

## CUESTIONES SOBRE EL (NO TAN) NUEVO RÉGIMEN DE COMUNICACIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

El sincopado proceso de adaptación de la Ley del Mercado de Valores a las diversas y variadas reformas impuestas por el Derecho comunitario ha tenido un nuevo hito con el Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera, que entre otras cuestiones ha dado nueva redacción a las normas relativas al abuso de mercado (cap.II del Título VII, arts.225 a 232).

### CONTEXTO Y ALCANCE

Aunque las normas sobre abuso de mercado del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores ("LMV") seguían formalmente vigentes, el régimen aplicable en este ámbito era el contenido en el Reglamento (UE) nº596/2014, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado ("RAM"). No solo las normas de la LMV eran trasposición de la antigua Directiva de 2003 sobre abuso de mercado, que fue derogada por el RAM, sino que el RAM, como fuente del Derecho comunitario, es directamente aplicable y disfruta de primacía sobre los Derechos nacionales. Además, la plena vigencia del RAM no precisa -ni admite siquiera- ninguna medida nacional de desarrollo o de integración, salvo en aquellas materias en las que el propio RAM reconoce algún margen de intervención a los Estados miembros.

Es en este reducido ámbito en el que se mueve la reforma de la LMV operada por el referido RDL 19/2018:

- de un lado, deroga -a decir mejor, elimina- el régimen material o sustantivo de la LMV sobre información privilegiada y manipulación de mercado, que tras la aprobación del RAM carecía de cualquier efectividad jurídica (en lo que coincidía con el RAM por innecesario, y en lo que no, por la primacía normativa de este último);
- y de otro lado, precisa y concreta algunas cuestiones en las que el propio RAM confiere cierta capacidad normativa a los Estados miembros, a los efectos de modular la aplicación de algunas de sus previsiones.

Aunque el RDL 19/2018 aporta otras novedades (entre ellas, (i) la elevación de 5.000 a 20.000 euros del umbral aplicable a la obligación de comunicación de las operaciones sobre valores realizadas por las personas con responsabilidades de dirección y personas vinculadas, (ii) la atribución de nuevas -e incisivas- facultades de supervisión e inspección a la CNMV, o (iii) la reformulación de las infracciones y sanciones asociadas a los incumplimientos del RAM), nos centraremos aquí en las cuestiones relativas a la comunicación de la información relevante o privilegiada.

#### Aspectos más relevantes

- Adaptación de la LMV al régimen sobre abuso de mercado del Reglamento europeo
- La nueva distinción entre información privilegiada e información relevante
- Los deberes de comunicación de los emisores en caso de retraso en la difusión de información privilegiada

## INFORMACIÓN PRIVILEGIADA E INFORMACIÓN RELEVANTE

Nuestro ordenamiento ha diferenciado tradicionalmente entre información privilegiada, a los efectos de la prohibición de realizar operaciones sobre valores por los sujetos que la conozcan, y la información relevante, que es la que aplicaba al deber de los emisores de comunicar inmediatamente al mercado cualquier información susceptible de influir de forma sensible sobre la cotización de sus valores. Pero esta distinción, además de formal y artificiosa, era del todo ajena al sistema del RAM, que contempla un único concepto de información privilegiada (art.7), que rige tanto para la prohibición de realizar "operaciones con información privilegiada" (art.8) como para la obligación de los emisores de proceder a la "difusión pública de la información privilegiada" (art.17).

Tras la reforma operada por el RDL 19/2018, la LMV mantiene la distinción entre ambos tipos de información, pero atribuyéndole ahora un significado diverso:

- la noción de información privilegiada es lógicamente -no podía ser de otra manera- la recogida en el RAM, que aplica tanto a la prohibición del *insider trading* como a la obligación de los emisores de comunicar a través del correspondiente hecho *relevante* cualquier información "de carácter concreto" que pueda "influir de manera apreciable sobre los precios" de los valores e instrumentos financieros (art.7.1. RAM y art.226 LMV);
- pero los hechos relevantes, que son el cauce empleado para la comunicación de la información privilegiada, se imponen también en nuestro Derecho para la difusión de otras informaciones de carácter societario y corporativo que no tienen propiamente la consideración de privilegiada, en el sentido de carecer de incidencia sobre la cotización bursátil (convocatorias de juntas, informes de remuneraciones y de gobierno corporativo, pactos parasociales, etc.); de ahí que la LMV haya optado por mantener la categoría de la "información relevante", pero limitándola ahora a estas otras "informaciones de carácter financiero o corporativo relativas al propio emisor o a sus valores o instrumentos financieros" que los emisores deban hacer públicas bajo cualquier previsión legal o que voluntariamente decidan difundir por su especial interés (art.227 LMV), con exclusión por tanto de cualquier información privilegiada;
- esta novedosa (aunque solo por su contenido) distinción entre información privilegiada e información relevante trasciende del plano meramente conceptual y comporta consecuencias jurídicas de distinto orden:
  - la LMV impone ahora la obligación de que cuando un emisor difunda información privilegiada, se haga "constar expresamente tal condición" (art.228); en realidad, más que "imponer", la LMV se limita a reiterar y reproducir una exigencia que ya establecía el Reglamento (UE) de ejecución o de segundo nivel nº2016/1055 [art.1.b).i)], que en nuestro.
  - mercado ha tenido de momento un más que limitado seguimiento práctico;
  - La LMV dispone también que la página web de la CNMV, que sigue concibiéndose como el medio previsto para la difusión pública de cualquier información privilegiada (art.226 LMV), presente esta última información de forma separada respecto de las demás informaciones "relevantes" del emisor (art.228.1 LMV), con el fin de evitar sin duda que la relevancia de las informaciones que sean "*price sensitive*" quede diluida entre una multiplicidad de comunicaciones de carácter formal y reglamentario.

## **LA COMUNICACIÓN DEL RETRASO DE LA DIFUSIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA**

En relación con la facultad reconocida a los emisores para retrasar la difusión de una información privilegiada cuando concurren ciertas condiciones legales (como sería el caso paradigmático de las negociaciones relativas a adquisiciones o a otras operaciones societarias relevantes), la LMV se limita a concretar el régimen del RAM en el único aspecto en que este atribuye una facultad de elección a los Estados. En efecto:

- El RAM prevé que, cuando un emisor opte por retrasar la difusión de una información privilegiada, "deberá comunicarlo" a la CNMV, no con carácter previo o *a priori* como bajo la anterior normativa, sino "inmediatamente después de hacer pública la información" (art.17.4);
- Pero de forma añadida a dicha comunicación, el emisor deberá "presentar una explicación por escrito" sobre la forma en que ha cumplido las condiciones legalmente requeridas para el retraso, aunque en este caso con la opción de los Estados miembros para prever que esta explicación tenga que facilitarse solo "previo requerimiento de la autoridad competente" (art.17.4).

También este régimen ha tenido de momento un nulo seguimiento práctico en nuestra experiencia. Esta circunstancia puede atribuirse antes que nada a la falta de determinación de cualquier modelo o cauce para la realización de la referida comunicación por parte de los emisores (como exige el art.4.2 del referido Reglamento nº2016/1055). Pero también ha intervenido aquí -me parece- un defectuoso entendimiento del régimen del RAM, al haberse entendido a menudo que la facultad de requerimiento de la autoridad supervisora aplicaba, no solo a la "explicación escrita" sobre la forma en que se han cumplido las condiciones legales, sino también a la propia comunicación del retraso una vez difundida la información. En este contexto:

- la LMV prevé ahora que la justificación escrita "de la concurrencia de las condiciones que permiten" el retraso solo deberá proporcionarse cuando la CNMV "lo solicite expresamente" (art.229), y no por tanto en todo caso;
- pero la LMV se refiere también al momento en que el emisor "realice la preceptiva comunicación" del retraso a la CNMV, lo que evidencia que esta comunicación debe realizarse -como se infería ya del RAM- siempre que un emisor retrase la publicación de una información privilegiada.

En definitiva, la comunicación del retraso a la CNMV tiene que realizarse en todo caso, para lo cual debería aprobarse el correspondiente modelo o formulario. Y en atención a esta comunicación, la CNMV dispondrá de la facultad adicional de requerir a los emisores para que justifiquen por escrito la forma en que han cumplido los requisitos a los que el RAM vincula el posible retraso (art.174).

## **CONTACTO**

**Javier García de Enterría**  
Socio

**T** +34 91 590 4102  
**E** javier.garciadeenterría  
@cliffordchance.com

This publication does not necessarily deal with every important topic or cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

Clifford Chance, Paseo de la Castellana 110,  
28046 Madrid, Spain

© Clifford Chance 2018

Clifford Chance S.L.P.

Abu Dhabi • Amsterdam • Barcelona • Beijing •  
Brussels • Bucharest • Casablanca • Dubai •  
Düsseldorf • Frankfurt • Hong Kong • Istanbul •  
London • Luxembourg • Madrid • Milan •  
Moscow • Munich • Newcastle • New York •  
Paris • Perth • Prague • Rome • São Paulo •  
Seoul • Shanghai • Singapore • Sydney •  
Tokyo • Warsaw • Washington, D.C.

Clifford Chance has a co-operation agreement  
with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm  
in Riyadh.

Clifford Chance has a best friends relationship  
with Redcliffe Partners in Ukraine.