las fases intermedias de un proceso prolongado en el tiempo, caben dos interpretaciones. Una es la sostenida en la jurisdicción nacional por el Oberlandesgericht Stuttgart por la que la comunicación por la compañía Daimler de la decisión final en el momento en la que ésta se produjo cumplía las obligaciones de la legislación. El 15 de febrero de 2007 el Oberlandesgericht declaraba que la información privilegiada sólo surgió el 28 de julio una vez producido el acuerdo del Consejo de Vigilancia. Pero el Bundesgericht anuló esa decisión devolviéndola. De nuevo el Oberlandesgericht desestimó la demanda entendiendo que no había información privilegiada respecto a los momentos intermedios en cuanto no podía reputarse probable el cambio de la cotización de las acciones a juicio de un inversor razonable. O dicho de otra forma: aunque se entendiese que algunas de las actividades previas eran hechos concretos, carecían de relevancia a la hora de considerarse información privilegiada.

Simultáneamente y en un proceso sancionatorio por los mismos hechos el Oberlandesgericht Frankfurt and Main entendía que la agrupación de circunstancias autónomas en una decisión global única era contraria a las directivas citadas y que la obligación de publicación nació desde que surgió una decisión y ésta se comunicó a un responsable de la empresa.

Estas dos opiniones son las que dan lugar a las cuestiones prejudiciales una vez que el Bundesgerichtshof entendía que había un problema de interpretación de las directivas 2003/6 y 2003/124. La idea que parece estar latente en la primera de las cuestiones prejudiciales es que los pasos intermedios que se produjeron podían constituir ya la información concreta que exigen el art. 1 punto 1 de la Directiva 2003/6 en relación con el art. 1 punto 1 de la Directiva 2003/124.

5. El bien jurídico afectado, y que daba lugar al litigio en cuyo contexto se dan las cuestiones prejudiciales, es el minusvalor con el que un grupo de accionistas vendieron las acciones del grupo Daimler durante el proceso de toma de decisiones que llevó al relevo a petición propia del Presidente del Consejo de Administración de la Compañía, que provocó un alza en la cotización de las acciones.

III. INFORMACIÓN DE CARÁCTER PRECISO EN UN PROCESO DILATADO EN EL TIEMPO

6. El Tribunal Supremo Alemán formuló la primera cuestión prejudicial de la siguiente manera: «A los efectos de la aplicación del art. 1, punto 1, de la Directiva 2003/6 y del art. 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124, ante un proceso dilatado en el tiempo cuyo fin, a través de varias fases intermedias, es la materialización de una determinada circunstancia o la producción de un determinado hecho, ¿ha de atenderse únicamente a si, con arreglo a las citadas disposiciones de las Directivas, las circunstancias o el hecho futuros deben considerarse información de carácter preciso, de modo que, en consecuencia, sea necesario comprobar si cabe esperar razonablemente que se produzcan dicha circunstancia o hecho futuros o, por el contrario, dado que se trata justamente de un proceso dilatado en el tiempo, también pueden constituir información precisa en el sentido de las citadas disposiciones de las Directivas de las fases intermedias que ya se dan o se han producido y que están vinculadas a la materialización de la circunstancia o del hecho futuro?».

El abogado general Mengotti había recordado que la definición del concepto de información privilegiada comprende cuatro elementos: información de carácter concreto, la información no se ha hecho pública, se refiere directamente o indirectamente a uno de los instrumentos financieros o a sus emisores y si se hiciese pública esa información podría influir (de manera apreciable) en la cotización de esos instrumentos financieros o en instrumentos financieros derivados relacionados con ellos (11).

El apartado 1 del art. 1 de la Directiva 2003/124 resultaba aclaratorio al exigir para la consideración de carácter concreto de la información dos circunstancias cumulativas una que la información debe indicar unas circunstancias existentes o que puede esperarse razonablemente que existan o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se producirá. Además la información debe ser lo suficientemente específica para llegar a una conclusión sobre su posible efecto en los instrumentos financieros (12).

7. Respecto a si las fases intermedias de un proceso pueden cumplir estas condiciones Mengotti apoya su apreciación positiva en que el art. 3 ap. 1 de la Directiva 2003/124 cita como

ejemplo de información privilegiada cuya comunicación puede aplazarse conforme al art. 6 ap. 2 de la Directiva 2003/6 informaciones que constituyen pasos típicos de procesos graduales como negociaciones en curso o contratos aprobados por un órgano de un emisor pendientes de otro órgano para hacerse efectivos, luego en sentido contrario puede entenderse que si existen casos de fases intermedias cuya comunicación no está excluida por el art. 6 ap. 2 serían algunos que no pudiesen definirse con esas circunstancias.

En este orden de cosas ya el abogado general citaba a la segunda serie de directrices del CERV, Comité Europeo de Reguladores de Valores, donde se indicaba que si la información se refiere a un proceso que se realiza en varias fases, cada fase del proceso, así como la totalidad del mismo, podían considerarse información de carácter preciso (13).

8. El sentido de la protección es evitar que unos inversores se encuentren en situación de desventaja respecto a otros, como señala entre otras la sentencia *Spector Photo Group y Van Raemdonck*, C 45/08, de 23 de diciembre de 2009. De excluirse las fases intermedias esta ventaja podría producirse. Por esta razón el Tribunal de Justicia indica que «En efecto, si se excluyera que una información relativa a una fase de un proceso prolongado en el tiempo pueda considerarse de carácter concreto se reduciría a la nada la obligación de hacerla pública, a pesar de que tuviera una naturaleza plenamente específica y de que también concurrían los otros elementos constitutivos de una información privilegiada. En tal supuesto, algunos poseedores de esa información podrían encontrarse en una posición ventajosa con respecto a los otros inversores y podrían obtener provecho de ello en detrimento de quienes la ignorasen».

Es indudable que una posición tan firmemente garantista tiene efectos en el actuar de las compañías; Sumner y Howard plantean los siguientes: a) Los ejecutivos de las compañías deberán actuar de una forma coordinada y expeditiva en la toma de decisiones a fin de minimizar el riesgo de pasos intermedios que sean «disclosable»; b) Por otra parte las compañías deben ser conscientes de que los pasos intermedios en los procesos de toma de decisiones pueden requerir comunicación antes de la última aprobación del Consejo u órgano superior.

Por supuesto la nueva jurisprudencia crea una duda sobre qué pasos intermedios requieren la *disclosure* o comunicación y cuáles quedan ampara-

dos por el art. 6 ap. 2 de la Directiva 2003/6 (14).

IV. PROBABILIDAD ALTA O MUY ALTA DE QUE SE PRODUZCAN LOS HECHOS Y SI ESTA PROBABILIDAD FUTURA PUEDE CAMBIAR EN VIRTUD DE LOS EFECTOS PRODUCIDOS EN LA COTIZACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

9. Aquí surge la segunda cuestión prejudicial; en cuanto la previsibilidad del alza, su mayor o menor probabilidad fue objeto del litigio, de ahí el texto de la segunda cuestión: «La expresión “puede esperarse razonablemente” que utiliza el art. 1 apartado 1 de la Directiva 2003/124, ¿requiere que exista una probabilidad alta o muy alta o bien, en relación con circunstancias que pueden darse razonablemente o con un hecho que puede esperarse razonablemente que se produzca debe entenderse que el grado de probabilidad depende de la amplitud de los efectos sobre el emisor y que, en caso de que la información pueda influir en gran medida en las cotizaciones, es suficiente que la materialización de la circunstancia o del hecho futuro sea incierta pero no improbable?» (15). Dicha cuestión puede a su vez dividirse en dos: una, en si puede esperarse razonablemente que requiere una probabilidad alta o muy alta de que se produzcan los hechos. A este respecto la sentencia entiende que «el art. 1 apartado 1 de la Directiva 2003/124 no puede interpretarse, por el hecho de utilizar los términos “puede esperarse razonablemente” por el sentido de que exige la demostración de una alta probabilidad de las circunstancias o de los hechos a los que se refiere».

La segunda pregunta que el tribunal debía resolver dentro de la segunda cuestión prejudicial es si esta probabilidad futura puede cambiar en virtud de los efectos producidos en la cotización de los instrumentos financieros.

En ese punto el Tribunal se aparta de las conclusiones del abogado general Paolo Mengozzi quien había afirmado que «en el supuesto de que la información pueda influir en gran medida en la cotización de los títulos, es suficiente que la materialización de la circunstancia o del hecho futuros no sea imposible o improbable, a pesar de ser incierta» (16).

10. Las consecuencias para el emisor son relevantes en la medida que estén comprendidas en la información previa disponible, mientras que la eventual

información posterior podrá utilizarse para comprobar la presunción de que la información previa afectaba sensiblemente al precio.

Por el contrario el Tribunal rechaza la posible interpretación de que «cuanto mayor sea la amplitud del posible efecto de un hecho futuro en la cotización, tanto menor es el grado de probabilidad necesario para que la información referida a ese hecho o futuro se considere de carácter concreto», pues eso exigiría que los dos elementos del art. 1 en su aps. 1 y 2 de la Directiva 2003/124 (que son el carácter concreto de la información y su efecto significativo en los mercados) dependiesen el uno del otro y no, como hemos indicado antes, que fuesen acumulativos. De esta suerte el Tribunal considera que «En lo que atañe a la cuestión de la probabilidad requerida de realiza-

ción futura de una serie de circunstancias o de un hecho puede variar según la amplitud de su efecto en la cotización de los instrumentos financieros afectados debe responderse negativamente».

V. APUESTA POR LA MAYOR GARANTÍA DE CONOCIMIENTO POR PARTE DEL INVERSOR

11. En conclusión la sentencia es una clara apuesta por la transparencia del mercado y por una severa obligación de *disclosure* que evite incluso el riesgo cierto de uso de información privilegiada. Tiene el mérito de confirmar definitivamente que la información sobre los pasos intermedios puede constituir información privilegiada ofreciendo clarificación en orden a las circunstancias en

del mercado. El buen funcionamiento de los mercados de valores y la confianza del público en los mercados son requisitos imprescindibles para el crecimiento económico y la riqueza. El abuso del mercado daña la integridad de los mercados financieros y a la confianza del público en los valores y los productos derivados». (8) Directiva de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado (DO L 339, pág. 70).

(9) Sobre el caso español y el funcionamiento del *insider trading* vid. E. DEL BRIO, A. MIGUEL y J. PEROTE, «An Investigation of Insider Trading Profits in the Spanish Stock Market», *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 42, núm. 1, 2002, págs. 73-94. La repercusión penal de algunas de estas prácticas en A. J. MONROY ANTÓN, *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid, Dijusa, 2006.

(10) Como es notorio la regulación de los problemas del *insider trading* es un fenómeno de los noventa. U. BHATTACHARYA y H. DAOUK, «The World Price of Insider Trading», *The Journal of Finance*, 2002. Aunque ciertamente los riesgos aparecen al menos desde la Gran Depresión y la regulación americana desde 1934. Vid. M. J. FISHMAN, K. M. HAGERTY, «Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices», *The Rand Journal of Economics*, 1992.

(11) Conclusiones del Abogado General Sr. Paolo Mengozzi presentadas el 21 de marzo de 2012, Asunto C-19/11, *Markus Gelts* contra *Daimler AG* (Petición de decisión prejudicial planteada por el *Bundesgerichtshof*), ap. 25.

(12) Lo que se denomina la materialidad de la información y que por ejemplo en la jurisprudencia americana ha dado lugar a la teoría del *Total Mix*, según la cual: «materiality requirement is satisfied when there is a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the "total

mix" of information made available». Esta posición ha sido definida en *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 1976 y que ha sido recientemente reiterada por ejemplo en *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. (Mar. 22, 2011).

En última instancia la lectura que se realiza de las Directivas 124 y 6 de 2006 es fuertemente garantista, con el claro fin de lograr condiciones lo más cercanas posible a la información completa en los mercados financieros. La Sentencia considera que hay pasos intermedios que constituyen información concreta que debe ser comunicada, pues en caso contrario, subsumiendo todos los pasos en un único proceso, podría producirse una situación de desventaja no deseable. Al mismo tiempo la Sentencia ratifica el tenor literal por el que se entiende que las dos condiciones del art. 1 ap. 1 de la Directiva, que son probabilidad e impacto, son acumulativas y no se puede pedir menor probabilidad o certeza en razón de un superior impacto. ■

NOTAS

(1) Vid. A. J. TAPIA HERMIDA y J. SÁNCHEZ GUILARTE, «El abuso de información privilegiada: *insider trading* y operaciones de iniciados», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 28, 1987, págs. 751-792; A. M. ARROYO RODRÍGUEZ y M. E. VAQUERO LAFUENTE, «La ética en el uso de la información privilegiada», *Icade. Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 64, 2005 (número dedicado a: Empresa y ética), págs. 225-250.

(2) La Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores, reformada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, establece en sus arts. 81 y 82 la regulación de este tipo de información, junto con la información confidencial en aras de salvaguardar la transparencia de los mercados de valores. Dicha norma considera información privilegiada toda información de carácter concreto, que se refiera a uno o varios emisores de valores o a uno o varios valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría o habría podido influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores, e impone la obligación a quien disponga de este tipo de información, de abstenerse de ejecutar, por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, las conductas siguientes: a) Preparar o realizar cualquier tipo de operación en el mercado sobre valores a que la información se refiera. b) Comunicar dicha información a terceros, salvo en ejercicio normal de su trabajo, profesión, o cargo. c) Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores o que haga que otro los adquiera o ceda, basándose en dicha información. Se establece, igualmente, que los emisores de valores deberán informar al público, en el más breve plazo posible, de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los mismos. Cuando el emisor considere que la información no debe ser hecha pública por afectar a sus intereses legítimos, informará inmediatamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que podrá, si lo estima necesario, dispensarle de tal obligación.

(3) Piensese, por ejemplo, que hay quien considera que en jurisprudencia similar americana y en la teoría *Fraud on the*

Market, tal como por ejemplo quedó definida por el Tribunal Supremo en *Basic Inc v. Levinson* 108 S. Ct 978 (1988), el inversor es inducido a no tomar todas las precauciones ligadas a la prudencia. D. A. SMITH, «*Fraud on the Market: Short Sellers, Reliance on Market Price Integrity*», *Wm. & Mary L. Rev.*, vol. 47, 2005, págs. 1003 y ss., <http://scholarship.law.wm.edu/wmlr/vol47/iss3/5>. De todas formas la pretensión de la legislación y jurisprudencia americana coincide con la europea al buscar que el inversor confíe en que los mercados están libres de fraude, los precios son válidos y el mercado no ha sido manipulado.

(4) También a raíz de una cuestión prejudicial, vid. la Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera) de 23 de diciembre de 2009, *Spector Photo Group NV y Chris Van Raemdonck contra Commissie voor het Bank —Financie—*, en *Assurantiewezen (CBFA)*. Petición de decisión prejudicial: *Hof van beroep te Brussel Asunto C-45/08*. En este caso, una sociedad belga, *Spector Photo Group NV*, había comprado un número determinado de sus propias acciones en la bolsa (*Euronext Bruxelles*) y seguidamente publicó determinados resultados e información sobre su política comercial sabiendo, al parecer, la cotización de la acción. El TJ recordó entonces que la capacidad de una información para afectar de manera apreciable al precio de los instrumentos financieros a los que se refiere era uno de los elementos característicos del concepto de información privilegiada.

(5) Vid. en un caso también extensivo de derechos a J. M. SERRANO RUIZ-CALDERÓN, «Dignidad versus patentabilidad (Comentario de la STJ 18 de octubre de 2011 en el asunto *Brüstle/Greenpeace*)», *LA LEY*, Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía, núm. 7766, Sección Tribuna, 30 Dic. 2011, Año XXXII, págs. 4-7.

(6) Directiva 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) (DO L 96, pág. 16).

(7) O como dice el considerando 2 de la Directiva 2003/6, «Un mercado financiero integrado y eficiente requiere integridad

del mercado. El buen funcionamiento de los mercados de valores y la confianza del público en los mercados son requisitos imprescindibles para el crecimiento económico y la riqueza. El abuso del mercado daña la integridad de los mercados financieros y a la confianza del público en los valores y los productos derivados».

(8) Directiva de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado (DO L 339, pág. 70).

(9) Sobre el caso español y el funcionamiento del *insider trading* vid. E. DEL BRIO, A. MIGUEL y J. PEROTE, «An Investigation of Insider Trading Profits in the Spanish Stock Market», *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 42, núm. 1, 2002, págs. 73-94. La repercusión penal de algunas de estas prácticas en A. J. MONROY ANTÓN, *El delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores*, Madrid, Dijusa, 2006.

(10) Como es notorio la regulación de los problemas del *insider trading* es un fenómeno de los noventa. U. BHATTACHARYA y H. DAOUK, «The World Price of Insider Trading», *The Journal of Finance*, 2002. Aunque ciertamente los riesgos aparecen al menos desde la Gran Depresión y la regulación americana desde 1934. Vid. M. J. FISHMAN, K. M. HAGERTY, «Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices», *The Rand Journal of Economics*, 1992.

(11) Conclusiones del Abogado General Sr. Paolo Mengozzi presentadas el 21 de marzo de 2012, Asunto C-19/11, *Markus Gelts* contra *Daimler AG* (Petición de decisión prejudicial planteada por el *Bundesgerichtshof*), ap. 25.

(12) Lo que se denomina la materialidad de la información y que por ejemplo en la jurisprudencia americana ha dado lugar a la teoría del *Total Mix*, según la cual: «materiality requirement is satisfied when there is a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the "total

mix" of information made available». Esta posición ha sido definida en *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 1976 y que ha sido recientemente reiterada por ejemplo en *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. (Mar. 22, 2011).

(13) *Second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market*. 06-562b, 12/07/2007.

(14) Timothy SUMNER and Mark HOWARD, «Updated: Meaning of inside information and the importance of prompt decision making», *www.Charles Russell.co.uk* en http://www.mondaq.com/article.asp?article_id=182034&signup=true.

(15) Por supuesto el concepto puede «esperarse razonablemente» está tan extendido en lo que se refiere a derechos del consumidor, del consumidor financiero, de diligencia debida, que ha sido objeto de constante precisión jurisprudencial. Por ejemplo vid. A. RUBI PUIG en «Derecho al honor on-line y responsabilidad civil del conocimiento efectivo en las SSSTs, Sala Primera, de 9 de diciembre de 2009 y 18 de mayo de 2010», *Indret: Revista para el análisis del Derecho*, 2010. La previsión razonable en los medios de la convocatoria de las Juntas Generales en J. MARTÍNEZ ROSADO, «Algunas propuestas relativas a la convocatoria de la Junta General de las Sociedades Cotizadas a la luz del informe del Ministerio de Justicia sobre el Anteproyecto de Ley de transposición de la Directiva 2007/36/CE», *Jornada Internacional: Reflexiones sobre la Junta General de las Sociedades de Capital*, 20 de abril de 2009, Colegio Notarial, Madrid.

(16) Este giro es así descrito por T. SUMMER y M. HOWARD en «Updated: Meaning of inside information and the importance of prompt decision making», *www.Charles Russell.co.uk*. «The decision confirms intermediate steps in a poostacted process may themselves constitute inside information and thus be disclosable to the market. It also rejects the position put forward by the Advocate General that potential events or circumstances might constitute inside information and be disclosable where their probability is relatively low but their potential impact on the company's share price is significant».