

La reforma del régimen de abuso de mercado por la Listing Act

El Parlamento Europeo ha aprobado en primera lectura la reforma del Reglamento de abuso de mercado para reducir las cargas administrativas soportadas por los emisores y aclarar algunas cuestiones controvertidas en la práctica.

REYES PALÁ LAGUNA

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

1. Introducción

El pasado mes de abril, el Parlamento Europeo aprobó en primera lectura un conjunto de reformas a las que se refiere la Comisión Europea como «Listing Act». Estamos ante la modificación de la MiFID II, el Reglamento de folletos, el de abuso de mercado y el MiFIR. A ello hay que sumar una nueva directiva relativa a las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un mercado de pymes en expansión (*SME Growth markets*), que permite a sus propietarios mantener el control de la empresa tras la admisión a negociación de sus acciones.

Si bien las reformas de la normativa financiera fueron aprobadas por el Parlamento con holgada mayoría (alrededor del 75 % de los votos fueron favorables a las propuestas), en el caso de la directiva sobre estructuras de acciones de voto múltiple, los votos a favor apenas superaron el 50 % de los emitidos y esta propuesta obtuvo 118 votos en contra, además de 114 abstenciones. Con ello queremos significar que el reconocimiento de las acciones de voto múltiple —aunque limitado a las pymes que solicitan la admisión a cotización en mercados en expansión— es una reforma controvertida del derecho de sociedades europeo. El plazo de transposición de esta norma al derecho interno de los Estados miembros se

fija en dos años desde su entrada en vigor (a los veinte días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*).

En el presente análisis daremos cuenta de la reforma del Reglamento de abuso de mercado (MAR por su acrónimo en inglés), con unos plazos de aplicación más breves. A las modificaciones del régimen de abuso de mercado dedica su artículo 2 *la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican los Reglamentos 2017/1129 [folletos], 596/2014 [abuso de mercado] y 600/2014 [MiFIR] a fin de hacer más atractivos los mercados de valores en la Unión Europea para las empresas y facilitar el acceso al capital por las pequeñas y medianas empresas*. El nuevo régimen entrará en vigor a los veinte días de la publicación en el *Diario Oficial* de la propuesta como reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo, excepto las modificaciones del artículo 17 (difusión pública de información privilegiada y su retraso por el emisor), que serán aplicables directamente transcurridos dieciocho meses a contar desde la entrada en vigor del reglamento.

Por otra parte, los Estados miembros deberán incorporar a su derecho interno los reformados artículos 30 y 31 del reglamento en materia de supervisión, inspección y sanción, en un plazo de dieciocho meses desde la entrada en vigor de la norma.

La reforma del reglamento afecta a las siguientes materias: la modificación de su artículo 5 (programas de recompra de acciones por el emisor); la introducción de una precisión respecto al concepto de información privilegia-

da (art. 7); el régimen de los sondeos o prospecciones de mercado (art. 11); la supresión de una obligación de la gestora respecto a los contratos de liquidez (art. 13); el citado artículo 17 sobre divulgación y retraso en la publicación de la información privilegiada; las listas de iniciados (art. 18) y el régimen de comunicación de las operaciones de consejeros y personal de alta dirección (art. 19). El resto de las modificaciones se refieren al régimen de cooperación entre las autoridades competentes (arts. 25 a 25 ter); al de supervisión, inspección y sanción previsto en el capítulo 5 del reglamento; a una precisión respecto a la comunicación de datos personales a supervisores de terceros países (art. 29); a las materias que son objeto de delegación normativa para su

aprobación por la Comisión Europea (art. 35) y al informe que ésta ha de elaborar a los cuatro años de la entrada en vigor de la reforma (art. 38). Por último, se introduce en el artículo dedicado a las defi-

niciones de *internalizador sistemático*, por no estar expresamente recogida en el vigente reglamento.

La razón principal que justifica la reforma, según se indica en la propuesta original de diciembre del 2022, es la necesidad de eliminar o minorar los requisitos que se han considerado en exceso gravosos respecto al cumplimiento de la normativa aplicable no sólo para las cotizadas en mercados regulados, sino también en sistemas multilaterales de negociación —incluidos los mercados de pymes en expansión— y en sistemas organizados de contratación. Se indica asimismo entre las razones de la propuesta de reglamento que algunos requisitos adicionales de información y divulgación «suponen una carga desproporcionadamente elevada para los emisores, como las

Se aplica el régimen de prospección de mercado, aunque no se anuncie finalmente la operación

disposiciones sobre las operaciones de los directivos, las listas de iniciados y las prospecciones de mercado». Por otra parte, se considera también desproporcionado el régimen sancionador vigente, en particular para las pymes, que pueden ser sancionadas al mismo nivel que las grandes empresas.

A continuación trataremos de las reformas más destacadas del régimen sustantivo del abuso de mercado.

2. Los programas de recompra de acciones por el emisor

El régimen que permite al emisor la inaplicación de la prohibición de operar con información privilegiada y de manipular el mercado en el seno de un programa de recompra de acciones no se modifica, pero, para acogerse a esta excepción, el emisor debe comunicar todas las transacciones relacionadas con el programa a la autoridad competente del mercado más relevante en términos de liquidez en el que cotizan las acciones, supervisor que remitirá esta información, tras la pertinente solicitud previa, a la autoridad del mercado en el que las acciones hayan sido admitidas a negociación y se negocien efectivamente. Lo que se pretende es que la comunicación de las transacciones se haga al mercado con mayor volumen de negociación de las acciones del emisor que realice el programa de recompra, mercado más líquido que puede no coincidir con aquel en que se solicitó la admisión a negociación. Por otra parte, se aclara que las transacciones que integran el programa de recompra serán objeto de divulgación al público de forma agregada.

Se unificará el régimen de las listas de iniciados sobre el menos gravoso (mercados de pymes en expansión)

3. Una precisión sobre la actividad de *front running*

Respecto al concepto mismo de información privilegiada, se modifica el artículo 7.1d relativo a la consideración como información privilegiada de la actividad conocida como *front running*, esto es, de la información privilegiada a la que tiene acceso la entidad financiera sobre las órdenes recibidas del cliente pendientes de ejecución. Se precisa que la información sobre estas órdenes pendientes que reúne los requisitos para ser considerada privilegiada puede ser transmitida no sólo por el cliente, sino también por quienes actúen por su cuenta, o bien que se trate de una información a la que se ha tenido acceso con ocasión de la gestión de una cuenta propia o de un fondo de inversión.

4. Las prospecciones de mercado

El artículo 11 es objeto de diversas reformas. En primer lugar, se aclara que el concepto de *prospección de mercado* (el comunicar información a uno o más inversores potenciales, con anterioridad al anuncio de una operación, a fin de evaluar el interés de éstos por una posible operación y las condiciones relativas a ella) existe, aunque la operación finalmente no se anuncie. De esta forma, la comunicación de información privilegiada en el marco de una prospección o sondeo del mercado queda exceptuada de la prohibición, aun cuando no se anuncie a la postre la operación.

Por otra parte, el «puerto seguro» que supone para los emisores y los participantes en el mercado el cumplimiento de los requisitos previstos en el artículo 11.4 del reglamento cuando

se realizan actividades de prospección del mercado, es una opción que, de no seguirse, no implica *per se* la consideración de divulgación de información privilegiada ilícita en el marco de estos sondeos a potenciales inversores.

Sin perjuicio de ello, el participante en el mercado tiene la obligación de mantener un registro —como ya existe bajo el régimen vigente— en el que conste su valoración de la información transmitida como privilegiada (o no) y las razones que lo han llevado a tal consideración. Si la información transmitida hubiera perdido su carácter de privilegiada, ha de comunicarse esta circunstancia a su receptor lo antes posible en aras de facilitar la labor supervisora relativa a la divulgación ilícita de información privilegiada.

5. Contratos de liquidez y sociedades gestoras de mercados de pymes en expansión

Como ya ha indicado la Autoridad Europea de Valores y Mercados en su informe sobre las modificaciones al Reglamento de abuso de mercado para el fomento de los mercados de pymes en expansión, de 27 de octubre del 2020, el organismo rector del mercado o la empresa de servicios de inversión que gestiona un mercado de pymes en expansión no son parte del contrato de liquidez que puede celebrar el emisor con las entidades autorizadas para ello; su obligación es garantizar que el contrato de liquidez celebrado en su caso por el emisor con un proveedor de este servicio no impide el ordenado funcionamiento del mercado. De ahí la reforma del artículo 13.12 del reglamento para eliminar el requisito de la aprobación por el organismo rector de estos mercados de las condiciones de los contratos de liquidez suscritos por el emisor, de forma que la rectora del mercado no tenga que analizar su contenido, limitándose su obligación

a reconocer por escrito ante el emisor que ha recibido un ejemplar de dicho contrato.

6. La obligación de difusión pública de la información privilegiada

Si bien no se altera el concepto de *información privilegiada*, la práctica ha revelado problemas interpretativos respecto a la obligación misma de difusión de esta información y al momento en el que debe realizarse en el caso de procesos prolongados en el tiempo, como puede ser una fusión de sociedades. Cuando la información se hace pública en etapas tempranas, se considera que más puede confundir a los inversores que contribuir al correcto proceso de formación de precios de las acciones cotizadas y a la eliminación de asimetrías informativas.

Se aclara por ello que la obligación de difusión de la información privilegiada no incluye las etapas intermedias de estos procesos prolongados, como son las negociaciones en curso o, en función de las circunstancias, los progresos alcanzados (por ejemplo, la celebración de reuniones entre los representantes de las sociedades afectadas). Tal y como se cita en el considerando 58 de la propuesta, en el caso de una fusión, ha de divulgarse tan pronto como sea posible la información tras la decisión de los respectivos consejos de firmar el acuerdo de fusión una vez que los elementos principales de la operación han sido acordados entre ambas sociedades. Con carácter general, para acuerdos contractuales, el evento que desencadena la obligación de divulgación de la información privilegiada se considera que ha tenido lugar cuando las condiciones esenciales de la operación han sido acordadas.

Puesto que no es fácil la determinación exacta del momento en que el acto se convierte

en definitivo, se delega en la Comisión la adopción de normativa que establezca un listado no exhaustivo de actos o acontecimientos finales en procesos prolongados que desencadenarían la obligación de difundir la información privilegiada por el emisor y, para cada acto o situación, el momento en el que se considera que ésta efectivamente ha acaecido. Se recoge expresamente la obligación de que los emisores garanticen la confidencialidad de la información privilegiada en estos procesos prolongados hasta el momento de su divulgación pública, así como, en la nueva redacción del artículo 17.7, la obligación del emisor de difundir lo antes posible la información privilegiada cuando la confidencialidad de la información deja de estar garantizada.

7. El retraso en la divulgación de información privilegiada bajo la responsabilidad del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión

El vigente artículo 17.4 del reglamento permite que el emisor o el participante del mercado de derechos de emisión pueda, bajo su propia responsabilidad, retrasar la difusión pública de información privilegiada siempre que concurren determinados requisitos: que la difusión inmediata pueda perjudicar sus intereses legítimos, que el retraso en la difusión no pueda inducir al público a confusión o engaño y que el emisor o el participante del mercado de derechos de emisión esté en condiciones de garantizar la confidencialidad de la información. La reforma sustituye el requisito relativo a la no inducción al público a confusión o engaño respecto al retraso en la difusión de la información por uno de mayor

precisión: que la información cuya divulgación pretende retrasar el emisor no sea contradictoria con la última publicada por el emisor o con cualquier otro tipo de comunicación por él realizada sobre el mismo asunto al que se refiere la información que se pretende retrasar. Se habilita a la Comisión Europea para aprobar normativa delegada que detalle este requisito.

Se excluye de este régimen la información privilegiada en las etapas intermedias de procesos prolongados, que se someterán al referido en el apartado anterior.

Los emisores del mercado de pymes en expansión cuyas acciones o instrumentos financieros sólo cotizan en esos mercados quedan exceptuados de la obligación de comunicación al supervisor nacional inmediatamente después de hacer pública la información con justificación escrita del cumplimiento de las condiciones que han permitido su retraso. Dichos emisores únicamente aportarán esta información a solicitud del supervisor; en la medida además en la que puedan justificar su decisión de retrasar la divulgación de la información privilegiada, no es necesario que conserven un registro de estas razones o explicaciones. La norma permite a los Estados miembros aplicar esta excepción también en el régimen general previsto para los emisores con instrumentos financieros cotizados en mercados distintos del de las pymes en expansión (nueva redacción del art. 17.4).

Se amplía por otra parte el régimen especial aplicable a este respecto recogido en el artículo 17.5 del reglamento a los emisores que tienen la condición de entidades de crédito

Se amplían las excepciones a la prohibición de negociación por directivos en los periodos cerrados

o de entidades financieras para incluir expresamente el supuesto del emisor cuya matriz sea una entidad financiera o entidad de crédito.

8. Listas de iniciados

La reforma pretende equiparar el régimen menos oneroso de las listas de iniciados que han de elaborar los emisores en los mercados de pymes en expansión (formato simplificado de la lista de iniciados) al de los emisores en mercados regulados. Se ordena por ello a la Autoridad Europea de Valores y Mercados la revisión de los estándares de implementación a fin de extender el formato abreviado previsto para los emisores en los mercados de pymes en expansión a todos los emisores —también en mercados regulados y otros centros de negociación a los que se refiere el reglamento de abuso de mercado—. Cuenta para ello con un plazo de nueve meses desde la entrada en vigor o la aplicación del reglamento (habrá que esperar a la publicación en el *Diario Oficial* de la reforma para precisar este extremo). Se delega en la Comisión Europea la concreción de los detalles del nuevo régimen, se entiende, con base en el informe de la Autoridad Europea. En esta materia, la propuesta inicial de diciembre del 2022 iba más allá del texto aprobado finalmente por el Parlamento, puesto que no sólo la aplicación del formato simplificado previsto para los emisores de los mercados de pymes en expansión se extendía también a los mercados regulados y otros centros de negociación, sino que únicamente se incluirían en las listas de iniciados (como en el caso de los mercados de pymes en expansión) aquellas personas que, debido a la naturaleza de su función o posición en el emisor, tenían acceso regular a información privilegiada. Ahora estas cuestiones, por la ambigüedad del texto definitivo de la propuesta, se esta-

blecerán en la normativa de desarrollo del artículo 18, que implicará la modificación del Reglamento de Ejecución 2022/1210, de la Comisión, de 13 de julio, por el que se establecen normas técnicas de ejecución orientadas a la aplicación del Reglamento de abuso de mercado en lo que respecta al formato de las listas de iniciados y las actualizaciones de dichas listas.

9. Operaciones realizadas por personas con responsabilidades de dirección y personas estrechamente vinculadas con éstas

El artículo 230 de la Ley de los Mercados de Valores sitúa en veinte mil euros el umbral de la obligación de notificación de las operaciones realizadas. La reforma del reglamento eleva el umbral vigente de cinco mil euros, por considerarlo demasiado bajo, a veinte mil euros. Ahora bien: permite que el supervisor nacional incremente esta cifra hasta los cincuenta mil euros o la reduzca a diez mil. En ambos casos, deberá comunicar a la Autoridad Europea de Valores y Mercados estos nuevos umbrales aportando justificación de esta decisión y haciendo referencia específica a las condiciones del mercado que le han llevado a adoptarla.

Además, la reforma introduce un nuevo supuesto en el que no rige la prohibición de negociar por cuenta propia o de terceros en los periodos cerrados (en los treinta días naturales anteriores al anuncio de un informe financiero intermedio o del informe anual) previa autorización del emisor en el que desarrolla sus funciones el consejero o directivo: son los casos, ya sea de transacciones o actividades de negociación que no guardan relación con decisiones de inversión de las personas con responsabilidades de dirección o que son consecuencia exclusivamente

de factores externos o de actuaciones de terceros, ya sea de transacciones o actividades de negociación, incluido el cumplimiento de contratos de derivados, basadas en términos predeterminados (por ejemplo, la conversión automática de instrumentos financieros).

Por otra parte, se amplía el ámbito objetivo de la exención a la prohibición de negociación en los periodos cerrados prevista para los planes de opciones o de ahorro, no sólo de acciones, sino también de otros instrumentos financieros y de derechos sobre instrumentos financieros distintos de las acciones.

Advertencia legal: El contenido de este documento no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

Para más información, consulte nuestra web www.ga-p.com, o diríjase al siguiente e-mail de contacto: info@ga-p.com.