

CONTESTACIÓN DE EMISORES ESPAÑOLES A LA CONSULTA PÚBLICA PREVIA SOBRE EL BORRADOR DE LEY DE MODIFICACIÓN DEL REAL DECRETO LEGISLATIVO 4/2015, DE 23 DE OCTUBRE, POR EL QUE SE APRUEBA EL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES, PARA ADAPTARLO AL REGLAMENTO (UE) 596/2014 DE 16 DE ABRIL, SOBRE ABUSO DE MERCADO, Y A LA DIRECTIVA DE EJECUCIÓN (UE) 2015/2392, DE LA COMISIÓN.

1. INTRODUCCIÓN.

EMISORES ESPAÑOLES (“EE” en adelante) es plenamente consciente y comparte la importancia de la lucha contra el abuso de mercado. La adopción de un marco legal adecuado constituye una premisa para el éxito en dicha lucha, pero que es necesario armonizar con una exigencia fundamental de seguridad jurídica y con la imposición de cargas razonables y asumibles para los partícipes en el mercado.

En nuestra contestación, de acuerdo con la filosofía que encierra el artículo 133 de la Ley 39/2015, del Procedimiento Administrativo Común, no nos limitamos a responder a las cuestiones que la Consulta expresamente plantea (centrándonos además, respecto a éstas, en las que de forma más específica nos afectan), sino que también nos pronunciamos sobre diferentes soluciones alternativas al actual marco legal. Entendemos que el desarrollo normativo nacional se realiza dentro del marco establecido por el Reglamento 596/2014 sobre Abuso de Mercado (en adelante “RAM”) y los diferentes instrumentos de nivel II y III publicados en Europa. Pero también es necesario destacar que este marco jurídico es tremendamente estricto en sus planteamientos, resultando en algunos aspectos demasiado alejado de la realidad empresarial y del mercado, por lo que en la medida de lo posible, y a través de los instrumentos legales que resulten adecuados (muy probablemente a nivel de guías y recomendaciones) la orientación y la ponderación de algunas cuestiones por parte de la regulación nacional resulta muy necesaria.

Por otra parte, y asumiendo que contamos con una normativa europea de aplicación directa y muy detallada, abogamos por una reforma que ordene y clarifique al máximo posible el régimen jurídico aplicable en nuestro país, adaptando el marco legal vigente para la adecuada recepción de la misma, derogando y modificando todas aquellas disposiciones que lo requieran. Lo anterior no es óbice para que, teniendo la normativa comunitaria abundantes puntos oscuros, se sigan haciendo esfuerzos para aclararlos, pero no tanto en sede legislativa, sino más bien por ESMA y/o CNMV mediante la emisión de guías y directrices, así como en documentos de Q&A.

2. CUESTIONES EXPLICITADAS EN LA CONSULTA.

Analizamos a continuación las cuestiones expresamente planteadas por la consulta.

- ***Forma y mecanismo para la difusión pública de la información pública privilegiada (artículo 17.1 del Reglamento).***

En nuestra opinión, la solución actual consistente en que la difusión se haga a través de la CNMV, recogida en el art. 6.1 del RD 1333/2015 de Abuso Mercado (“RDAM” en adelante) ha funcionado muy bien, permitiendo un rápido y generalizado conocimiento de la información relevante, por lo que abogamos por mantener este mismo sistema de difusión.

- ***Traslado a la CNMV de explicaciones sobre el cumplimiento de las condiciones que justificaron el retraso en la difusión de información privilegiada por parte del Emisor (artículo 17.4 del Reglamento).***

Creemos que se debería optar, en línea con lo que han hecho la mayoría de los Estados Miembros, porque los Emisores faciliten las oportunas explicaciones sobre el cumplimiento de las condiciones que justifiquen el retraso en la publicación de información privilegiada únicamente previo requerimiento de la CNMV. Entendemos que ésta es una información que no tiene sentido que se remita de forma indiscriminada a la CNMV, resultando más razonable que ésta ejerza su labor supervisora de forma puntual cuando lo estime pertinente. Hay que tener en cuenta además que la carga impuesta a los Emisores en relación al seguimiento y control de la información privilegiada es excesivamente estricto y exigente, por lo que no tiene sentido agravar esta situación cuando el Reglamento ofrece una alternativa más razonable.

- ***Forma y mecanismo de publicidad de las operaciones realizadas por directivos del emisor y sujetas a comunicación a la CNMV (artículo 19.3 del Reglamento).***

Como EE tenemos una clara preferencia porque la publicidad se haga vía CNMV, pues es la mejor forma de garantizar un conocimiento generalizado y puntual de las operaciones personales, tal y como pretende el Reglamento.

- ***Criterios que permitan diferenciar la gravedad de las conductas de abuso de mercado y, especialmente, fijar límites claros entre el marco sancionador administrativo y los tipos penales correspondientes (artículos 30 y 31 del Reglamento).***
- ***Contenido y alcance de los mecanismos técnicos y jurídicos para asegurar la confidencialidad de los datos personales de la comunicación de infracciones en materia de abuso de mercado (artículos 9 y 10 de la Directiva).***
- ***Contenido y alcance de las medidas de protección a las personas que comuniquen (artículo 8 de la Directiva).***
- ***Notificación de infracciones.***

Como una primera valoración a este respecto, somos partidarios de que, al estar estas materias reguladas en diferentes normas comunitarias de forma similar, su incorporación al ordenamiento jurídico español se haga de forma consistente, y quizás sea la reforma de la LMV el momento oportuno para transponer MIFID 2.

Junto al RAM y la Directiva de ejecución 2015/2392, que se mencionan de forma expresa en la Consulta, hay que tener en cuenta la Directiva 2014/57/UE, del Parlamento y el Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado. Esta última Directiva debe ser tenida en cuenta a los efectos de fijar los límites entre el marco sancionador administrativo y los tipos penales.

En el capítulo de las sanciones, sí queremos destacar la importancia de que la incorporación de las reglas del RAM (art 34.1) sobre publicación de las sanciones se haga de forma respetuosa con el Reglamento y, cuando sea posible, buscándose siempre la solución menos lesiva para el Emisor. Lo anterior lo decimos especialmente en relación con el retraso o incluso dispensa de su publicación que el propio RAM contempla. Deben evitarse situaciones, desgraciadamente frecuentes en la práctica, donde se imponen multas mínimas (caso de infracciones graves) y la publicidad de las mismas constituye la auténtica sanción.

3. CUESTIONES ADICIONALES NO EXPRESAMENTE PLANTEADAS EN LA CONSULTA.

De acuerdo con lo que anunciábamos en la Introducción, nos pronunciamos ahora sobre algún punto que, aunque no mencionado expresamente en el documento de la Consulta, consideramos oportuno plantear como consideraciones previas a la reforma legal que debe acometerse.

1º Elección del umbral (art 19.9 MAR) para que nazca obligación de comunicación:

Su concreción corresponde en principio a la CNMV. Creemos que es claramente mejor el umbral superior de 20.000 €. El tener que comunicar operaciones que no llegan al mismo puede suponer una carga importante y la información que la CNMV puede recibir es por el contrario muy poco significativa.

2º Consideraciones sobre la subsistencia de ciertas normas y contenidos de las mismas:

Como ya hemos indicado, desde Emisores Españoles opinamos que, al estar ahora regulado el abuso de mercado a nivel europeo por un reglamento (ya no en una directiva) desarrollado por una multitud de normas, se hacen innecesarios la mayor parte de los contenidos de la LMV (Capítulo II, Título VII) y –con mayor razón– una norma como el actual RDAM y otras de nivel inferior.

Por otra parte, existen algunas cuestiones específicas del contenido de ciertas normas que nos parece interesante considerar:

a) En relación con la **Ley de Mercado de Valores (LMV)**, dentro del Título VI sobre Abuso de Mercado, se hace notar lo siguiente:

1. Tratamiento de los Reglamentos Internos de Conducta (RIC): Se hallan regulados en los artículos 225.2 y 3 de la LMV. La utilización de los RIC debe ser voluntaria y claramente en el contexto regulatorio actual el control que la Ley atribuye a la CNMV resulta innecesario y no ajustado al RAM.
2. Información Relevante (art. 228 LMV y concordantes): El RAM sólo se refiere a Información Privilegiada y por tanto la regulación en paralelo que la LMV contenía sobre Información Relevante resulta hoy inadecuado. Ello no es óbice para que se dé cobertura legal a la publicación de ciertas informaciones que no siendo información privilegiada, es bueno que el mercado conozca (e.g. cambios en las comisiones del consejo de administración, anuncio de la publicación de resultados, nombramientos de consejeros independientes, etc.).

En este sentido, resulta necesario además eliminar algunas referencias a la publicación de determinadas informaciones o documentos “como hechos relevantes”, como sucede por ejemplo con los informes anuales de gobierno corporativo o de retribuciones de los consejeros. Entendemos que una remisión directa a la CNMV y la publicación por parte del Emisor en su página web debería ser más que suficiente como criterio de divulgación.

3. Obligaciones de los Emisores respecto a la información privilegiada (art. 230 LMV): El artículo no tiene sentido, pues incluye bien previsiones ya recogidas de forma muy detallada en la normativa comunitaria (por ejemplo, Listas de Iniciados, Reglamento de ejecución CE 2016/347) o bien propias de un RIC o norma equivalente.
4. Procedimientos de comunicación de operaciones sospechosas para ESIS y EC (art. 232.1 LMV): Este precepto no tiene ya sentido al estar la materia regulada en el art. 16 del RAM.
5. En relación con el resto de artículos del Capítulo II del Título VII, que la Consulta indica que van a ser objeto de adaptación a la normativa comunitaria, en aras de la seguridad jurídica para el mercado y los partícipes del mismo, deberán ser eliminadas cuantas previsiones difieran o se opongan a lo establecido en el RAM y su normativa de desarrollo.
6. Además de los artículos de la LMV mencionados en la Consulta (arts. 225 a 232) hay que adaptar el resto del articulado de la LMV que pudiera verse afectado por la nueva normativa comunitaria, como el art. 237 que se refiere a la publicación de información relevante, concepto hoy superado.

- b) En cuanto al **Real Decreto sobre Abuso de Mercado (RDAM)**: Siendo el RAM y la diferente normativa de desarrollo muy completa y detallada, no parece que tenga sentido contar con un reglamento de desarrollo general de la Ley como el actual RDAM, resultando conveniente su derogación.
- c) Por su parte, la **Orden MEH 1421/2009 sobre información relevante y Circular 4/2009 sobre hechos relevantes**: Al desaparecer la categoría de información relevante estas normas ya no tienen justificación, sin perjuicio de que se regule -como antes indicábamos- la publicación vía CNMV -pero no como información relevante- de ciertas cuestiones que afectan a la vida de una sociedad cotizada y sobre las que el mercado debe estar informado, aunque no constituya información sensible a efectos de cotización.
- d) **Circular 8/2015 sobre notificación de participaciones**: Es preciso adecuar esta Circular con nuevos modelos de comunicación que respondan al RAM y su normativa de desarrollo.

3º *Obligación específica de comunicar cualquier transmisión (basta una y “stocks resultantes”) de acciones de los consejeros. No hay umbral previsto en este caso (art 125.5 y 234 LMV).*

Ni en el RAM ni en la Directiva de Transparencia (Directiva 2004/109/CE) hay apoyo para la actual solución española. En el RAM los consejeros aparecen claramente comprendidos en la categoría de “personas con responsabilidades de dirección” (art 3.1.25), sin que existan respecto de ellos obligaciones adicionales de comunicación. La Directiva de Transparencia no impone tampoco obligación específica alguna para los consejeros. Debería desaparecer la regulación mencionada, que además es muy gravosa y creemos poco útil para el regulador, lo que redundaría además en la claridad del sistema de reporte. Es necesario tener en cuenta además que la información sobre la participación de los consejeros en el capital de la sociedad se publica en el informe anual de gobierno corporativo, y consta además en la página web de las compañías, por lo que se trata de información pública a disposición del mercado y del regulador.

4º *Procesos prolongados en el tiempo, listas de iniciados y retraso en la publicación de información privilegiada.*

Finalmente queremos llamar la atención sobre uno de los problemas más importantes relacionado con la aplicación de la normativa sobre abuso de mercado que se plantea en relación con las listas de iniciados y la decisión del retraso en la publicación de información privilegiada. El reglamento europeo resulta en esta cuestión bastante alejado de la realidad a la que se enfrentan cada día los Emisores. La determinación de lo que es o no información privilegiada es una cuestión que en muchas ocasiones resulta difícil de concretar, por lo que decidir en qué momento exacto en el tiempo una cuestión se transforma en información privilegiada, con frecuencia pecará de artificial. Hay que tener en cuenta además que en la mayoría de los supuestos donde se genera la información privilegiada (tales como proyectos

de fusiones y adquisiciones), estos constituyen procesos prolongados en el tiempo, que pasan por fases con muy diferente grado de actividad y que con cierta frecuencia se frustran. En estos casos, determinar cuándo de verdad surge la información privilegiada y de forma coherente abrir la correspondiente lista de iniciados, reflejar las contingencias que ésta última puede sufrir una vez abierta y decidir finalmente el momento en que la información debe hacerse pública, son cuestiones harto complejas.

Siendo plenamente conscientes del marco que ya nos viene establecido por la normativa europea, queremos hacer un llamamiento para que se preste especial atención a esta problemática, si bien la solución quizás no haya que encontrarla en sede normativa sino en la emisión por ESMA y/o CNMV de directrices o guías con pautas que den alguna luz sobre cómo operar en estos casos. Se hace necesario adoptar un marco estable y claro en el que los Emisores puedan operar estableciendo medidas preventivas y de control sobre la información y las personas que disponen de ella sin que esto esté ligado a la determinación de la existencia de información privilegiada. Estamos convencidos además que el establecimiento de obligaciones claras y asumibles, por muy estrictas que éstas sean, redundará en beneficio del sistema al reforzar el cumplimiento de la norma.