

CONCLUSIONES DEL ABOGADO GENERAL

SR. PAOLO MENGOZZI

presentadas el 26 de octubre de 2006¹

I. Introducción

1. En el caso de autos, el Symvoulio tis Epikrateias (Consejo de Estado) (Grecia) ha planteado al Tribunal de Justicia una cuestión prejudicial relativa a la interpretación de las disposiciones de la Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada.²

2. En particular, ha pedido al Tribunal de Justicia que interprete los conceptos de disposición de información privilegiada y de «explotación» de información privilegiada, en el sentido de la Directiva 89/592.

II. Marco jurídico

A. Normativa comunitaria

3. Habida cuenta del importante papel que desempeña el mercado secundario de valores negociables en la financiación de los agentes económicos, el cuarto considerando de la Directiva 89/592 expone que el buen funcionamiento de ese mercado depende en gran medida de la confianza que inspire a los inversores.

4. El quinto considerando de la Directiva 89/592 precisa que esta confianza se basa, entre otras cosas, en la garantía dada a los inversores de que estarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de la información privilegiada.

1 — Lengua original: francés.

2 — DO L 334, p. 30.

5. A tenor del artículo 1, apartado 1, de la Directiva 89/592, por «información privilegiada» se entiende «la información que no se haya hecho pública, de carácter preciso, que se refiera a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o varios valores negociables y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores».

- por su participación en el capital del emisor; o

- por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones,

6. Según el apartado 2 de este mismo artículo, la expresión «valores negociables» comprende, en particular, las acciones y las obligaciones, así como los valores asimilables a los mismos, siempre que estén admitidos a negociación en un mercado regulado y controlado por autoridades reconocidas por los poderes públicos, de funcionamiento regular y accesible directa o indirectamente al público.

dispongan de una información privilegiada, adquirir o ceder por cuenta propia o ajena, ya sea directa o indirectamente, los valores del emisor o de los emisores afectados por dicha información privilegiada explotándola con conocimiento de causa.

7. El artículo 2 de la Directiva 89/592 establece que:

«1. Cada Estado miembro prohibirá a las personas que:

- por su condición de miembros de los órganos de administración, de dirección o de control del emisor,

2. Cuando las personas a las que se refiere el apartado 1 sean sociedades o cualquier otro tipo de persona jurídica, la prohibición expresada en dicho apartado se aplicará a las personas físicas que hubieren participado en la decisión de proceder a la transacción por cuenta de la persona jurídica en cuestión.

3. La prohibición contemplada en el apartado 1 se aplicará a toda adquisición o cesión de valores efectuados con intervención de un intermediario profesional.

Cada Estado miembro podrá establecer que dicha prohibición no se aplique a las adquisiciones o cesiones de valores efectuadas, sin intervención de un intermediario profesional, fuera de un mercado tal como se define en el artículo 1, apartado 2, *in fine*.

conocimiento de causa, posean una información privilegiada tal como se define en el artículo 1, cuyo origen directo o indirecto sólo pueda ser una persona de las mencionadas en dicho artículo 2.

[...]

8. El artículo 3 de la Directiva 89/592 establece que los Estados miembros prohibirán a las personas objeto de las prohibiciones del artículo 2 de la propia Directiva, que dispongan de información privilegiada:

«a) revelar dicha información privilegiada a un tercero, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, su profesión o sus funciones;

b) recomendar a un tercero que adquiera o ceda o que haga que un tercero adquiera o ceda, basándose en dicha información privilegiada, valores admitidos a negociación en sus mercados, tal como se contempla en el artículo 1, apartado 2, *in fine*.»

9. El artículo 4 de la Directiva 89/592 dispone que cada Estado miembro impondrá asimismo la prohibición prevista en su artículo 2 a todas aquellas personas distintas de las citadas en dicho artículo que, con

10. El artículo 6 de la Directiva admite que cada Estado miembro podrá adoptar disposiciones más restrictivas que las previstas en la propia Directiva o disposiciones adicionales, siempre que tales disposiciones sean de aplicación general.

11. El considerando undécimo de la Directiva 89/592 precisa que «puesto que la adquisición o la cesión de valores negociables supone necesariamente la decisión previa de adquirir o ceder por parte de la persona que efectúa una de estas operaciones, el hecho de realizar dicha adquisición o cesión no constituye en sí mismo uso alguno de información privilegiada».

12. El considerando duodécimo de la Directiva 89/592 recuerda que «este tipo de operaciones supone la explotación de una información privilegiada» y que por ello «es conveniente considerar que [...] el hecho de efectuar transacciones con la finalidad de regularizar la cotización de valores negociables nuevamente emitidos o negociados en el marco de una oferta secundaria no constituye en sí utilización de información privilegiada».

B. Normativa nacional

13. El Decreto Presidencial griego nº 53/1992, relativo a las operaciones de las personas que están en poder de información privilegiada, y que adapta el ordenamiento interno a la Directiva 89/592 (en lo sucesivo, «Decreto nº 53/1992»), vigente en el momento de ocurrir los hechos, dispone, en su artículo 1, que tiene por objeto adaptar la legislación relativa a las Bolsas de valores a las disposiciones de la mencionada Directiva.

14. Los artículos 2, 3, 4 y 5 del Decreto nº 53/1992 reproducen los artículos 1, 2, 3 y 4 de la Directiva 89/592, respectivamente.

15. El Decreto nº 53/1992 no adopta disposiciones que den un mayor alcance a los conceptos y prohibiciones enunciados en la Directiva 89/592. De este modo, la República Helénica no se ha valido de la posibilidad ofrecida por el artículo 6 de la Directiva 89/592.

16. El artículo 11 del Decreto nº 53/1992 establece que en caso de infracción de las disposiciones del artículo 3, apartados 1 y 2, y de los artículos 4 y 5 del Decreto, además de las sanciones previstas en el artículo 30, apartados 1 y 3, de la Ley nº 1806/1988, la Comisión del mercado de capitales impondrá una multa de un importe mínimo de 10 millones de GRD y máximo de 1.000 millones de GRD, o de una cuantía

igual al quíntuplo del beneficio obtenido por quienes hayan explotado la información privilegiada.

17. El artículo 30 de esa misma Ley prevé también sanciones penales para las personas que dispongan de información privilegiada y la utilicen de forma ilícita.

18. Además, el artículo 34 de la Ley nº 3632/1928 establece que se sancionará con pena de privación de libertad y multa de hasta 50.000 GRD, o con una de estas dos penas, a quien, con objeto de obtener un beneficio ilícito, utilice intencionadamente medios idóneos para engañar al público e influir en las cotizaciones bursátiles.

19. Más aún, la Ley nº 1969/1991 dispone, en su artículo 72, apartado 1, que quien propague intencionadamente, por la prensa o por cualquier otro medio, informaciones falsas o inexactas que puedan influir en la cotización de uno o de varios valores negociables en Bolsa, será sancionado con pena de privación de libertad y multa de hasta 100 millones de GRD.

20. Por último, el artículo 76, apartado 10, de esa misma Ley establece que, sin perjuicio de la aplicación de las disposiciones penales

de carácter general, la Comisión del mercado de capitales es competente para imponer multas de hasta 100 millones de GRD a las empresas que vulneren las disposiciones legales sobre el mercado de capitales o las decisiones de dicha Comisión.

III. Litigio principal y cuestión prejudicial

21. A comienzos del año 1996, el Sr. Georgakis y algunos miembros de su familia, denominados «equipo Georgakis» por el órgano jurisdiccional remitente, eran los principales accionistas de la sociedad Parnassos. Parnassos y su filial, la sociedad Syrios AVEE, eran titulares de la mayoría de las acciones, todas ellas nominativas, de la sociedad ATEMKE. La mayor parte de los miembros del equipo Georgakis tenían un puesto en el consejo de administración de las sociedades Parnassos y ATEMKE, en las que desempeñaban funciones de dirección.

22. Los miembros del equipo Georgakis tomaron entonces la decisión, a propuesta de sus asesores financieros, de sostener la cotización de la acción de la sociedad Parnassos. Con el fin de lograr la mayoría requerida por la legislación griega para adoptar dicha decisión en junta general, acordaron la adquisición de acciones con vistas a controlar el 75 % del capital social de dicha sociedad, al objeto de poder imponer esta decisión al resto de los accionistas.

23. De mayo a diciembre de 1996, los miembros del equipo Georgakis llevaron a cabo transacciones sobre acciones de las sociedades Parnassos y ATEMKE. Vendieron a la sociedad Parnassos acciones de la sociedad ATEMKE y, con la liquidez obtenida, adquirieron acciones de Parnassos. En octubre de 1996 ésta última transmitió a Merrill Lynch Capital Markets plc. 835.000 acciones de la sociedad ATEMKE, con un pacto de recompra que no fue comunicado al mercado. Esta transacción permitió a Parnassos la financiación, a corto plazo, de la adquisición de sus propias acciones, para lo cual sirvieron de garantía las acciones de la filial ATEMKE.

24. La Comisión del mercado de capitales impuso al Sr. Georgakis una multa, por violación de los artículos 3, apartado 1, 4 y 5 del Decreto nº 53/1992, de un importe global de 70 millones de GDR, por haber participado en las transacciones descritas en el punto anterior de estas conclusiones disponiendo de información privilegiada que le había llegado tanto directamente, por su condición de accionista y consejero de las sociedades antes mencionadas, como indirectamente, por medio de otras personas que ocupaban puestos de dirección en el seno de las sociedades en cuestión. El Sr. Georgakis recurrió contra el acta de liquidación de dicha multa.

25. En primera instancia, el Dioikitiko Protodikeio (Tribunal contencioso-administrativo de primera instancia) de Livadia (Grecia) estimó en particular que el Sr. Georgakis

había hecho uso de información privilegiada en relación con determinadas transacciones llevadas a cabo entre los miembros del equipo Georgakis y destinadas a incrementar artificialmente el volumen de intercambios de acciones de la sociedad Parnassos, con el fin de dar una imagen engañosa de su valor y sin relación con el valor que se habría alcanzado de no haberse realizado dichas transacciones. El órgano jurisdiccional de primera instancia confirmó así la multa impuesta por la Comisión del mercado de capitales.

26. El Sr. Georgakis apeló ante el Dioikitiko Efeteio Peiraios (Tribunal contencioso-administrativo de apelación del Pireo), que estimó el recurso del interesado y anuló la sentencia dictada en primera instancia y el acta de la liquidación.

27. Este órgano jurisdiccional estimó que la imposición de la multa era ilegal porque las disposiciones de la Directiva 89/592, a la que se había adaptado el ordenamiento jurídico interno mediante el Decreto n° 53/1992, son de aplicación a los actos que tienen lugar entre personas que disponen de información privilegiada e inversores terceros, y que presuponen la explotación de información privilegiada, mientras que en el caso de una adquisición o una cesión de un gran número de acciones pactada de antemano entre dos personas, la existencia de semejante información es inconcebible, dado que ambas tienen constancia del fin y de las circunstancias inherentes a dicha transacción. El Dioikitiko Efeteio Piraios estimó, pues, que si la adquisición y la cesión de un gran número de acciones pactadas de antemano

entre dos personas no puede ser considerada, en sí misma, como fruto del uso de información privilegiada, las manipulaciones que el demandante llevó a cabo con los miembros del equipo Georgakis no están comprendidas en el ámbito de aplicación de la mencionada Directiva y del referido Decreto n° 53/1992.

28. La administración tributaria interpuso un recurso de casación contra esta sentencia ante el Symvoulío tis Epikrateias.

29. De las informaciones que se contienen en la resolución de remisión del Symvoulío tis Epikrateias se desprende que las transacciones que se llevaron a cabo entre los miembros del equipo Georgakis fueron pactadas previamente, y que éstos sabían que la cotización de las acciones de la sociedad Parnassos había evolucionado a causa de una demanda artificial que había sido creada por ellos mismos, basada en una financiación a gran escala que utilizaba distintos métodos.

30. En cuanto a la calificación de los comportamientos controvertidos como explotación de información privilegiada, el órgano jurisdiccional remitente consideró que la interpretación de las disposiciones de la Directiva 89/592 de que se trataba en el litigio principal estaba sujeta a dudas razonables, concretamente en lo que se refiere a

los conceptos de información privilegiada y de persona que dispone de información privilegiada, así como sobre el alcance de la prohibición de llevar a cabo determinados actos que recae sobre la persona que dispone de tal información. En consecuencia, el Consejo de Estado griego decidió suspender el procedimiento y plantear al Tribunal de Justicia la siguiente cuestión prejudicial:

«En el caso de que, entre personas o grupos de personas incluidas en alguno de los supuestos contemplados en el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 89/592 [...], se lleven a cabo operaciones bursátiles pactadas de antemano que den lugar a un incremento artificial del precio de los valores negociables transmitidos, ¿debe o no considerarse que quienes realizan dichas operaciones disponen de información privilegiada, en el sentido de los artículos 1 y 2 de la Directiva antes citada, de modo que les es aplicable la prohibición, establecida en los artículos 2, 3 y 4 de esa misma Directiva [89/592], de explotar dicha información?»

IV. Procedimiento ante el Tribunal de Justicia

31. El demandado en el litigio principal, los Gobiernos griego e italiano y la Comisión de las Comunidades europeas presentaron observaciones escritas ante el Tribunal de Justicia, con arreglo al artículo 23 del Estatuto del Tribunal de Justicia. Estas partes fueron también oídas en la vista que tuvo lugar el 13 de julio de 2006, a excepción del Gobierno italiano, que no estuvo representado.

V. Examen de la cuestión prejudicial

32. Con carácter preliminar, hay que poner de relieve ciertos elementos que, tras la lectura de la cuestión prejudicial y de la resolución de remisión, resultan ser pacíficos.

33. En primer lugar, los hechos del caso de autos, ocurridos en 1996, se han desarrollado únicamente bajo la vigencia de la Directiva 89/592, y de la normativa griega que adaptó a ésta el derecho interno. Por consiguiente, el Tribunal de Justicia no ha sido directamente llamado a interpretar las disposiciones de la 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),³ la cual entró en vigor el 12 de abril de 2003 y, en virtud de sus artículos 20 y 21, derogó ese mismo día la Directiva 89/592.

34. Consta, a continuación, que los miembros del equipo Georgakis están comprendidos en el ámbito de aplicación *ratione personae* de la Directiva 89/592, así como de la normativa nacional que adaptó a ésta el derecho interno, ya sea por su condición de miembros de los órganos de administración

3 — DO L 96, p. 16.

o de dirección de las sociedades Parnassos y ATEMKE, o por su participación en el capital de estas sociedades.

35. Además, las acciones objeto de las transacciones controvertidas en el litigio principal constituyen ciertamente valores en el sentido de la definición que de éstos se da en el artículo 1, apartado 2, de la Directiva 89/592.

36. Por último, de los hechos expuestos por el órgano jurisdiccional remitente se desprende que las transacciones pactadas de antemano y llevadas a cabo entre las personas de que se trata tuvieron como efecto incrementar artificialmente el precio de los valores negociados.

37. Una vez hechas las anteriores precisiones, la cuestión planteada por el órgano jurisdiccional remitente invita, en esencia, al Tribunal de Justicia, a que indique si determinadas personas que pueden considerarse iniciados, a los efectos de la Directiva 89/592, disponen de información privilegiada y la explotan, en el sentido de la Directiva mencionada, por el hecho de llevar a cabo determinadas transacciones bursátiles pactadas de antemano que producen un incremento artificial del precio de los títulos cedidos.

38. Es importante tener en cuenta ante todo que la Directiva 89/592 no prohíbe que las personas enunciadas en su artículo 2, apar-

tado 1, dispongan de información privilegiada, sino que la exploten con conocimiento de causa.⁴ Así lo recordó el Tribunal de Justicia en su sentencia Verdonck y otros.⁵

39. Del artículo 2, apartado 1, de la Directiva se desprende, en particular, que la explotación de información privilegiada presupone necesariamente la existencia material de dicha información. La información privilegiada debe, por tanto, existir con anterioridad a su explotación. Así, solo puede explotar una información privilegiada quien previamente dispone de ella, con independencia de que esa persona disponga de la información de forma «primaria», es decir, por encontrarse en una de las situaciones que se enumeran en el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 89/592, o de forma «secundaria», en el supuesto regulado en el artículo 4 de esa misma Directiva.

40. Las partes que presentaron observaciones ante el Tribunal de Justicia han mantenido posturas opuestas acerca de si personas que hayan realizado transacciones del tipo de las que se trata en el litigio principal disponen de información privilegiada, en el sentido de la Directiva 89/592, cuya explotación está prohibida por ésta.

4 — Artículo 2, apartado 1, de la Directiva.

5 — Sentencia de 3 de mayo de 2001 (C-28/99, Rec. p. I-3399), apartado 29.

41. Tanto para el Sr. Georgakis, demandado en el litigio principal, como para la Comisión, una situación como la que tiene lugar en el litigio principal no está comprendida en el ámbito de aplicación de la Directiva 89/592.

42. Según el Sr. Georgakis, la Directiva 89/592 tiene por objeto excluir la posibilidad de que las personas que, por razón de sus funciones, disponen de información privilegiada, puedan explotarla en beneficio propio y en detrimento de los terceros con los que se relacionan. Por lo tanto, uno de los requisitos para que estas disposiciones sean aplicables es que la persona que dispone de la información privilegiada contrate con alguien que ignora ésta información. Afirma que este no es el caso en el litigio principal. En efecto, precisa, en este asunto, todos los contratantes que participaron en la transacción controvertida dispusieron entre todos, e incluso crearon, una información común relativa al título bursátil. De ello concluye, por un lado, que esa información deja de ser privilegiada en lo que a ellos se refiere y, por otro, que el conocimiento privilegiado de uno no podía ser explotado en detrimento de otro.

43. Por su parte, la Comisión estima que de los hechos, tal como han sido expuestos por el órgano jurisdiccional remitente, no se desprende que los miembros del equipo Georgakis llevaran a cabo las transacciones controvertidas movidos por información privilegiada. Por el contrario, señala que esas transacciones se llevaron a cabo sobre la base de la decisión adoptada por el equipo Georgakis, a propuesta de sus asesores financieros, de sostener la cotización de las acciones de la sociedad Parnassos. Por ello, esas transacciones no implican en sí mismas

la utilización de información privilegiada. La Comisión añade que las transacciones basadas en la decisión de determinados miembros del consejo de administración de un emisor de sostener la cotización de una acción en bolsa estarían comprendidas en el ámbito de aplicación de la Directiva 2003/6, en la medida en que ésta contempla las operaciones de manipulación del mercado, pero esta Directiva no es, sin embargo, aplicable al caso de autos.

44. Por el contrario, los Gobiernos griego e italiano mantienen que una situación como la que tiene lugar en el litigio principal sí está comprendida en el ámbito de aplicación de la Directiva 89/592.

45. El Gobierno griego insiste en que intercambios concertados de acciones de la misma sociedad, o las adquisiciones y cesiones ficticias entre las mismas personas con vistas a incrementar la negociabilidad y el precio de las acciones, constituyen una información de una gran importancia, cuya explotación puede tener serias repercusiones sobre la transparencia del mercado. El elemento decisivo de información privilegiada de que disponen los miembros de un grupo que se han puesto de acuerdo es el hecho de saber que la cotización actual del título procede de un incremento artificial de la demanda por parte de los propios miembros del grupo, y no de una evolución o de unas perspectivas de evolución favorable de los parámetros financieros de la sociedad en cuestión, y que no es, evidentemente, el resultado de una mayor negociación del título en Bolsa. Según este Gobierno, el concepto de disposición de información privilegiada comprende no sólo su adquisi-

ción, sino también su creación. La legislación relativa a las operaciones de personas que disponen de información privilegiada no deja de aplicarse cuando las personas que explotan tal información están en el origen de ésta. El Gobierno griego añadió en la vista que una situación como la que tiene lugar en el litigio principal puede ser considerada tanto explotación de información privilegiada como manipulación de mercado.

46. El Gobierno italiano considera, en esencia, que, habida cuenta de los objetivos de la Directiva 89/592 de lograr el máximo de transparencia en el funcionamiento de los mercados financieros y de asegurar que los inversores se encuentren en igualdad de condiciones, las personas que decidan llevar a cabo una o una serie de operaciones de sostenimiento artificial de la cotización de un título en Bolsa deben ser igualmente considerados personas que disponen de información relativa a éste, a saber, el programa de venta y adquisición de valores negociables, pactado de antemano, y destinado a sostener artificialmente, de espaldas al público, la cotización de un título negociado en Bolsa. En opinión de ese Gobierno, este programa constituye ciertamente, una información privilegiada en el sentido de la Directiva 89/592, cuya explotación está prohibida.

47. Se hará notar también que las partes que participaron en la vista coinciden en señalar que la práctica denominada «painting the tape» sirve para describir las operaciones llevadas a cabo por el equipo Georgakis.

48. En el mundo financiero y bursátil esta práctica se define habitualmente como aquella en la que ciertos inversores proceden a realizar entre ellos una serie de transacciones en relación con determinados valores negociables, creando la ilusión de un elevado volumen de intercambios y de un interés significativo de los inversores por los valores mencionados, capaz de incitar a inversores terceros a adquirir los valores en cuestión y permitir así un incremento en la cotización de esos títulos.⁶

49. Por las razones que se expondrán en los puntos siguientes de las presentes conclusiones, soy proclive a considerar que, a la vista de los elementos de hecho de que disponemos, una situación como la que expone el órgano jurisdiccional remitente no está comprendida en el ámbito de aplicación de la Directiva 89/592.

50. Es necesario recordar que el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 89/592 prohíbe la explotación con conocimiento de causa de información privilegiada. En mi opinión, la «explotación con conocimiento de causa» de información privilegiada se caracteriza por la presencia de dos elementos diferentes: por una parte, un elemento moral, y por otra, un elemento material. El elemento moral consiste en la intención o en la decisión de explotar conscientemente una información

⁶ — Véanse, en especial, las definiciones que figuran en las direcciones de internet www.investorwords.com y www.investopedia.com.

cuyo carácter privilegiado se conoce. El elemento material se presenta como la puesta en práctica de dicha intención o decisión llevando a cabo transacciones de valores negociables, bien directamente, bien por mediación de un intermediario financiero.⁷

Directiva 89/592. De la resolución de remisión no se desprende tampoco que la propuesta de los asesores financieros del equipo Georgakis fuera sugerida sobre la base de una información privilegiada, en el sentido de la Directiva mencionada.

51. En este contexto, dado que, como he tenido ocasión de subrayar en el punto 39 de las presentes conclusiones, la existencia de información privilegiada es, por definición, previa a su explotación, así también la información privilegiada debe preceder tanto al elemento moral de la explotación de esta información, es decir, a la intención o la decisión de explotar la información, como a su elemento material, es decir, a la ejecución de esta intención o decisión.

53. Por consiguiente, en una situación como la que tiene lugar en el litigio principal, las personas que llevaron a cabo las transacciones controvertidas no se encontraban, en principio, en una situación de explotación de información privilegiada, en la medida en que la exposición de los hechos realizada por el órgano jurisdiccional remitente no permite identificar la información privilegiada que les habría conducido a llevar a cabo dichas transacciones.

52. Pues bien, según los hechos expuestos en la resolución de remisión, resulta que la decisión de los miembros del equipo Georgakis, adoptada a comienzos del año 1996, de llevar a cabo las transacciones tendentes a «sostener» la cotización de las acciones de la sociedad Parnassos fue adoptada como consecuencia de una propuesta de sus asesores financieros. A falta de más precisiones de hecho, la decisión de los miembros del equipo Georgakis no parece, por tanto, haber sido adoptada sobre la base de una información privilegiada, en el sentido de la

54. Además, no es convincente la tesis de los Gobiernos intervinientes que mantienen, en esencia, que la decisión de los miembros del equipo Georgakis de llevar a cabo determinadas transacciones que tenían por finalidad el sostenimiento artificial de la cotización de las acciones a espaldas del público constituye, en sí misma, una información privilegiada cuya explotación está prohibida.

7 — Es indiferente, a este respecto, que los elementos moral y material vean la luz en momentos muy próximos en el tiempo, o casi simultáneos. Además, el elemento moral de la explotación de una información que se sabe que es privilegiada no implica que exista la intención de realizar un beneficio.

55. En efecto, creo que la idea que subyace en los considerandos undécimo y duodécimo de la Directiva 89/592 no permite considerar

la decisión de los miembros del equipo Georgakis, de llevar a cabo las transacciones controvertidas en el litigio principal, como constitutiva, en sí misma, de información privilegiada.

56. Recuerdo que, según el considerando undécimo de la Directiva 89/592, «puesto que la adquisición o la cesión de valores negociables supone necesariamente la decisión previa de adquirir o ceder por parte de la persona que efectúa una de estas operaciones, el hecho de realizar dicha adquisición o cesión no constituye en sí mismo uso alguno de información privilegiada».

57. En cuanto al considerando duodécimo de la Directiva, subraya que «este tipo de operaciones supone la explotación de una información privilegiada» y que, por ello, «es conveniente considerar [...] que el hecho de efectuar transacciones con la finalidad de regularizar la cotización de valores negociables nuevamente emitidos o negociados en el marco de una oferta secundaria no constituye en sí utilización de información privilegiada».

58. Pues bien, en mi opinión, es necesario interpretar estos considerandos de forma que, en las dos situaciones que en ellos se

describen, la decisión previa de llevar a cabo las correspondientes transacciones no puede ser considerada en sí misma información privilegiada.

59. Defender lo contrario significaría impedir a los inversores, a las sociedades emisoras de valores negociables o a sus órganos la puesta en práctica de sus decisiones de llevar a cabo las transacciones de que se trate, haciendo recaer sobre estos operadores una sospecha general de que explotan una información privilegiada desde el momento en que proceden a realizar las mencionadas transacciones. Semejante interpretación perjudicaría sin ninguna duda el buen funcionamiento del mercado de valores negociables. Ahora bien, es seguro que éste no es el objetivo perseguido por la Directiva 89/592.

60. Ciertamente, una situación como la controvertida en el litigio principal no es completamente asimilable a las situaciones a las que se refieren los considerandos undécimo y duodécimo de la Directiva 89/592.

61. Sin embargo, no pienso que cuando se limitó a mencionar las dos situaciones referidas en los considerandos undécimo y duodécimo de la Directiva 89/592, el legislador comunitario pretendiera considerar que, *a sensu contrario*, en todas las demás situaciones, incluida una situación como la

controvertida en el litigio principal, la decisión previa de llevar a cabo transacciones de valores negociables deba considerarse, en sí misma, información privilegiada.

62. Así, resulta poco convincente la alegación en este sentido del Gobierno italiano, según la cual, al contemplar únicamente la adquisición «o» la cesión de valores negociables, el considerando undécimo de la Directiva 89/592 no cubre las situaciones en las que se llevan a cabo una pluralidad de operaciones bursátiles y que, por consiguiente, debe considerarse, por ese motivo, que las transacciones realizadas por el equipo Georgakis constituyen una explotación de información privilegiada. En efecto, el uso de la conjunción «o» en dicho considerando de la Directiva no me parece excluyente sino, más bien, ilustrativo, tesis que resulta reforzada por el empleo, en plural, del término «transacciones» en el considerando duodécimo de la propia Directiva.

63. Además, tampoco me parece que el hecho de que las transacciones controvertidas hayan sido pactadas previamente deba acarrear la consecuencia de que la decisión del equipo Georgakis se considere información privilegiada. En efecto, el factor de planificación previa de transacciones bursátiles está, como mínimo, también presente en la situación en la que se pretende una (verdadera) regulación de las cotizaciones de valores negociables, la cual se menciona

precisamente en el duodécimo considerando de la Directiva 89/592.

64. Me parece, por el contrario, que los considerandos undécimo y duodécimo de la Directiva 89/592 tienen por objeto ilustrar la idea de que la decisión previa de realizar transacciones de valores negociables no constituye, en sí misma, información privilegiada.

65. Tal decisión es, sin embargo, capaz de constituir el elemento intencional de la explotación de una información privilegiada, desde el momento que dicha decisión se basa sobre la mencionada información. Además, en presencia de transacciones fraccionadas en el tiempo, la aparición de una información privilegiada, capaz de alterar la decisión inicialmente adoptada por los inversores, puede también llevar a que las transacciones llevadas a cabo después de llegar a conocer esta información, y utilizándola, constituyan una explotación de la mencionada información en el sentido de la Directiva 89/592.

66. Sin embargo, como ya he señalado anteriormente, habida cuenta de los hechos expuestos por el órgano jurisdiccional remi-

tente, no percibo que, en la situación que tiene lugar en el litigio principal, exista información privilegiada.

explotación de dicha información, en su dimensión intencional y material.

67. Esta apreciación no queda desvirtuada, en mi opinión, por la alegación de los Gobiernos intervinientes, según la cual los objetivos de transparencia del mercado y de igualdad de oportunidades entre los inversores que persigue la Directiva 89/592, deben permitir que una situación como la que tiene lugar en el litigio principal entre en el ámbito de aplicación de la Directiva 89/592.

69. Además, el ámbito de aplicación de un acto comunitario está normalmente definido por sus propias disposiciones y, en principio, no puede ampliarse a situaciones distintas de las que ha pretendido regular.⁸ Pues bien, en el caso de autos, no parece que la Directiva 89/592 haya pretendido contemplar una situación que entra en el ámbito de la práctica llamada «painting the tape» y, de forma más general, en la manipulación del mercado.

68. Si bien el Juez comunitario ha recurrido a menudo al método de interpretación teleológica de las disposiciones de los actos comunitarios, opino que, en el caso de autos, no puede ampliarse el ámbito de aplicación *ratione materiae* de la Directiva 89/592, habida cuenta de la gran generalidad de los objetivos enunciados en la exposición de motivos de esta Directiva. En efecto, aun cuando la situación controvertida en el litigio principal obstaculiza ciertamente el buen funcionamiento del mercado, la interpretación que sugieren los Gobiernos intervinientes equivale a ignorar los requisitos inherentes a la aplicabilidad de la Directiva 89/592, concretamente el que se refiere a la existencia de una información privilegiada que se encuentre en el origen de la

70. A este respecto, considero importante señalar que, mediante la adopción de la Directiva 2003/6, que persigue los mismos objetivos de transparencia y de integridad del mercado que la Directiva 89/592,⁹ el objetivo del legislador comunitario, cuando sustituyó esta última Directiva e incluyó en el ámbito de aplicación de la nueva la lucha contra la manipulación del mercado, era precisamente hacer avanzar la armonización de las legislaciones de los Estados miembros sancionando comportamientos que la experiencia ha demostrado que pueden minar la

8 — Véase, respecto de un Reglamento, la sentencia de 12 de diciembre de 1985, Krohn (165/84, Rec. p. 3997), apartado 13, y la jurisprudencia que allí se cita.

9 — Véanse, en particular, los considerandos segundo, undécimo, duodécimo, decimoquinto, vigésimo, cuadragésimo primero y cuadragésimo tercero de la Directiva 89/592.

confianza del público y, por ello, perjudicar el buen funcionamiento de los mercados.¹⁰

71. Pues bien, a tenor del artículo 1, apartado 2, letra a), de la Directiva 2003/6, se entienden por «manipulación de mercado» concretamente las 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, o que aseguren, por medio de una persona o de varias personas que actúen de manera concertada, el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las transacciones o emitido las órdenes para realizar operaciones demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate. Parece, en consecuencia, que esta definición cubre prácticas como la denominada «painting the tape».¹¹

10 — Véase, en este sentido, el considerando decimotercero de la Directiva 2003/6. Véase también el considerando undécimo de esta misma Directiva, que precisa que «el actual marco jurídico comunitario de protección de la integridad del mercado está incompleto».

11 — Debe destacarse, a este respecto, que en la Propuesta de Directiva, la Comisión había sugerido que se concretase la definición de «manipulaciones de mercado» mediante ejemplos concretos, que se adjuntaban al texto de la Propuesta de Directiva, con objeto de facilitar la interpretación de esta definición. Así, la práctica de «painting the tape» figuraba bajo la rúbrica «Actuaciones basadas en operaciones con intención de crear una falsa impresión de actividad» de la sección B del anexo [véase la Propuesta de Directiva de 30.05.2001, COM(2001) 281 final, de 30 de mayo de 2001, p. 22]. A raíz de la oposición del Parlamento Europeo a la utilización del método llamado de «comitología», previsto en la Propuesta de Directiva para la modificación de las disposiciones del anexo (véase, a este respecto, el informe de la Comisión económica y monetaria del Parlamento, documento A5/2002/69, de 27 de febrero de 2002), el texto finalmente adoptado por el Parlamento y el Consejo de la Unión Europea no contiene ningún anexo.

72. A la luz del proceso legislativo comunitario en el ámbito de las manipulaciones del mercado,¹² no me parece que sea posible acoger la tesis de los Gobiernos intervinientes, consistente en ampliar el ámbito de aplicación de la Directiva 89/592 o, de acuerdo con el matiz expuesto por el Gobierno griego en la vista, «dar [a este acto] una interpretación más flexible», de forma que dicha Directiva prohíba prácticas como las controvertidas en el litigio principal.

73. En efecto, la tesis de los Gobiernos intervinientes equivale a ignorar el carácter fragmentario del marco comunitario que existía en el momento de la aplicación de la Directiva 89/592, al dar a ésta un alcance que podría invadir la competencia residual de los Estados miembros para regular y sancionar las manipulaciones del mercado.

74. Además, considero importante señalar que, en el momento en que sucedieron los hechos del litigio principal, la República Helénica,¹³ así como la gran mayoría de los Estados miembros, regulaba y sancionaba penalmente las prácticas de manipulación del mercado.¹⁴

12 — Según la Directiva 2003/6, el abuso del mercado comprende tanto las operaciones con información privilegiada como la manipulación del mercado.

13 — Véase, en particular, el artículo 34 de la Ley nº 3632/1928, citado en el punto 18 de las presentes conclusiones.

14 — Parece ser que sólo la República de Austria y el Reino de Suecia y, en menor medida, el Reino de los Países Bajos, no sancionaban la manipulación del mercado.

VI. Conclusión

75. A la vista de estas consideraciones, propongo al Tribunal de Justicia que responda de la forma siguiente a la cuestión prejudicial planteada por el Symvoulio tis Epikrateias:

«Las personas o grupos de personas incluidas en alguno de los supuestos contemplados en el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 89/592/CEE del Consejo, de 13 de noviembre de 1989, sobre coordinación de las normativas relativas a las operaciones con información privilegiada, que lleven a cabo operaciones bursátiles pactadas de antemano que den lugar a un incremento artificial del precio de los valores negociables transmitidos, no deben considerarse personas que disponen de información privilegiada, en el sentido de los artículos 1 y 2 de la Directiva antes citada.»