

SENTENCIA DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA (Sala Segunda)

de 7 de julio de 2011 \*

En el asunto C-445/09,

que tiene por objeto una petición de decisión prejudicial planteada, con arreglo al artículo 234 CE, por el College van Beroep voor het bedrijfsleven (Países Bajos), mediante resolución de 6 de noviembre de 2009, recibida en el Tribunal de Justicia el 16 de noviembre de 2009, en el procedimiento entre

**IMC Securities BV**

y

**Stichting Autoriteit Financiële Markten,**

EL TRIBUNAL DE JUSTICIA (Sala Segunda),

integrado por el Sr. J.N. Cunha Rodrigues, Presidente de Sala, y los Sres. A. Arabadjiev, A. Rosas y U. Lõhmus y la Sra. P. Lindh (Ponente), Jueces;

\* Lengua de procedimiento: neerlandés.

Abogado General: Sra. J. Kokott;  
Secretario: Sr. A. Calot Escobar;

habiendo considerado los escritos obrantes en autos;

consideradas las observaciones presentadas:

- en nombre de IMC Securities BV, por el Sr. G.P. Roth, advocaat;
  
- en nombre de la Stichting Autoriteit Financiële Markten, por los Sres. H.J. Sachse y P.L. Reeser Cuperus, advocaten;
  
- en nombre del Gobierno neerlandés, por la Sra. C.M. Wissels y el Sr. Y. de Vries, en calidad de agentes;
  
- en nombre del Gobierno belga, por la Sra. M. Jacobs y el Sr. J.-C. Halleux, en calidad de agentes;
  
- en nombre del Gobierno checo, por el Sr. M. Smolek, en calidad de agente;
  
- en nombre del Gobierno estonio, por la Sra. M. Linntam, en calidad de agente;

- en nombre del Gobierno italiano, por la Sra. W. Ferrante, en calidad de agente, asistida por el Sr. P. Gentili, avvocato dello Stato;
  
- en nombre de la Comisión de las Comunidades Europeas, por los Sres. I.V. Rogalski y W. Roels, en calidad de agentes;

vista la decisión adoptada por el Tribunal de Justicia, oída la Abogado General, de que el asunto sea juzgado sin conclusiones;

dicta la siguiente

### **Sentencia**

- 1 La petición de decisión prejudicial tiene por objeto la interpretación del artículo 1, punto 2, letra a), segundo guión, 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) (DO L 96, p. 16).
  
- 2 Dicha petición se formuló en el marco de un litigio entre IMC Securities BV (en lo sucesivo, «IMC») y la Stichting Autoriteit Financiële Markten, la cual había impuesto a la primera una multa por haber realizado una manipulación del mercado.

## Marco jurídico

### *Derecho de la Unión*

- 3 Los considerandos segundo, duodécimo y decimoquinto de la Directiva 2003/6 enuncian:

«(2) 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 la confianza del público en los valores y productos derivados.

[...]

(12) El abuso del mercado consiste en operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado. El objetivo de la legislación contra las operaciones con información privilegiada es el mismo que el de la legislación contra la manipulación del mercado: garantizar la integridad de los mercados financieros comunitarios y aumentar la confianza de los inversores en dichos mercados. Es por tanto aconsejable adoptar unas normas combinadas para combatir tanto las operaciones con información privilegiada como la manipulación del mercado. Una sola Directiva asegura en la Comunidad el mismo marco para la asignación de responsabilidades, la ejecución y la cooperación.

[...]

- (15) Las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado impiden la total y adecuada transparencia del mercado, que es un requisito previo de negociación para todos los agentes económicos que participan en los mercados financieros integrados.»

4 El artículo 1, punto 2, de la Directiva 2003/6 establece:

«A efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

[...]

2) manipulación de mercado:

a) 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;

- b) transacciones u órdenes de realizar operaciones que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación;
  
- c) difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido Internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa. Con respecto a los periodistas que actúen a título profesional, dicha divulgación de información se evaluará, sin perjuicio del artículo 11, teniendo en cuenta las normas que rigen su profesión, a menos que dichas personas obtengan directa o indirectamente una ventaja o beneficio de la mencionada difusión de información.

En particular, los ejemplos que figuran a continuación se derivan de la definición básica recogida en las letras a), b) y c) anteriores:

- actuación de una persona o de varias concertadamente para asegurarse una posición dominante sobre la oferta o demanda de un instrumento financiero con el resultado de fijación, de forma directa o indirecta, de precios de compra o de venta o de otras condiciones de transacción no equitativas,
  
- venta o compra de instrumentos financieros en el momento de cierre del mercado con el efecto de inducir a error a los inversores que actúan basándose en las cotizaciones de cierre,
  
- aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios de comunicación tradicionales o electrónicos exponiendo una opinión sobre un instrumento financiero (o, de modo indirecto, sobre su emisor) después de haber toma-

do posiciones sobre ese instrumento financiero y haberse beneficiado, por lo tanto, de las repercusiones de la opinión expresada sobre el precio de dicho instrumento, sin haber comunicado simultáneamente ese conflicto de intereses a la opinión pública de manera adecuada y efectiva.

- Las definiciones relativas a la manipulación del mercado se adaptarán de forma que se garantice que se pueden incluir nuevos modos de comportamiento que correspondan en la práctica a los tipificados como manipulación del mercado».

5 El artículo 5 de la Directiva 2003/6 es del siguiente tenor literal:

«Los Estados miembros prohibirán a cualquier persona efectuar prácticas de manipulación del mercado.»

#### *Derecho nacional*

- 6 La Wet marktmisbruik (Ley sobre los abusos del mercado) adapta el ordenamiento jurídico neerlandés a la Directiva 2003/6. Entró en vigor el 1 de octubre de 2005. Esta Ley modificó, en particular, el artículo 46b de la Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Ley de 1995 sobre el control de los movimientos de valores; en lo sucesivo, «Ley de 1995»), del siguiente modo:

«1. Está prohibido, en o desde uno de los Estados a que se refiere el artículo 46, apartado 1, letras a) y b), en lo que atañe a los valores mencionados en una u otra de estas letras:

a) realizar una transacción o dar una orden de la que se desprenda o pueda desprenderse una señal falsa o engañosa en relación con la oferta o la demanda de tales valores o de sus precios;

b) realizar una transacción o dar una orden cuyo objeto sea mantener [“houden”] el precio de tales valores en un nivel artificial, respectivamente».

7 El 1 de enero de 2007 entraron en vigor la *Wet op het financieel toezicht* (Ley sobre el control financiero) y la *Invoerings- en aanpassingswet Wet op het financieel toezicht* (Ley de introducción y adaptación de la Ley sobre el control financiero).

8 La Ley de 1995 ha sido derogada. La prohibición que establecía el artículo 46b, apartado 1, letra b), de la Ley de 1995 figura desde la derogación de ésta en el artículo 5:58, apartado 1, letra b), de la *Wet op het financieel toezicht*, que dispone:

«1. Está prohibido, en o desde uno de los Estados a que se refiere el artículo 5:56, apartado 1, letras a), b) o d), en lo que atañe a los valores mencionados en una u otra de las citadas letras, respectivamente:

[...]

b) realizar una transacción o dar una orden destinada a mantener [“houden”] el precio de dichos instrumentos financieros en un nivel artificial, excepto si la persona que hubiera realizado la transacción o dado la orden demuestra que tenía un motivo justificado para efectuar la transacción o dar la orden, y que esa transac-



ción o esa orden sean acordes con la práctica habitual en el mercado regulado de que se trate o en el sistema multilateral de negociación pertinente respecto al cual la empresa de gestión hubiera obtenido una licencia de conformidad con el artículo 2:96».

### **Litigio principal y cuestión prejudicial**

- 9 IMC es una empresa neerlandesa que negocia valores mobiliarios por cuenta propia.
  
- 10 El 11 de octubre de 2005, al consultar los datos publicados por el mercado Euronext Amsterdam, IMC comprobó que el banco ABN AMRO había impartido una orden de venta al umbral de aplicación («stop loss order») sobre 5.000 acciones Wereldhave. En méritos de dicha orden, debían venderse automáticamente las referidas acciones en las mejores condiciones posibles desde que se alcanzara el umbral de aplicación indicado por ABN AMRO.
  
- 11 IMC trató de determinar cuál era el umbral de aplicación fijado por ABN AMRO. Tras calcular un umbral hipotético, IMC mejoró su estimación comprobando su hipótesis mediante la comunicación y la retirada de órdenes en pre mercado a distintos precios el 12 de octubre de 2005. Así, IMC consideró que la orden de ABN AMRO se ejecutaría al precio de 77,75 euros.
  
- 12 El 19 de octubre de 2005, el precio de cada una de las acciones Wereldhave oscilaba entre 81,30 euros y 80 euros. El volumen medio de operaciones era de 70.000. Entonces IMC procedió en dos etapas.

- 13 En primer lugar, IMC transmitió una orden de compra sobre acciones Wereldhave al precio de 73 euros, por una cantidad total de 10.000 acciones. Se trataba de una orden denominada «oculta», es decir, aquella cuya cantidad total no aparece en la cartera de órdenes. El precio de 73 euros se situaba en alrededor del 10 % por debajo del precio en vigor de las acciones, pero justo por encima del umbral a partir del cual se habría suspendido automáticamente la cotización de éstas, a saber, 72,95 euros.
- 14 Unos dos minutos más tarde, cuando las acciones Wereldhave cotizaban a cerca de 80,40 euros, IMC impartió una orden de venta de 10.000 acciones con un límite de 76,50 euros. El efecto de la ejecución parcial de esta orden fue la caída del precio de las acciones a 76,50 euros. Como consecuencia de esta bajada se desencadenó la orden de venta de ABN AMRO y se provocó una ulterior caída, de 76,50 euros a 73 euros, nivel correspondiente a la orden de compra de IMC. De este modo, ésta pudo adquirir de ABN AMRO 4.350 acciones Wereldhave a 73 euros. Esta última fase no se prolongó más allá de un segundo.
- 15 Poco tiempo después una nueva operación sobre las acciones de que se trata permitió fijar su precio en 80,15 euros. La operación permitió que IMC obtuviera en algunos minutos una ganancia de alrededor de un 10 %.
- 16 El 24 de agosto de 2006, la Stichting Autoriteit Financiële Markten decidió que tales hechos eran constitutivos de una manipulación de mercado prohibida e impuso a IMC una multa de unos 87.000 euros por infracción del artículo 46b, apartado 1, letra b), de la Ley de 1995.
- 17 Mediante sentencia de 20 de diciembre de 2007, el Rechtbank Rotterdam redujo el importe de la multa a 20.000 euros.

- 18 IMC interpuso un recurso de apelación contra dicha sentencia ante el College van Beroep voor het bedrijfsleven.
- 19 Dicho tribunal se plantea un interrogante sobre si una fluctuación repentina del precio de una acción como la controvertida en el asunto principal puede estar comprendida en el ámbito de aplicación del artículo 46b, apartado 1, letra b), de la Ley de 1995, en la medida en que esta disposición prohíbe «realizar una transacción o dar una orden cuyo objeto sea mantener [“houden”] el precio de tales valores en un nivel artificial». Se trata, concretamente, de dilucidar si el objeto de esta disposición es únicamente una estabilización anormal o artificial de precios o si incluye igualmente una modificación anormal o artificial de precios.
- 20 El órgano jurisdiccional remitente observa que, debido a que existen matices entre las diferentes versiones lingüísticas de la Directiva 2003/6, no puede llegar a ninguna conclusión unívoca sobre la utilización del verbo «houden» en la versión neerlandesa del artículo 1, punto 2, letra a), segundo guión, de dicha Directiva.
- 21 En estas circunstancias, el College van Beroep voor het bedrijfsleven decidió suspender el curso de la actuaciones y plantear al Tribunal de Justicia la siguiente cuestión prejudicial:

«¿Debe interpretarse el artículo 1, [punto 2], letra a), segundo guión, de la Directiva [2003/6] en el sentido de que el hecho de provocar modificaciones de precios en un lapso de tiempo, como ese de que se trata en el asunto principal, realizando algunas operaciones sobre un instrumento financiero, a saber, transacciones y órdenes como [las correspondientes del asunto principal], debe considerarse “houden” (literalmente “mantener”) [el precio de] ese instrumento en un nivel anormal o artificial?»

## Sobre la cuestión prejudicial

- 22 El órgano jurisdiccional remitente pide esencialmente que se dilucide si el artículo 1, punto 2, letra a), segundo guión, de la Directiva 2003/6 debe interpretarse en el sentido de que, para que pueda considerarse que el precio de uno o varios instrumentos financieros se ha fijado en un nivel anormal o artificial, exige que ese precio mantenga un nivel anormal o artificial más allá de un determinado período de tiempo.
- 23 Procede observar que la versión neerlandesa del artículo 1, punto 2, letra a), segundo guión, de la Directiva 2003/6 contiene el verbo «houden» (mantener). La versión neerlandesa reza del siguiente modo, a saber, «“Marktmanipulatie”: a) transacties of handelsorders [...] waarbij een of meer personen samenwerken om de koers van een financieel instrument op een abnormaal of een kunstmatig niveau te houden». Estos términos, que se traducen literalmente como «“manipulaciones del mercado”»: [...] el hecho de realizar operaciones o emitir órdenes [...] que, mediante la actuación concertada de una o varias personas, mantengan el precio de un instrumento financiero a un nivel anormal o artificial», pueden, en principio, indicar, que únicamente los comportamientos mediante los cuales se han mantenido los precios durante algún tiempo en un nivel anormal o artificial se incardinan en el concepto de manipulaciones del mercado.
- 24 No obstante, para la interpretación del artículo 1, punto 2, letra a), segundo guión, de la Directiva 2003/6 no puede examinarse únicamente su versión en neerlandés.
- 25 Conforme a reiterada jurisprudencia, la necesidad de una aplicación y, por ende, de una interpretación uniformes de un acto de la Unión excluye que éste sea considerado de manera aislada en una de sus versiones, exigiendo que sea interpretado en función tanto de la voluntad real de su autor como del objetivo perseguido por éste a la luz, en particular, de las versiones adoptadas en todas las lenguas (véanse, en particular, las sentencias de 12 de noviembre de 1969, Stauder, 29/69, Rec. p. 419, apartado 3; de 22 de octubre de 2009, Zurita García y Choque Cabrera, C-261/08 y C-348/08,

Rec. p. I-10143, apartado 54, así como de 28 de enero de 2010, Eulitz, C-473/08, Rec. p. I-907, apartado 22).

<sup>26</sup> Pues bien, las versiones lingüísticas del artículo 1, punto 2, letra a), segundo guión, de la Directiva 2003/6 que no son la versión en lengua neerlandesa no contienen indicación alguna que permita considerar que únicamente los comportamientos cuyo efecto sea mantener el precio de uno o de los instrumentos financieros de que se trate en un nivel anormal o artificial durante un tiempo determinado puedan calificarse de «manipulaciones del mercado» en el sentido de dicha disposición. Por el contrario, de las versiones española («aseguren [...] el precio»), danesa («sikrer at kursen»), alemana («den Kurs [...] in der Weise beeinflussen, dass ein [...] Kursniveau erzielt wird»), inglesa («secure [...] the price»), francesa («fixent [...] le cours»), italiana («fissare [...] il prezzo»), portuguesa («assegurem [...] o preço»), finesa («varmistaa [...] hinnann») y sueca («låser fast priset») se desprende, en particular, que es suficiente que los comportamientos de que se trate hayan llevado a establecer el precio de uno o de varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial para que se incardinan en el concepto de manipulaciones del mercado. El artículo 1, punto 2, letra a), segundo guión, de la Directiva 2003/6 no exige que, entre los elementos constitutivos de una manipulación del mercado, el precio del o de los instrumentos financieros pertinentes mantenga durante un período determinado un nivel anormal o artificial.

<sup>27</sup> A este respecto, debe reiterarse que, como se recuerda, en particular, en los considerando segundo y duodécimo de la Directiva 2003/6, la finalidad de ésta es garantizar la integridad de los mercados financieros de la Unión Europea y reforzar la confianza de los inversores en esos mercados. Esta confianza se sustenta, entre otras cosas, en el hecho de que estarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de información privilegiada y las manipulaciones de precios (véase, en este sentido, la sentencia de 23 de diciembre de 2009, Spector Photo Group y Van Raemdonck, C-45/08, Rec. p. I-12073, apartado 47).

- 28 El legislador de la Unión ha estimado, en efecto, como se menciona en el considerando decimoquinto de la Directiva 2003/6, que las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado impiden la total y adecuada transparencia del mercado, que es un requisito previo de negociación para todos los agentes económicos que participan en los mercados financieros integrados.
- 29 Se comprometerían los objetivos así perseguidos por la Directiva 2003/6 si comportamientos como los previstos en el artículo 1, punto 2, letra a), segundo guión, de dicha Directiva pudieran zafarse de la prohibición de manipulación del mercado, establecida en el artículo 5 de aquélla, por el simple motivo de que hubieran generado una única transacción y, en consecuencia, una única cotización, sin que el precio del instrumento financiero o de los instrumentos financieros afectados se mantuviera en un nivel anormal o artificial más allá de un determinado período de tiempo.
- 30 Por consiguiente, procede responder a la cuestión planteada que el artículo 1, punto 2, letra a), segundo guión, de la Directiva 2003/6 debe interpretarse en el sentido de que, para que pueda considerarse que el precio de uno o de varios instrumentos financieros se ha fijado a un nivel anormal o artificial, dicho precepto no exige que ese precio se mantenga en un nivel anormal o artificial más allá de un cierto tiempo.

## **Costas**

- 31 Dado que el procedimiento tiene, para las partes del litigio principal, el carácter de un incidente promovido ante el órgano jurisdiccional nacional, corresponde a éste resolver sobre las costas. Los gastos efectuados por quienes, no siendo partes del litigio principal, han presentado observaciones ante el Tribunal de Justicia no pueden ser objeto de reembolso.

En virtud de todo lo expuesto, el Tribunal de Justicia (Sala Segunda) declara:

**El artículo 1, punto 2, letra a), segundo guión, 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), debe interpretarse en el sentido de que, para que pueda considerarse que el precio de uno o de varios instrumentos financieros se ha fijado a un nivel anormal o artificial, dicho precepto no exige que ese precio se mantenga en un nivel anormal o artificial más allá de un cierto tiempo.**

Firmas