

**¿“SHORT SALES” EN EL  
MERCADO DE CAPITALES?  
UNA PERSPECTIVA DESDE EL  
REGLAMENTO (UE) NO. 236/2012\***

**SHORT SALES IN THE CAPITAL  
MARKET? A VIEW FROM THE  
REGULATION (EU) NO. 236/2012**

*José Hernán Muriel Ciceri\*\**

*Fecha de recepción: 20 de febrero del 2013*

*Fecha de aceptación: 2 de julio del 2013*

**Para citar este artículo / To cite this article**

Muriel Ciceri, José Hernán, *¿“Short sales” en el mercado de capitales? Una perspectiva desde el reglamento (UE) No. 236/2012*, 127 *Vniversitas*, 223-242 (2013)  
doi:10.1144/Javeriana.VJ127.ssmc

---

\* El presente artículo es realizado como producto adscrito al Grupo de Investigación en Derecho Privado de la Escuela de Derecho de la Universidad Sergio Arboleda.

\*\* Estudió Derecho y Ciencias Políticas en la Universidad Santo Tomás De Aquino – Sede Bogotá. Especialización de la misma universidad en Derecho Administrativo. LL.M. Legum Magíster de la Universität Konstanz. Doctor de la Universität Konstanz. Investigador académico. Correo electrónico: bogotaJHMC2013@gmail.com

## RESUMEN

El presente artículo tiene por objeto realizar un análisis del estado de la cuestión jurídica sobre la viabilidad de los *short sales*—así denominadas ventas en corto— en el mercado de capitales europeo, en el caso de acciones y deuda soberana como uno de los elementos del Reglamento (UE) No. 236/2012. Este Reglamento constituye un elemento jurídico principal en la realización de la funcionalidad y eficiencia del mercado de capitales europeo para la garantía de un alto nivel de protección a los consumidores e inversores. Su aporte al desarrollo del mercado lo constituye no solamente el restringir las operaciones de ventas en corto, sino también el establecer excepciones a su definición y exenciones a las normas de restricción, en beneficio de la liquidez de los mercados de la Unión.

**Palabras clave autor:** *Short sales*, ventas en corto, mercado de capitales, proporcionalidad, ventas en corto descubiertas, creación de mercado, acciones y deuda soberana.

**Palabras clave descriptor:** Mercado laboral, proporcionalidad en derecho, Colombia.

## **ABSTRACT**

This article aims at an analysis of the state of the legal question of the feasibility of short sales in the European capital market, in the case of shares and sovereign debt as one of the elements of the Regulation (EU) No. 236/2012. This Regulation constitutes a major legal element in realizing the functionality and efficiency of the European capital market to guarantee a high level of protection for consumers and investors. Its contribution to the development of the market is not only to restrict the operations of short selling, but also derogate from its definition and establish exemptions to the restricting rules to the benefit of the liquidity of the markets of the Union.

**Keywords author:** Short sales, capital market, proportionality, naked short selling, market making, shares and sovereign debt.

**Keywords plus:** Labor supply, proportionality, Colombia.

## **SUMARIO**

INTRODUCCIÓN.- I. ÁMBITO DE APLICACIÓN.- II. VENTA EN CORTO.- *A. Concepto.- B. Excepciones.- C. Ventas en corto sin provisión.*- 1. De acciones.- 2. De deuda soberana (deuda pública).- III. PROPORCIONALIDAD.- IV. EXENCIOS.- *A. Ubicación de la plataforma principal en un tercer país.- B. Actividades de creación de mercado y operaciones del mercado primario.- CONCLUSIONES.*

## INTRODUCCIÓN

El presente artículo tiene como objeto realizar un análisis sobre la viabilidad jurídica de las ventas en corto (*short sales*) en el mercado de capitales europeo, en el caso de acciones y de deuda soberana de conformidad con el Reglamento (UE) No. 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, aplicable desde el 1º de noviembre del 2012<sup>1</sup>.

Las ventas en corto son una forma de operación financiera realizada en el mercado de capitales a través de la bolsa de valores, operación en la cual, en un primer enfoque, el inversionista vende primero un valor —que no posee<sup>2</sup>— y luego lo compra de nuevo<sup>3</sup>. Genéricamente, las ventas en corto se realizan con provisión (*covered short sale*) o sin esta (*naked short sale*, también denominada venta al descubierto)<sup>4</sup>. En la práctica, el vendedor “apuesta” a bajas cotizaciones sobre el valor<sup>5</sup>, esto es, vender alto y comprar bajo<sup>6</sup>. En la venta con provisión, el vendedor al momento de cierre de la transacción tiene una pretensión ejecutable a la cesión del valor y la seguridad de que puede cumplir con la obligación de entrega al comprador<sup>7</sup>. Por su parte, en la venta sin provisión el vendedor no dispone al momento de la venta de un préstamo del valor o de otra pretensión sobre este<sup>8</sup>, caso en el cual el vendedor, para cumplir con la obligación, debe acudir al mercado de contado o a un préstamo sobre valores bursátiles<sup>9</sup>.

Las ventas en corto pueden tener dos efectos. El primero, el de llegar a ser de utilidad en el mercado financiero al participar en la conformación del precio de un valor o brindar liquidez al merca-

---

1 Reglamento (UE) No. 236/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, 14 de marzo de 2012, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, (L 86), Art. 48. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:086:0001:0024:es:PDF> (7 de febrero del 2013).

2 Cf. Jan Eichelberger, *Manipulation ohne Absicht? - Die subjektive Komponente bei dem Verbot der Marktmanipulation* (§ 20a WpHG.), Wertpapier-Mitteilungen (wm), At. 2046 (2007).

3 Cf. Gordon J. Alexander, William F. Sharpe & Jeffery V. Bailey, *Fundamentos de inversiones: teoría y práctica*, Editorial Pearson Educación, México D.F., At. 26 (2003).

4 Cf. Daniel Zimmer & Thomas A. Beisken, *Die Regulierung von Leerverkäufen de lege lata und de lege ferenda*, Wertpapier-Mitteilungen (wm), At. 486 (2010).

5 Id., At. 488.

6 Cf. Gordon J. Alexander, William F. Sharpe & Jeffery V. Bailey, supra note 3.

7 Cf. Daniel Zimmer & Thomas A. Beisken, supra note 4.

8 Id.

9 Cf. Jan Eichelberger, supra note 2.

do<sup>10</sup>. El segundo, el de la potencialidad de colocar el mercado en grave riesgo y vulnerar su capacidad de funcionamiento, estabilidad<sup>11</sup>, transparencia y funcionalidad<sup>12</sup>. Este segundo aspecto de operación puede lesivamente ser utilizado como una modalidad de manipulación u otra forma de vulneración al mercado, por ejemplo a través de una “*abusive naked short sale*” o venta abusiva en corto sin provisión, con el objeto de realizar infracciones al mercado de valores y sus bienes jurídicos tutelados<sup>13</sup>. Es por ello que ante el inicio de la crisis financiera extendida pandémicamente desde el año 2007<sup>14</sup> en los países con mayor flujo de operaciones comerciales en el mercado de capitales, gobiernos como los de Estados Unidos, Estados miembros de la Unión Europea y Japón, adoptan medidas

10 Id.

11 Id.

12 Id.

13 Cf. Daniel Zimmer & Thomas A. Beisken, *supra* note 4, At. 486; Cf. Jan Eichelberger, *supra* note 2, At. 2046; Cf. Gerson Trüg, *Ist der Leerverkauf von Wertpapieren strafbar, Neue Juristische Wochenschrift*: NJW, At. 3202 (2009); Cf. Sebastian Mock, *Das Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte*, Wertpapier-Mitteilungen (WM), At. 2248 (2010). Adicionalmente: Cf. Martin Weber, *Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahr 2010*, Neue Juristische Wochenschrift: NJW, At. 278 (2011). En el caso estadounidense, Cf. Securities and Exchange Commission, 17 Cfr Part 240 [Release No. 34-58774; File No. S7-08-08] RIN 3235-AK06 “Naked” Short Selling Antifraud Rule. Action: Final rule. Disponible en: <https://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58774.pdf> (15 de febrero del 2013): “*A seller misrepresenting its short sale locate source or ownership of shares may intend to fail to deliver securities in time for settlement and, therefore, engage in abusive “naked” short selling. Although abusive “naked” short selling is not defined in the federal securities laws, it refers generally to selling short without having stock available for delivery and intentionally failing to deliver stock within the standard three-day settlement cycle*”; Cf. José Hernán Muriel Ciceri, *Concepto: Modalidades de fraude financiero mediante negociaciones de títulos en bolsas de valores*, Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional – USAID, 48 y ss. (2011). Desde la perspectiva económica, Cf. Christopher L. Culp & J.B. Heaton, *The Economics of Naked Short Selling* *Naked shorting is little different from permissible shorting*, *Regulation Spring*, At. 46 (2008). Cf. Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) (L 96 / 16). Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0016:ES:PDF> (15 de febrero del 2013). Directiva 2003/124/CE de la Comisión, 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado (L 339/70). Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:339:0070:0072:ES:PDF>, (16 de febrero del 2013).

14 Cf. David P. McCaffrey, *Review of the policy debate over short sale regulation during the market crisis*, At. 483. Disponible en: <http://www.albany.edu/McCaffrey-Short-Sale-Regulation.pdf> (15 de febrero del 2013). Sobre la historia de los short sales desde Holanda en 1610 y la crisis del mercado de valores de 1929: Cf. RonelElul, *Regulating Short-Sales*, *Business Review*, At. 13 (2009). Disponible en: [http://www.phil.frb.org/research-and-data/publications/business-review/2009/q2/brq209\\_regulating-short-sales.pdf](http://www.phil.frb.org/research-and-data/publications/business-review/2009/q2/brq209_regulating-short-sales.pdf) (15 de febrero del 2013).

reactivas y preventivas contra el riesgo público<sup>15</sup> de la desestabilización de los mercados<sup>16</sup>. Entre estas se resaltan la restricción o prohibición de las ventas en corto con relación a la totalidad o a algunos de los valores<sup>17</sup>.

Uno de estos casos fue la insolvencia del Banco de Inversión Estadounidense Lehman Brothers Inc., que tuvo como efecto la afectación del mercado inmobiliario estadounidense y el que la Securities and Exchange Commision —SEC—<sup>18</sup>, entre otras medidas, estableciera una prohibición permanente frente a ventas en corto en julio del 2009<sup>19</sup>. Adicionalmente, según Trüg, 83 bancos fueron en 2008 anunciados en insolvencia e intervenidos, y algunas instituciones financieras pudieron ser recuperadas únicamente a través de la estatalización<sup>20</sup>.

En la latitud europea, las medidas adoptadas por los Estados miembro en materia de ventas en corto fueron diferentes<sup>21</sup>, lo que impedía la funcionalidad del mercado y el alcanzar un grado adecuado de protección al consumidor y al inversor. Razón por la cual el Reglamento (UE) 236/2012 unifica la regulación de estas operaciones y extiende el ámbito normativo a algunos aspectos de las permutas de cobertura por impago<sup>22</sup>. La presente exposición se ocupa de la constelación normativa de las ventas en corto con

---

15 Cf. Gefahrenabwehr, *Protección contra el riesgo público*, Friedrich Schoch. *Besonderes Verwaltungsrecht*, De Gruyter, Eberhard Schmidt-Amann: Berlín, At. 137 (2005).

16 Id. Reglamento (UE) No. 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo. Considerando Nro. 1-4, 18 y ss.; Adicionalmente: Cf. Gerson Trüg, supra note 13. Cf. de forma crítica: Eddy Groves, Ian Pattison, *Caught Short?: Let the Market Decide*. Institute of Public Affairs Review: *A Quarterly Review of Politics and Public Affairs*, Volume 62, Issue 4, nov. 2010, At. 32.

17 Id. Reglamento (UE) No. 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo. Considerando Nro. 1. Adicionalmente: José Hernán Muriel Ciceri, supra note 13.

18 Cf. EE.UU. Securities and Exchange Commission, *Regulatory Actions*. Disponible en: <http://www.sec.gov/rules.shtml> (14 de febrero del 2013).

19 Cf. Daniel Zimmer & Thomas A. Beisken, supra note 4.

20 Cf. Gerson Trüg, supra note 13.

21 Así por ejemplo en Alemania en junio de 2010 se estableció una prohibición general de ventas en corto sin provisión sobre acciones de deuda soberana europea y derivados. Cf. Martin Weber, supra note 13, At. 274 - 275. En especial véase: Sebastian Mock, supra note 13, At. 2248. Respecto a la cercanía del Derecho Alemán al nuevo derecho europeo en material de ventas en corto, Cf. Hartmut Krüger & Verena Ludewig, *Leerverkaufsregulierung, Aktueller Stand in Deutschland und Ausblick auf die europäische Regulierung unter besonderer Berücksichtigung der aktuellen Vorschläge zu den ausgestaltenden Rechtsakten*, Wertpapier-Mitteilungen, 2012, At. 1942. Sobre su aplicación en el Reino Unido, Cf. Ashurst London, *New short selling rules in the UK from 1 November 2012*, [www.ashurst.com/doc.aspx?id\\_Content=8271](http://www.ashurst.com/doc.aspx?id_Content=8271) (13 de febrero del 2013).

22 Cf. Reglamento (UE) No. 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo. Lit c), e), Nro. 1, Art. 2.

tenida en el Reglamento y que tiene como objeto de conformidad con su considerando 28 el impedir la caída anómala del precio de un instrumento financiero.

## I. ÁMBITO DE APLICACIÓN

El Reglamento es aplicable de conformidad con el lit. a), nro. 1, art. 1 en unión con el lit. a), nro. 1, art. 2, a los instrumentos financieros previstos en la sección C del anexo I de la Directiva 2004/39/CE<sup>23</sup>, que estén admitidos a negociación en una plataforma de la Unión, independientemente de que estos se negocien por fuera de una plataforma de negociación<sup>24</sup>. También se aplica el Reglamento a los derivados previstos en los puntos 4 a 10 del anexo 1 sección C de la Directiva 2004/39 CE que estén vinculados a un instrumento financiero de los indicados anteriormente o a un emisor de un instrumento financiero de tal tipo —lit. a), art. 1 del R. 236/2012—, así como a los instrumentos de deuda emitidos por Estados miembro o la Unión y a los derivados expresados con anterioridad, vinculados o referentes a tales instrumentos de deuda —lit. b), nro. 1, art. 1 del R. 236/2012—.

Comprendiendo por plataforma de negociación según el lit. l), nro. 1, art. 2 del R. (UE) 236/2012, tanto un mercado regulado en el sentido del punto 14, apartado 1, art. 4 de la Directiva 2004/39/CE, como un sistema de negociación multilateral en el sentido del punto 15, apartado 1, art. 4 de la misma Directiva<sup>25</sup>.

## II. VENTA EN CORTO

### A. Concepto

La venta en corto, por su parte, es delimitada al contenido del lit. b), nro. 1, art. 2 del R. (UE) 236/2012, a toda venta de una acción

23 Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo, (L 145). Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0044:ES:PDF> (9 de febrero del 2013).

24 Peter O. Mülbert & Alexander Sajnovits, *Das künftige Regime für Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps nach der Verordnung (EU)* Nr. 236/2012. ZBB, At. 266 (2012).

25 Id., 269.

o un instrumento de deuda: “*sin que el vendedor los posea en el momento de cerrar el contrato de venta, incluso en el caso de que, en el momento de cerrar el contrato [...], el vendedor haya tomado en préstamo, o acordado tomar en préstamo, la acción o el instrumento de deuda para su entrega en la fecha de liquidación*”.

En este sentido, para que exista una venta en corto, el vendedor (persona física o jurídica) no debe estar en “posesión” de la acción o instrumento de deuda al momento de cierre del contrato de venta<sup>26</sup>. De lo anterior se deriva adicionalmente la no permisión de las ventas en corto “*intra-day*”<sup>27</sup>.

Para la interpretación del concepto de posesión, Mülbert & Sajnovits, se remiten al nro. 1, art. 3 del Reglamento Delegado — RD— (UE) No. 918/2012 de la Comisión<sup>28</sup>, el cual se refiere al término “propiedad” frente a la definición de venta en corto.

Ahora bien, a pesar de que el lit. b), nro. 1, art. 2 del R. 236/2012 de la versión en español expresa como venta en corto, toda venta de una acción o instrumento de deuda “*sin que el vendedor los posea en el momento de cerrar el contrato de venta*”<sup>29</sup>, la versión en alemán se refiere a “*einen Verkauf von Aktien oder Schuldinstrumenten, die sich zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufssver einbarung nicht im Eigentum des Verkäufers befinden*”<sup>30</sup>, la versión en francés a “*la vente d'une action ou d'un titre de créance dont le vendeur n'est pas propriétaire au moment où il conclut l'accord de vente*”<sup>31</sup>, la versión en inglés a “*any sale of the share or debt instrument which the seller does not own at the time of entering into the agreement to sell*”<sup>32</sup>, la versión

26 Ver Peter O. Mülbert & Alexander Sajnovits, supra note 24, At. 270.

27 Id., At. 269.

28 Reglamento Delegado (UE) No. 918/2012 de la Comisión, 5 de julio de 2012, por el que se completa el Reglamento (UE) No. 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, en lo que respecta a las definiciones, el cálculo de las posiciones cortas netas, las permutas de cobertura por impago soberano cubiertas, los umbrales de notificación, los umbrales de liquidez para la suspensión de las restricciones, los descensos significativos del valor de instrumentos financieros y los hechos adversos (L 274). Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:274:0001:0015:es:PDF> (8 de febrero del 2013).

29 Reglamento (UE) No. 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, supra note 1.

30 Verordnung (EU) No 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:086:0001:0024:de:PDF> (9 de febrero del 2013).

31 Règlement (UE) N° 236/2012 du Parlement Européen et du Conseil. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:086:0001:0024:fr:PDF> (9 de febrero del 2013).

32 Regulation (UE) Nr. 236/2012 of the European Parliament and of the Council. Disponible en:

en italiano a “una vendita del titolo azionario o dello strumento di debito che il venditore non possiede al momento della conclusione del contratto di vendita”<sup>33</sup>, y la versión en portugués a “qualquer venda da ações ou do instrumento de dívida de que o vendedor não seja titular no momento em que celebra o acordo de venda”<sup>34</sup>. Es así como las citadas versiones distintas al español, se refieren a no estar la acción o el instrumento de deuda en propiedad del vendedor al momento de cerrar el contrato de venta. Se trata entonces de un concepto jurídico especial sobre un instrumento financiero.

Consecuentemente, la Comisión Europea, en virtud de la diferencia existente en el concepto de propiedad en los distintos sistemas jurídicos de la Unión<sup>35</sup>, lo concreta frente a las ventas en corto, a través de la frase 1 del nro. 1, art. 3 del RD 918/2012. De conformidad con esta, se establecerá según la legislación aplicable a la venta en corto de dicha acción o instrumento de deuda, si una persona física o jurídica es propietaria del instrumento financiero por cuanto tiene la propiedad legal (i) o el beneficio efectivo del mismo (ii).

Por su parte, la frase 3 del nro. 1 de la norma citada establece que el beneficiario efectivo de un instrumento financiero es aquel inversor que asume el riesgo económico de su adquisición. Concordantemente, la frase 2 del nro. 1 de la norma prevé que los instrumentos financieros enunciados son propiedad de la persona beneficiaria efectiva de uno de ellos, aun en los casos en los cuales el instrumento sea mantenido por un tenedor nominativo.

Adicionalmente, la venta en corto se configura también en el evento en el cual, al momento de cierre del contrato, el vendedor o bien tomó en préstamo o acordó tomar en préstamo el instrumento financiero correspondiente, para que este sea entregado en la fecha de liquidación. En otras palabras, ante un préstamo de valores en el sentido enunciado se presentará una venta en corto.

---

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:086:0001:0024:en:PDF> (9 de febrero del 2013).

33 Reglamento (UE) N. 236/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:086:0001:0024:it:PDF> (9 de febrero del 2013).

34 Regulamento (UE) N.º 236/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:086:0001:0024:pt:PDF> (9 de febrero del 2013).

35 Ver Peter O. Mülbert & Alexander Sajnovits, *supra* note 24, At. 270.

## B. Excepciones

Por el contrario, los lits. i) – iii), del lit. b., inciso I, art. 2 del R 236/2012 y los lits. a) – c), nro. 2, art. 3 del RD 918/2012, presentan excepciones a la definición de venta en corto.

En este sentido, no son ventas en corto según los lits. i) – iii), del lit. b., inciso I, art. 2 del R 236/2012:

*i) la venta por una de las partes en el marco de un pacto de recompra (“Repurchase (Repo) Agreement”)<sup>36</sup> en virtud del cual una [...] haya acordado vender a la otra un valor a un precio especificado con el compromiso de la otra parte de volver a vender el valor en una fecha posterior y a otro precio especificado, ni ii) la transmisión de valores en el marco de un acuerdo de préstamo de valores, ni iii) la celebración de un contrato de futuros u otro contrato de derivados en virtud del cual se acuerde vender valores a un precio especificado en una fecha futura.*

Más allá, los lits. a) – c), nro. 2, art. 3 del RD 918/2012 exceptúan del concepto de venta en corto:

*a) la venta de instrumentos financieros que hayan sido transferidos en virtud de un acuerdo de préstamo de valores o con pacto de recompra, a condición de que los valores se devuelvan o el cedente los recupere, de forma que la liquidación pueda efectuarse en la fecha de vencimiento;*  
*b) la venta de un instrumento financiero por una persona física o jurídica que haya comprado este instrumento antes de venderlo, pero sin haberlo recibido en el momento de la venta, a condición de que el instrumento financiero se entregue en un momento que permita efectuar la liquidación en la fecha de vencimiento;*  
*c) la venta de un instrumento financiero por una persona física o jurídica que haya ejercido una opción o un derecho similar sobre ese instrumento, a condición de que el instrumento financiero se entregue en un momento que permita efectuar la liquidación en la fecha de vencimiento.*

Ello es armónico con el considerando 17 del R 236/2012, que establece como finalidad de la definición de venta en corto el no incluir en ella los pactos de recompra, ni los contratos de derivados y tampoco la transmisión de valores a través de un acuerdo de préstamo.

---

36 Ver Peter O. Mülbert & Alexander Sajnovits, *supra* note 24, At. 271; ver Reglamento Delegado (UE) No. 918/2012 de la Comisión, *supra* note 28.

## C. Ventas en corto sin provisión

### 1. De acciones

El nro. 1 del art. 12 del R 236/2012 prevé un catálogo limitado de condiciones alternativas que permiten la realización legítima de una venta en corto. De este precepto, en unión con el lit. b), nro. 1, art. 2 del Reglamento, se deriva en concordancia con Mülbert & Sajnovits<sup>37</sup> que la provisión de una venta es establecida al momento de cerrar el contrato de compraventa. La transmisión de la propiedad puede en todo caso efectuarse posteriormente a la venta de la acción y precisamente el catálogo de condiciones alternativas admite su realización<sup>38</sup>. En consecuencia, el Reglamento concreta un concepto ampliado de venta con provisión en los siguientes casos:

- a. La venta de una acción en la que a pesar de no tener el vendedor su propiedad al cerrar el contrato de venta, este se provee del instrumento financiero a través de un préstamo u otra disposición que produzca efectos jurídicos similares. Razón por la cual entran en consideración repos y contratos de venta con pacto de retroventa sobre acciones —v. gr. transferencia temporal de valores—<sup>39</sup>.
- b. El vendedor celebró un acuerdo para tomar en préstamo la acción o tiene “una pretensión absolutamente ejecutoria por derecho contractual o derecho de propiedad a que se le transfiera la propiedad de un número correspondiente de valores de la misma categoría, de forma que la liquidación pueda efectuarse en la fecha de vencimiento”. Como ejemplo se pueden considerar contratos de futuros, swaps, repos, etc.<sup>40</sup>.
- c. El vendedor tiene un “un pacto con un tercero en virtud del cual este último haya confirmado que la acción ha sido localizada y haya adoptado medidas frente a otros terceros para garantizar a la persona física o jurídica una expectativa razonable de que la liquidación podrá efectuarse en la fecha de vencimiento”. El tercero tiene el deber de confirmar si la acción ha sido localizada

37 Ver Peter O. Mülbert & Alexander Sajnovits, *supra* note 24, At. 271.

38 *Ibíd.*

39 *Id.*, At. 272.

40 *Id.*

y adoptado las medidas pertinentes. Ello tiene como objeto, de conformidad con el considerando 19 del R 236/2012, que la confirmación se fundamente en medidas adoptadas por el tercero para que el vendedor tenga la expectativa razonable de que la liquidación pueda efectuarse en la fecha de vencimiento, como puede ser la asignación por parte del tercero de las acciones para préstamo o adquisición.

## **2. De deuda soberana (deuda pública)**

El nro. 1 del art. 13 del R 236/2012, establece cuándo el vendedor puede realizar una venta en corto sobre deuda soberana (deuda pública). Para ello reproduce el catálogo de alternativas de provisión de una venta en corto sobre acciones con las correspondientes formas negociales y va más allá al permitir el nro. 2 la realización de una venta en corto sin que tenga lugar una de las alternativas del nro. 1. Ello es admisible, siempre y cuando tal operación sirva “*para cubrir una posición larga* (definida en el nro. 2, art. 3 del R 236/2012) *en instrumentos de deuda de un emisor, cuyo precio tenga un alta correlación con el [...] de la deuda soberana*”. En este ámbito normativo el considerando 20 del R 236/2012 trae como ejemplo de garantía de una expectativa razonable, que la liquidación se puede efectuar en la fecha de vencimiento cuando la venta en corto ha sido cubierta por la adquisición de la deuda soberana en el mismo día.

Ahora bien, según el nro. 3 del art. 13 del Reglamento, si la liquidez de la deuda soberana llegare a descender o a disminuir por debajo del umbral establecido de conformidad con la metodología del nro. 4, la autoridad competente del Estado miembro<sup>41</sup> tiene la potestad de suspender temporalmente las restricciones del nro. 1 frente a la deuda soberana, previa notificación a la Autoridad Europea de valores y mercados y a otras autoridades competentes. La suspensión de estas restricciones puede prorrogarse por períodos hasta de seis meses en el sentido del nro. 3. Los parámetros y métodos del cálculo del umbral de liquidez han sido establecidos en especial a través del Reglamento Delegado 919/2012<sup>42</sup> en unión con el Reglamento Delegado 918/2012, ambos de la Comisión Europea.

---

41 Ver Peter O. Mülbert & Alexander Sajnovits, *supra* note 24, At. 273.

42 Ver Reglamento Delegado (UE) No. 918/2012 de la Comisión, *supra* note 28.

### III. PROPORCIONALIDAD

Los considerandos 24 a 27 del R 236/2012 establecen como catalizador el principio de proporcionalidad. Es así como prevé que las medidas tomadas frente a por ejemplo deuda soberana y ventas en corto descubiertas, impongan requisitos que sean proporcionados y eviten simultáneamente afectar la liquidez de instrumentos de deuda soberana y pactos de recompra sobre estos. Adicionalmente, este hilo conductor permite el establecimiento de exenciones a las restricciones de ventas en corto descubiertas en los eventos que la plataforma principal de negociación esté situada en un tercer país o que se trate de actividades de creación de mercado y de operaciones de mercado primario. Del mismo modo, recuerda a las autoridades competentes que han sido dotadas de poderes de intervención a fin de impedir la caída anómala del precio de un instrumento financiero frente a hechos que constituyan una seria amenaza<sup>43</sup> para la estabilidad financiera o para la confianza en el mercado, sea por razones económicas, por desastres naturales o por actos terroristas, entre otros. Razón por la cual estas potestades deben ser lo suficientemente flexibles frente a circunstancias excepcionales<sup>44</sup>, así como las medidas a adoptar deben estar limitadas por el ámbito del principio de proporcionalidad<sup>45</sup>.

43 Stephen P. Wink, *Pan-European Short Selling Regulation*. Disponible en: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/10/09/pan-european-short-selling-regulation/> (15 de febrero del 2013).

44 V. gr. nro. 2, art. 20 R. 236/2012, referente a la potestad de prohibición de ventas en corto u operaciones distintas que confieren una ventaja financiera al vendedor en caso de que disminuya el precio o valor de otro instrumento financiero y que puede aplicarse de conformidad con el nro. 3 a la totalidad de los instrumentos financieros, a los de una clase específica o a un instrumento financiero concreto. Adicionalmente, Heribert Hirte es de la opinión en su dictamen frente a un proyecto de ley gubernamental para la ejecución del Reglamento 236 de/2012, que no es necesaria una potestad directa de la Autoridad Europea de Mercados y Valores frente a los negocios bursátiles. Cf. Heribert Hirte, *Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Ausführung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (EU-Leerverkaufs- Ausführungsgesetz, bt-Drucks. 17/9665) für den Deutschen Bundestag – Sitzung des Finanzausschusses am 13. Juni 2012, p. 7.* Disponible en: [http://www.bundestag.de/bundestag/ausschusse/17/a07/anhoerungen/2012/091/Stellungnahmen/10-Prof\\_Hirte.pdf](http://www.bundestag.de/bundestag/ausschusse/17/a07/anhoerungen/2012/091/Stellungnahmen/10-Prof_Hirte.pdf) (15 de febrero del 2013).

45 Cf. Juliane Kokott, Conclusiones de la abogado general, presentadas el 19 de enero de 2012 (I) Asunto C59/11 Association Kokopelli contra Graines Baumaux SAS [Petición de decisión prejudicial planteada por la Cour d'appel de Nancy (Francia)]: “*El principio de proporcionalidad, que forma parte de los principios generales del Derecho de la Unión, exige que los actos de las instituciones de la Unión no rebasen los límites de lo que resulta apropiado y necesario para el logro de los objetivos legítimos perseguidos por la normativa controvertida, entendiéndose*

## IV. EXENCIOS

### Ubicación de la plataforma principal en un tercer país

Los artículos 5, 6, 12 y 15, referentes a medidas de transparencia de una posición corta neta —entendida como “*la diferencia entre las posiciones en corto y las posiciones largas de un determinado inversor*”<sup>46</sup>— no tienen aplicación a aquellas acciones de una sociedad que si bien están admitidas a negociación en una plataforma de la Unión, su plataforma principal de negociación tiene lugar en un tercer país. Ello tiene como objeto, de acuerdo con el considerando 25 del R 236/2012, el evitar imponer requisitos de notificación y publicación a acciones de sociedades radicadas en un tercer país, y con ello proteger la eficiencia del mercado. Es una función de la Autoridad Europea de Valores y Mercados recibir las notificaciones de las autoridades competentes sobre las acciones que tienen una plataforma de negociación en un tercer país, así como elaborar y publicar cada dos años el listado de estas acciones. Adicionalmente, la Comisión Europea es competente para regular vía Reglamento Delegado las normas técnicas de aplicación uniforme, con base en los proyectos que fueron presentados por la Autoridad Europea de Valores y Mercados hasta el 31 de marzo de 2012.

### Actividades de creación de mercado y operaciones del mercado primario

Del mismo modo son exentas del ámbito de aplicación de los artículos 5, 6, 7, 12, 13 y 14, las operaciones realizadas en virtud de actividades de creación de mercado en el sentido del nro. 1, art. 17, R 236/2012. No se trata de una exención automática<sup>47</sup>. Esta solo

---

que, cuando se ofrezca una elección entre varias medidas adecuadas, debe recurrirse a la menos onerosa, y que las desventajas ocasionadas no deben ser desproporcionadas con respecto a los objetivos perseguidos”. Disponible en: [http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?d\\_ocid=118143&pageIndex=0&doclang=ES&mode=lst&dir=&occ=first&cid=354849#Footnote25](http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?d_ocid=118143&pageIndex=0&doclang=ES&mode=lst&dir=&occ=first&cid=354849#Footnote25) (14 de febrero del 2013).

46 Así, Alejandro Fernández de Oliveira, *Reglamento europeo sobre las ventas a corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago*, Foro de actualidad, Uría Menéndez, 98. Disponible en: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3489/documento/foro07.pdf?id=4274> (14 de febrero del 2013).

47 Stephen P. Wink, supra note 43.

tiene aplicación si el interesado, según el nro. 5, notificó por escrito a la autoridad competente del Estado miembro su pretensión de hacer uso de ella por primera vez y con una antelación mínima de 30 días naturales. Aquí, el nro. 2 del art. 17 concede una competencia especial a la Comisión Europea para determinar que el marco jurídico y de supervisión de un tercer país cumple con los requisitos necesarios para la aplicación de la exención prevista en el nro. 1.

Tampoco encuentran aplicación de acuerdo con el nro. 3 del art. 17 del Reglamento, los artículos 7, 13 y 14 de este mismo, en el caso en que una persona física o jurídica actúe como operador primario autorizado en virtud de un contrato de un emisor soberano, en el ámbito de operaciones de mercado primario y secundario sobre deuda soberana. Es requisito de la exención la notificación escrita por el operador primario a la autoridad para deuda soberana de acceder a ella por primera vez, con una antelación asimismo de 30 días naturales frente a la fecha de asunción de su función.

Es competencia de la autoridad competente el determinar frente a las exenciones solicitadas según el nro. 1 y 3 del art. 17 su procedibilidad o no vigencia en cada caso particular y en el sentido del nro. 7 del citado artículo. Asimismo, la persona que realizó la notificación de acuerdo con el nro. 5 o 6 del art. 17 del Reglamento, es competente para comunicar los cambios que se hayan suscitado frente a la exención y su voluntad de dejar de hacer uso de esta.

Del mismo modo, no tienen aplicación en el contexto del nro. 4 del art. 17, los artículos 5, 16, 12, 13 y 14 del Reglamento, a aquellas personas que realicen ventas en corto de un valor o mantienen una posición corta neta dentro de un proceso de estabilización de instrumentos financieros<sup>48</sup>.

Según el nro. 11 del art. 17, es competencia de la autoridad del Estado miembro de origen el requerimiento de información de los exentos en el sentido del nro. 1, 3 o 4 de la misma norma. Finalmente, la Autoridad Europea de Valores y Mercado administra en

48 Como el considerando 33 de la Directiva 2003/6/CE en unión con el art. 8 establece, la estabilización de instrumentos financieros puede ser legítima por razones económicas y no se considera per se como abuso del mercado. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:086:0001:0024:es:PDF> (15 de febrero del 2013). Para que la estabilización de un instrumento financiero sea objeto de la exención del art. 8 de la Directiva 2003/6/CE, esta deberá realizarse de acuerdo con el capítulo III del Reglamento No. 2273/2003 de la Comisión: Cf. Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, supra note 13.

el contexto del nro. 13 del art. 17, la lista de creadores de mercado y operadores primarios autorizados beneficiarios de la exención.

El objeto de estas exenciones es, como lo ha establecido el considerando 26 del Reglamento, el fomento de la creación de mercado en la Unión y el proporcionar liquidez a este en beneficio de su adecuado funcionamiento. Es por ello que la imposición de requisitos gravosos a los creadores de mercado puede tener incluso la potencialidad de dañar su capacidad de desarrollo de tal función, afectando adversamente a los mercados de la Unión. Se trata entonces de una excepción aplicable a las actividades de creación de mercado y del mismo modo a ciertas operaciones de mercado primario en materia de deuda soberana y procesos de estabilización.

## CONCLUSIONES

Las ventas en corto son una forma de operación financiera que tiene la potencialidad de producir efectos duales, como son la liquidez del mercado o la afectación de su funcionalidad<sup>49</sup>. El abuso estas ventas afecta, además, los derechos individuales y supraindividuales de consumidores e inversores y la seguridad en el mercado.

La correspondiente prevención del riesgo público económico<sup>50</sup> exigió la adopción de medidas de regulación. En este contexto, el apremio a la armonización normativa de los mercados con el objeto de alcanzar un alto nivel de protección de los sujetos y objetos negociales, así como la eficiencia y funcionalidad del mercado europeo, generó la regulación de las ventas en corto a través del R 236/2012 y sus Reglamentos Delegados.

Estos permiten en particular el tratamiento común de las ventas en corto. Frente a aquellas en corto sin provisión<sup>51</sup> se contempla “una prohibición represiva general” y ante las demás ventas en corto, “una prohibición represiva con reserva de autorización”<sup>52</sup>, concretada en los casos de exención<sup>53</sup>. Por su parte, las excepciones previstas delimitan una venta en corto de otras operaciones. Esta regulación constituye así una rueda de corona para el engranaje de la funcionalidad y seguridad del mercado de capitales.

---

49 Cf. Daniel Zimmer & Thomas A. Beisken. *supra* note 4, At. 487, 488.

50 Cf. Friedrich Schoch, *supra* note 15, At. 137.

51 Modalidad lesiva que adicionalmente puede constituir una operación de manipulación del mercado. Cf. Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, *supra* note 13. Directiva 2003/124/CE de la Comisión, *supra* note 13. Adicionalmente, José Hernán Muriel Ciceri, *supra* note 13.

52 Concepto acuñado por Lorenz. Cf. Dieter Lorenz, *Die öffentliche Sache als Instrument des Umweltschutzes, Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht*, At. 812 (1989).

53 Esto es, se trata de operaciones que están prohibidas *in genere* y existen exenciones que les hacen viables. No de forma automática sino que requieren la correspondiente autorización de la autoridad competente. Por ejemplo, ante la ubicación de una plataforma de negociación en un tercer país o ante actividades de creación de mercado y operaciones del mercado primario.

## BIBLIOGRAFÍA

### Doctrina

- A. Fernández de Oliveira, *Reglamento europeo sobre las ventas a corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago*, Foro de actualidad, Uría Menéndez. Disponible en: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3489/documento/foro07.pdf?id=4274> (14 de febrero del 2013).
- A. London, *New short selling rules in the UK from 1 November 2012*. Disponible en: [www.ashurst.com/doc.aspx?id\\_Content=8271](http://www.ashurst.com/doc.aspx?id_Content=8271) (13 de febrero del 2013).
- C. L. Culp & J. B. Heaton, *The Economics of Naked Short Selling Naked shorting is little different from permissible shorting*, *Regulation Spring*, No. 46 (2008).
- D. Zimmer & Thomas A. Beisken, *Die Regulierung von Leerverkäufen de lege lata und de lege ferenda*, *Wertpapier-Mitteilungen (WM)*, No. 486 (2010).
- D. P. McCaffrey, *Review of the policy debate over short sale regulation during the market crisis*. Disponible en: <http://www.albany.edu/McCaffrey-Short-Sale-Regulation.pdf> (15 de febrero del 2013).
- Dieter Lorenz, *Die öffentliche Sache als Instrument des Umweltschutzes*, *Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht*, At. 812 (1989).
- E. Groves, Ian Pattison, *Caught Short?: Let the Market Decide*, 62 *Institute of Public Affairs Review: A Quarterly Review of Politics and Public Affairs*, Issue 4, 32 (nov., 2010).
- H. Krüger & Verena Ludewig, *Leerverkaufsregulierung. - Aktueller Stand in Deutschland und Ausblick auf die europäische Regulierung unter besonderer Berücksichtigung der aktuellen Vorschläge zu den ausgestaltenden Rechtsakten*, *Wertpapier-Mitteilungen*, 1942 y ss. (2012).
- H. Hirte, *Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Ausführung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz, bt-Drucks. 17/9665) für den Deutschen Bundestag – Sitzung des Finanzausschusses am 13. Juni 2012*, p. 7. Disponible en: [http://www.bundestag.de/bundestag/ausschusse17/a07/anhoerungen/2012/091/Stellungnahmen/10-Prof\\_\\_Hirte.pdf](http://www.bundestag.de/bundestag/ausschusse17/a07/anhoerungen/2012/091/Stellungnahmen/10-Prof__Hirte.pdf) (15 de febrero del 2013).
- F. Schoch, *Besonderes Verwaltungsrecht*, De Gruyter, Eberhard Schmidt-Amann, Berlin (2005).
- G. Trüg, *Ist der Leerverkauf von Wertpapieren strafbar*, *Neue Juristische Wochenschrift, NJW*, 3202 (2009).
- G. J. Alexander, William F. Sharpe & Jeffery V. Bailey, *Fundamentos de inversiones: teoría y práctica*, Editorial Pearson Educación, México D.F. (2003).
- H. Krüger & Verena Ludewig, *Leerverkaufsregulierung. - Aktueller Stand in Deutschland und Ausblick auf die europäische Regulierung unter besonderer Berücksichtigung der aktuellen Vorschläge zu den ausgestaltenden Rechtsakten*, *Wertpapier-Mitteilungen*, 1942 y ss. (2012).

- J. Eichelberger, *Manipulation ohne Absicht? - Die subjektive Komponente bei dem Verbot der Marktmanipulation(§ 20a WpHG.)*, *Wertpapier-Mitteilungen*, 2046 (2007).
- José Hernán Muriel Ciceri, *Concepto: Modalidades de fraude financiero mediante negociaciones de títulos en bolsas de valores*, Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional – USAID, 48 y ss. (2011).
- J. Kokott, *Conclusiones de la abogado general, Sra. Julianne Kokott, presentadas el 19 de enero de 2012 (1), Asunto C59/11, Association Kokopelli contra Graines Baumaux SAS/Petición de decisión prejudicial planteada por la Cour d'appel de Nancy (Francia)*, InfoCuria – Jurisprudencia del Tribunal de Justicia. Disponible en: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=118143&pageIndex=0&doclang=ES&mode=lst&dir=&occ=first&cid=354849#Footnote25> (14 de febrero del 2012).
- M. Weber, *Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahr 2010*, *Neue Juristische Wochenschrift, NJW*, 274-275 (2011).
- P. O. Mülbert & Alexander Sajnovits, *Das künftige Regime für Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps nach der Verordnung (EU) Nr. 236/2012*, *zbb*, 266 y ss. (2012).
- R. Elul, *Regulating Short-Sales, Business Review*, 13 y ss. (2009). Disponible en: [http://www.phil.frb.org/research-and-data/publications/business-review/2009/q2/brq209\\_regulating-short-sales.pdf](http://www.phil.frb.org/research-and-data/publications/business-review/2009/q2/brq209_regulating-short-sales.pdf) (15 de febrero del 2013).
- S. Mock, *Das Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte*, *Wertpapier-Mitteilungen WM*, 2248 y ss. (2010).
- S. P. Wink, *Pan-European Short Selling Regulation*. Disponible en: <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/10/09/pan-european-short-selling-regulation/> (15 de febrero del 2013).
- Securities and Exchange Commission, 17 CFR PART 240 [Release No. 34-58774; File No. S7-08-08] RIN 3235-AK06 “Naked” Short Selling Antifraud Rule. Action: Final rule. Disponible en: <https://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58774.pdf> (15 de febrero del 2013).

## Normatividad europea

Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, 21 de abril de 2004, *Relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo*, L 145. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0044:ES:PDF> (9 de febrero del 2013).

Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, 28 de enero de 2003, *Sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)* L 96 / 16. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0016:ES:PDF> (15 de febrero del 2013).

Directiva 2003/124/CE de la Comisión, 22 de diciembre de 2003, *A efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición*

*y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado* L 339 / 70. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:339:0070:0072:ES:PDF> (16 de febrero del 2013).

Reglamento (UE) No. 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, 14 de marzo de 2012, *Sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago*, L 86. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:086:0001:0024:es:PDF> (7 de febrero del 2013).

Reglamento Delegado UE No. 918/2012 de la Comisión, 5 de julio de 2012, *Por el que se completa el Reglamento UE n o 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, en lo que respecta a las definiciones, el cálculo de las posiciones cortas netas, las permutas de cobertura por impago soberano cubiertas, los umbrales de notificación, los umbrales de liquidez para la suspensión de las restricciones, los descensos significativos del valor de instrumentos financieros y los hechos adversos*, L 274. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:274:0001:0015:es:PDF> (8 de febrero del 2013).