

España

PERIODISMO Y MERCADOS FINANCIEROS: EL RUMOR COMO INFORMACIÓN PRIVILEGIADA. ANÁLISIS DE LA SENTENCIA DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA EN EL ASUNTO C-302/20, AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Miguel Martínez Gimeno

Abogado del Área de Derecho Público, Procesal y Arbitraje de Uría Menéndez (Madrid)

Periodismo y mercados financieros: el rumor como información privilegiada. Análisis de la sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto C-302/20, Autorité des marchés financiers

Sentencia del Tribunal de Justicia relativa a la normativa de abuso de mercado y las especialidades aplicables a la publicación o difusión de información en medios de comunicación. Comunicación de un periodista a sus fuentes de una información sobre la publicación inminente de un rumor de mercado. Consideración como posible comunicación ilícita de información privilegiada.

PALABRAS CLAVE:

REGLAMENTO DE ABUSO DE MERCADO, COMUNICACIÓN ILÍCITA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA, ESPECIALIDADES APLICABLES A MEDIOS DE COMUNICACIÓN.

Journalism and financial markets: rumour as inside information. Analysis of the judgment of the Court of Justice in case C-302/20, Autorité des marchés financiers

Judgment of the Court of Justice regarding the market abuse regulations and the specialties applicable to the disclosure or dissemination of information in the media. Communication of a journalist to his sources of information about the imminent publication of a market rumour. Consideration as possible unlawful disclosure of inside information.

KEY WORDS:

MARKET ABUSE REGULATION. UNLAWFUL DISCLOSURE OF INSIDE INFORMATION. SPECIALTIES APPLICABLE TO THE DISCLOSURE OR DISSEMINATION OF INFORMATION IN THE MEDIA.

FECHA DE RECEPCIÓN: 11-4-2022

FECHA DE ACEPTACIÓN: 30-4-2022

Martínez Gimeno, Miguel (2022). Periodismo y mercados financieros: el rumor como información privilegiada. Análisis de la sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto C-302/20, Autorité des marchés financiers. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 58, pp. 114-124 (ISSN: 1578-956X).

El vigente Reglamento de Abuso de Mercado (“RAM”)¹, al igual que la anterior Directiva de abuso de mercado (“DAM”)² prevé en su artículo 21 que las conductas prohibidas de manipulación de mercado, operación con información privilegiada o comunicación ilícita de información privilegiada, en caso de que se publique o difunda información o se emitan o difundan recomendaciones por motivos periodísticos o de expresión de otro tipo en los medios de comunicación, deben ser evaluadas por los supervisores nacionales de conducta del mercado de valores teniendo en cuenta las normas que regulan la libertad de prensa y la libertad de expresión en otros medios de comunicación, así como las normas o códigos que regulan la profesión periodística.

La única excepción a esta regla es que las personas afectadas o las estrechamente vinculadas con ellas obtengan, directa o indirectamente, una ventaja o beneficio de la publicación o difusión de la información en cuestión, o que dicha publicación o difusión se lleve a cabo con la intención de inducir a confusión o engaño al mercado en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los instrumentos financieros.

A pesar de que existe jurisprudencia consolidada del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (“TJUE”) sobre el concepto de información privilegiada y sobre la excepción general a la prohibición de comunicación ilícita de esta información como consecuencia del normal ejercicio del trabajo, profesión o funciones, no existía hasta la fecha ningún pronunciamiento sobre las especialidades de publicación y difusión por medios de comunicación.

Por esta razón, el Tribunal de Apelación de París planteó una cuestión prejudicial al TJUE en relación con un expediente sancionador del supervisor de valores francés, la Autorité des marchés financiers (AMF), que ha dado lugar a la sentencia de Gran Sala del Tribunal de Justicia de 15 de marzo de 2022, AMF, C-302/20, ECLI:EU:C:2022:190.

1. Antecedentes

La cuestión prejudicial se suscita en el marco del recurso planteado frente a una sanción de la AMF a un periodista británico especializado en el ámbito financiero, por incurrir en la conducta prohibida por el RAM y la DAM de comunicación ilícita de información privilegiada. La infracción se habría cometido con ocasión de dos artículos publicados en la versión web del periódico *Daily Mail*, en su sección de "Informe de mercado", en la que se recogen noticias sobre entidades cotizadas.

En el primer artículo, publicado el 8 de junio de 2011, se aludía al rumor de una posible oferta pública de adquisición ("opa") de la sociedad LVMH sobre la entidad cotizada francesa Hermès, con una prima del 86 % en relación con la última cotización y, en el segundo, publicado el 12 de junio de 2012, se aludía también al rumor de una posible opa sobre la entidad cotizada francesa Maurel & Prom, con una prima del 80 % sobre la última cotización. Las cotizaciones de Hermès y Maurel & Prom aumentaron en la sesión siguiente al día de la publicación y hasta que ambas entidades desmintieron la noticia (aumentos de 4,55 % y 17,69 %, respectivamente).

Las investigaciones de la AMF confirmaron que cinco residentes británicos que tuvieron contacto con el periodista (o entre ellos, tras contactar alguno al primero) habían ejecutado operaciones de compra de acciones de las entidades citadas con anterioridad a la publicación, posiciones que vendieron, con ganancias, al día siguiente.

La AMF, en resolución de 24 de octubre de 2018, sancionó al periodista y a las personas citadas por, respectivamente, comunicación ilícita y operación con información privilegiada, con multas de entre 20.000 y 150.000 euros.

El periodista recurrió la sanción ante el Tribunal de Apelación de París, que planteó al TJUE una serie de cuestiones prejudiciales.

2. Problemática jurídica planteada

2.1. La primera cuestión prejudicial: ¿constituye información privilegiada la información sobre la publicación inminente en un medio de comunicación de un rumor de mercado?

La problemática planteada por la primera cuestión prejudicial se centraba en determinar si la información relativa a la publicación inminente de un artículo de prensa en el que se recoge un rumor de mercado sobre un emisor de instrumentos financieros puede cumplir el requisito de concreción exigido en la normativa para calificar una información como privilegiada.

En este sentido, debe recordarse que la jurisprudencia del TJUE sobre la DAM y su normativa de desarrollo, que vino a recoger y reforzar el RAM, se refiere a cuatro elementos esenciales para definir el concepto de información privilegiada: el carácter concreto o preciso de la información; que se trate de información que no se ha hecho pública; que se refiera directa o indirectamente

a uno o varios instrumentos financieros o sus emisores; y, finalmente, la influencia de manera apreciable sobre los precios de los correspondientes instrumentos financieros a los que se refiere la información.

El Tribunal de Apelación de París centraba su cuestión en el carácter preciso de la información, asumiendo que concurrían el resto de los elementos.

La posición sobre esta primera cuestión del periodista sancionado era que un rumor de mercado no puede constituir información privilegiada porque no existe precisión en cuanto a su origen, lo que hace dudar de su autenticidad. La consideración de información privilegiada de este tipo de noticias sería incompatible con la profesión de periodista financiero, ya que el núcleo de su actividad consiste en recabar rumores de mercado y contrastarlos con sus fuentes, y ello supondría someter a esa profesión a las mismas exigencias que a los profesionales del sector financiero.

La AMF, por su parte, consideraba que la normativa no establece restricciones en cuanto a la naturaleza, el contenido o el origen de la información que puede calificarse de privilegiada y que, por tanto, la información objeto del litigio poseía esa calificación.

La Comisión y los Estados miembros y parte del Espacio Económico Europeo que presentaron observaciones en el procedimiento ante el TJUE³ también consideraban, con diferentes matices, que la información analizada constituye información privilegiada.

2.2. El resto de las cuestiones prejudiciales: comunicación ilícita de información privilegiada y especialidades de la publicación o difusión de información privilegiada en los medios de comunicación

Las otras tres cuestiones prejudiciales planteadas por el Tribunal de Apelación de París, formuladas para el caso de una respuesta afirmativa a la primera, preguntaban al TJUE sobre la relación entre los preceptos del RAM que establecen la prohibición de comunicación ilícita de información privilegiada y su excepción general (artículo 10 del RAM) y las especialidades de la publicación o difusión de información privilegiada en los medios de comunicación (artículo 21 del RAM).

En particular, se centraban en la interacción de estas especialidades amparadas en los artículos 11 y 12 de la Carta de derechos fundamentales de la Unión Europea (la "Carta"), que reconocen, respectivamente, la libertad de expresión y de información y la libertad de reunión y asociación, y la excepción general a la prohibición de comunicación ilícita cuando la comunicación de información privilegiada se realiza en el normal ejercicio del trabajo, profesión o funciones. Se trataría de definir, por tanto, cuándo una comunicación de un periodista a una de sus fuentes puede considerarse realizada por motivos periodísticos y en el ejercicio de la profesión periodística, y en qué medida determina esto la licitud o ilicitud de la comunicación a efectos del RAM.

La posición del periodista sancionado respecto a estas cuestiones era que no cabe someter las comunicaciones entre un periodista y su fuente a un régimen estricto como el previsto en la jurisprudencia del TJUE que interpreta la excepción a la prohibición general de comunicación ilícita, y que las especialidades de la publicación o difusión de información privilegiada en medios de co-

municación deberían determinar en todo caso la licitud de la comunicación si esta se ha ajustado a la libertad de prensa y a los códigos de la profesión (en este caso, el Código de Conducta de la Independent Press Standards Organization).

La AMF distinguía entre la comunicación a la fuente del rumor, que sí estaría amparada por las especialidades del artículo 21 del RAM, al realizarse por motivos periodísticos, y la comunicación de la publicación inminente de la noticia, que no era necesaria y, por tanto, no se consideraría basada en dichos motivos. Por otro lado, consideraba que los parámetros de la libertad de prensa y los códigos de la profesión deben tenerse en cuenta, pero su cumplimiento no implica necesariamente que la comunicación de información privilegiada sea lícita.

La Comisión y parte de los Estados miembros intervinientes⁴ consideraban asimismo, con diferentes matices, que el artículo 21 del RAM es una especificación de la excepción general del artículo 10 del RAM, pero que, al igual que esta última excepción y la jurisprudencia del TJUE que la interpreta, debe valorarse la necesidad y proporcionalidad de la comunicación realizada. Otro de los Estados miembros intervinientes⁵ era, sin embargo, más favorable a dotar de autonomía al artículo 21 del RAM respecto del artículo 10 y de una interpretación más amplia a la licitud de una comunicación cuando se realiza por motivos periodísticos o conforme a la libertad de expresión e información.

3. Interpretación del Tribunal de Justicia

En su sentencia, el TJUE analiza la primera cuestión prejudicial a la luz de la DAM y su normativa de desarrollo, al tratarse de la normativa aplicable a los hechos sometidos al litigio nacional.

El TJUE centra la primera cuestión prejudicial del Tribunal de París sobre los requisitos exigidos por la jurisprudencia para calificar una información como privilegiada a efectos de la normativa de abuso de mercado en el carácter suficientemente concreto o preciso de la información como para tener una influencia apreciable sobre los precios de los correspondientes instrumentos financieros a los que se refiere.

Para examinar este requisito, comienza constatando que la información de un periodista sobre la inminente publicación de un artículo cuyo objeto es un rumor de mercado relativo a sendas posibles opas sobre dos entidades cotizadas se refiere a dos eventos futuros (a saber, la publicación de los artículos y el lanzamiento de las opas) y que ambos se encuentran íntimamente ligados.

El TJUE recuerda que, según su jurisprudencia, basta que una información sea suficientemente concreta o específica como para poder constituir una base que permita evaluar si la serie de circunstancias o el hecho mencionado en esa información puede tener un efecto sobre el precio de los instrumentos financieros, de manera que la única información que podría excluirse del concepto de información privilegiada sería la información vaga o general que no permita extraer ninguna conclusión en cuanto al efecto sobre el precio.

Por tanto, después de recordar que debe realizarse un análisis caso por caso, el TJUE concluye que no puede excluirse que concurra el carácter preciso por el solo hecho de que se trate de informaciones sobre rumores de mercado. Coincidiendo con las conclusiones de la Abogada General, considera que, por el contrario, en determinadas circunstancias, la información sobre la publicación próxima o inminente de un rumor de mercado puede conferir una ventaja al inversor que la conoce, y podría utilizarla en detrimento del resto de los inversores y de la integridad del mercado.

En cuanto al análisis de esas circunstancias que podrían dotar de carácter preciso a esa información y, en particular, determinar una influencia apreciable sobre los precios de los correspondientes instrumentos financieros a los que se refiere, el TJUE recuerda que en la cuestión prejudicial planteada no se trata de analizar tanto el carácter concreto y la posible influencia en precio del contenido de la información del rumor, sino la concreción e impacto en precio de la información sobre la publicación próxima o inminente de dicho rumor.

Sentado lo anterior, considera que la credibilidad del rumor es un factor que debe tenerse en cuenta a estos efectos, para lo cual debe realizarse también una apreciación caso por caso y en función del grado de concreción del contenido del rumor y la fiabilidad de la fuente que lo recoge.

Para el TJUE, los elementos de la información en el caso concreto planteado por la cuestión prejudicial, que identifican las entidades objeto de la opa y las condiciones de la supuesta operación, particularmente el precio, no permiten calificar la información como no precisa. Incluso la ausencia de mención del precio no excluiría el carácter preciso de la información, dado que las opas suelen ir acompañadas de una prima de adquisición, lo que hace que simplemente la información sobre la operación permita al mercado estimar el posible efecto sobre la cotización.

Adicionalmente, considera que, con independencia del contenido del artículo o del rumor, también pueden contribuir a considerar suficientemente precisa la información sobre su publicación inminente la notoriedad del periodista que firmará el artículo o la del medio de comunicación que lo publica, ya que estos elementos refuerzan la credibilidad del rumor que se publicará al presumir los inversores que procede de fuentes que dicho periodista y su medio de comunicación consideran fiables.

Por último, el TJUE recuerda que la influencia *ex post* en el precio de la publicación es un elemento pertinente para calificar el carácter preciso o concreto de la información, pero que no puede bastar por sí solo para demostrarlo.

El resto de las cuestiones prejudiciales son abordadas conjuntamente por el TJUE no solo desde la perspectiva de la DAM y su normativa de desarrollo, sino también desde la del RAM, dado que el Tribunal de París tenía dudas sobre un posible trato más favorable de este último a la conducta de comunicación ilícita de información privilegiada, que obligaría a su aplicación en favor de los sancionados.

La primera cuestión que aborda el TJUE es la de si la publicación o difusión "por motivos periodísticos" a la que alude el artículo 21 del RAM se refiere únicamente a la comunicación o difusión al

público o si también incluye la comunicación del periodista a una de sus fuentes de información habituales.

A este respecto, concluye que el precepto analizado incluye a todas las comunicaciones que forman parte del proceso que conduce a la publicación, ya que la protección de la integridad del mercado que persigue el RAM debe realizarse también respetando los derechos fundamentales y principios consagrados en la Carta, particularmente la libertad de prensa y la libertad de expresión (mencionadas de hecho en el artículo 21 del RAM), que deben ser interpretados ampliamente por su importancia en toda sociedad democrática.

De hecho, la jurisprudencia del Tribunal Europeo de Derechos Humanos sobre estas libertades reconocidas igualmente en el artículo 10 del Convenio Europeo para la protección de los Derechos Humanos y de las Libertades Fundamentales ("CEDH") considera inherente a la libertad de prensa no solo la publicación, sino también los actos preparatorios, como la recogida de información y la búsqueda e investigación de un periodista.

Por consiguiente, la comunicación de un periodista de una información sobre la publicación inminente de un artículo sobre un rumor que sea necesaria para comprobar u obtener aclaraciones sobre este último se encuentra amparada en dicha libertad, con independencia de que el destinatario sea o no la fuente del rumor.

Sin perjuicio de lo anterior, y en relación con el resto de las cuestiones, el TJUE considera que el artículo 21 del RAM no constituye una base autónoma o excepción para analizar el carácter lícito o ilícito de una comunicación de información privilegiada según el artículo 10 de la misma norma. Por el contrario, se trata de una especificación de este último precepto, que era prácticamente idéntico a la normativa anterior de la DAM, de manera que la licitud de una comunicación de información privilegiada únicamente puede darse cuando se produce en el normal ejercicio del trabajo, profesión o funciones del comunicante, en los términos que ya había establecido la jurisprudencia.

Lo anterior implica que la excepción a la ilicitud de la comunicación de información privilegiada exige un vínculo estrecho entre la revelación de dicha información y el ejercicio de un trabajo, profesión o funciones, e impone una interpretación restrictiva, de suerte que solo será lícita si es estrictamente necesaria para dicho ejercicio y respeta el principio de proporcionalidad.

En el caso concreto de un periodista, no obstante, deberá salvaguardarse el efecto útil del artículo 21 del RAM, teniendo en cuenta su finalidad de respeto a la libertad de prensa y la libertad de expresión en medios de comunicación.

Por tanto, en la medida en que el análisis de necesidad y proporcionalidad de la comunicación implica una restricción a ese derecho y libertad fundamental deberán respetarse también los límites del artículo 52 de la Carta, esto es, los del contenido esencial del derecho fundamental y la proporcionalidad de la limitación.

En este sentido, el TJUE considera que deberá comprobarse por la autoridad nacional llamada a aplicar la norma, en primer lugar, la necesidad de que el periodista verifique la información de la

que ha tenido conocimiento, y si esa comunicación fue más allá de lo necesario para esa verificación, en particular, en el caso planteado, si era necesario comunicar la publicación inminente del artículo.

En segundo lugar, deberá examinarse si la restricción a la libertad de prensa que ocasionaría la prohibición de esa comunicación sería excesiva en relación con el perjuicio que pudiese ocasionar la comunicación a la integridad de los mercados financieros.

En tercer lugar, deberá comprobarse si el periodista ha respetado las normas y códigos que regulan su profesión, si bien tampoco ese respeto permite concluir sin más la proporcionalidad de la comunicación a efectos de su licitud desde la perspectiva de abuso de mercado.

Por último, deberán tenerse en consideración en el análisis los efectos negativos para la integridad de los mercados financieros de la comunicación de información privilegiada de que se trate, particularmente si se llevaron a cabo operaciones con dicha información, ya que ello perjudica no solo a los intereses privados de los inversores, sino también, de manera más general, al interés público de proteger la integridad y transparencia del mercado y garantizar la confianza en él. En suma, deberá tenerse en cuenta que el interés público que puede perseguir la comunicación se opone también a un interés de igual naturaleza.

4. Valoración

El asunto sometido al TJUE es de indudable interés, tal como refleja su atribución a la Gran Sala del máximo órgano jurisdiccional en derecho de la Unión. Define por primera vez a nivel de la Unión Europea el equilibrio adecuado entre la transparencia e integridad del mercado que persigue el RAM (y la antigua DAM) y la libertad de expresión e información reconocidas en los artículos 11 y 12 de la Carta y 10 del CEDH.

La respuesta del TJUE a la primera cuestión prejudicial es similar a la de la Abogada General en sus conclusiones y está bastante en línea con la de la Comisión Europea y del resto de Estados que presentaron observaciones ante el TJUE. Conforme a la jurisprudencia existente, no cabe considerar que una publicación periodística, por más que se refiera solo a un rumor de mercado, deje de ser una información privilegiada si participa de los elementos esenciales que la normativa y la jurisprudencia exigen de dicho concepto.

Evidentemente, los elementos de concreción e influencia en el precio, tratándose de un rumor, solo se cumplirán en función de las características de la información, debiéndose analizar, entre otros, los extremos a los que apuntaba el Tribunal de Apelación de París al formular sus cuestiones al TJUE: la reputación del medio de comunicación o del periodista o la indicación del posible precio de la oferta, extremo este último tampoco determinante, ya que, como es bien conocido, la mera noticia de una posible opa suele tener influencia en la cotización de la acción de un emisor, aumentándola.

La respuesta del TJUE al resto de las cuestiones prejudiciales sigue igualmente las conclusiones de la Abogada General y está también bastante alineada con la de la Comisión Europea y la de la mayor parte de los Estados que presentaron observaciones ante el TJUE.

En suma, se reconoce que la comunicación de un periodista con sus fuentes es por motivos periodísticos y que, por tanto, se beneficia de las especialidades previstas en la normativa de abuso de mercado para esa actividad. Sin embargo, la comunicación por motivos periodísticos se somete en todo caso a las exigencias establecidas por la jurisprudencia para acogerse a la excepción que permite considerarla lícita. Esto es, se exige que la comunicación se produzca en el normal ejercicio de la profesión, lo que requiere en este caso que la comunicación con las fuentes sea estrictamente necesaria para dicho ejercicio y que respete el principio de proporcionalidad.

A nuestro juicio, la respuesta a la primera cuestión era bastante previsible a la vista de la jurisprudencia ya existente del TJUE, si bien aporta como novedad la clarificación de que la información puede ser privilegiada incluso cuando su origen es un mero rumor. En este sentido, es destacable que para el TJUE es indiferente que la información sea real o no, o incluso que provenga o no de la entidad (en este caso las compañías afectadas desmintieron el rumor posteriormente a su publicación) contrariamente a lo que podría inducir a pensar el término inglés de *MAR inside information* o el similar del alemán u otras versiones de idiomas no latinos, que no utilizan el término “información privilegiada”.

En efecto, si se dan las notas previstas en la jurisprudencia asentada sobre abuso de mercado para considerar la información privilegiada, debe recibir tal consideración, con independencia de su origen y de su realidad o no. Esto último podría afectar al carácter preciso de la información, pero sí por las características del caso concreto puede considerarse una información creíble, con impacto en precio y que cumple con el resto de las notas exigidas jurisprudencialmente, tendrá la consideración de privilegiada.

La sentencia analizada implica que incluso una información periodística o el trabajo preparatorio de esta son susceptibles de ser considerados información privilegiada en determinados casos, y, por tanto, que dicha información puede incardinarse no solo en la conducta prohibida por MAR de manipulación de mercado (la denominada *information-based manipulation*, que se realiza a través de medios de comunicación, incluido internet), sino también en la de comunicación ilícita y, por supuesto, en la de operativa con información privilegiada (si esta última operativa se produce).

Por lo que se refiere a la respuesta del TJUE al resto de las cuestiones prejudiciales, aunque también era en cierto modo previsible a la vista de la jurisprudencia existente relativa a la DAM sobre comunicación ilícita en el contexto del ejercicio de otro derecho fundamental (libertad sindical), se echa de menos en la sentencia una mayor profundización a la hora de realizar el balance entre los intereses públicos confrontados, a saber, la libertad de expresión e información y la integridad de mercado (en este sentido, las conclusiones de la Abogada General eran más detalladas y abordaban algo más la perspectiva del interés público del trabajo periodístico y la necesidad de protección del periodista).

En cualquier caso, lo que ilustra la sentencia es que el periodismo, particularmente el de información económica o financiera, es un sector expuesto a la normativa de abuso de mercado.

La libertad de expresión es un derecho fundamental, pero —como cualquier otro— no es absoluto y su ejercicio puede estar sometido a límites como los de la normativa de abuso de mercado, siempre que respeten el contenido esencial del derecho y el principio de proporcionalidad.

En definitiva, y como en el resto de los ámbitos de la profesión periodística (o de cualquier otra), debe ejercerse con responsabilidad y pleno conocimiento de los derechos y obligaciones, lo que obligará al periodismo financiero a consolidar o reforzar las buenas prácticas que tengan en esta materia.

Notas

- 1 Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE (DO L 173).
- 2 Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (DO L 96). La DAM estaba desarrollada, entre otras, por la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003 (DO L 339), que también es objeto de la cuestión prejudicial analizada.
- 3 Además del periodista sancionado y la AMF, presentaron observaciones ante el TJUE la Comisión, Francia, España, Suecia y Noruega. Suecia centró sus observaciones en las cuestiones segunda a cuarta y Noruega en la primera.
- 4 En concreto, Francia y España.
- 5 Suecia.