

## **ALEGACIONES DE EMISORES ESPAÑOLES EN RELACIÓN CON EL ANTEPROYECTO DE LEY XX 2107, DEL MERCADO DE VALORES**

### **1. INTRODUCCIÓN**

Emisores Españoles (EE en adelante) agradece la posibilidad de hacer alegaciones al Anteproyecto de la nueva Ley del Mercado de Valores (el Anteproyecto en adelante).

Pese a la importancia de la totalidad del Anteproyecto para los emisores, y aunque muchos de nuestros miembros son entidades financieras, en estas Alegaciones nos vamos a centrar especialmente en la regulación sobre el Abuso de Mercado (Capítulo II del Título IX. Normas de Conducta), por ser la materia que más directamente afecta al conjunto de los emisores.

Ya anteriormente, en las dos consultas públicas previas abiertas por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, una referida a la adaptación de nuestro Ordenamiento al referido Reglamento sobre Abuso de Mercado (Reglamento UE 596/2104 de 16 de abril, RAM en adelante) y otra para transponer los contenidos de MIFID II (Directiva UE/65/2014/), EE sólo hizo comentarios a la primera.

### **2. VALORACIÓN GENERAL DEL ANTEPROYECTO**

El Anteproyecto incorpora a nuestro ordenamiento jurídico tanto MIFID II como el RAM. En este último caso, y dada la naturaleza jurídica de la norma europea, el texto concreta las “discrecionalidades nacionales” que contiene el RAM.

En este sentido, siguiendo la sistemática de las normas europeas, el artículo 2 contiene una serie de definiciones, que coinciden prácticamente con las del artículo 4 de MIFID II y el ámbito de aplicación, con sus excepciones facultativas, artículos 5 a 7 del Anteproyecto, coinciden con lo previsto en los artículos 1 a 3 de la citada Directiva.

Pero dentro de estas “Disposiciones Generales” del Título I no encontramos definiciones referidas al ámbito del Abuso de Mercado. Ciertamente es que el RAM, por su carácter de Reglamento, es directamente aplicable, pero sería deseable que determinados términos del Abuso de Mercado fueran definidos, como el propio abuso de mercado, las personas estrechamente vinculadas, las personas con responsabilidades de dirección, etc., lo que puede hacerse por remisión a la definición del RAM.

Así, una nueva LMV, con vocación generalista y en cierto sentido codificadora, debería tener en cuenta en su Título I de disposiciones generales disposiciones no sólo referidas a materias derivadas de MIFID II. Asimismo, no deja de ser llamativo que el Capítulo III del Título IV, “Obligaciones de información periódica de los emisores”, dedicado a los Mercados Regulados, contenga también unas reglas de aplicación de su normativa (tomadas de la Directiva 2004/109/CE sobre Transparencia) que nada tienen que ver con las previstas en el Título I dedicado a las Disposiciones Generales, empleándose con reiteración la expresión “*Cuando España sea estado de origen*”, algo que sería ocioso si en el Título I se hubiera regulado mejor el régimen de aplicación de **toda** la ley.

### **3. COMENTARIOS A LA REGULACIÓN SOBRE ABUSO DE MERCADO (CAPÍTULO II DEL TÍTULO IX)**

#### **3.1. Comunicación por consejeros de cualquier operación con independencia de su volumen**

Aunque en el texto se integran las llamadas discrecionalidades nacionales de la forma menos gravosa para los emisores, en línea con lo que solicitamos en las alegaciones durante la Consulta Previa Pública, lo que agradecemos, el Anteproyecto sigue manteniendo sin cambios la solución actual de que los consejeros tengan que comunicar todas sus operaciones con acciones, sin importar su volumen.

En efecto, aunque aparentemente los consejeros, en cuanto directivos, sólo deben notificar las operaciones con valores cuando se alcance el umbral de los 20.000 euros (art 275.1 del Anteproyecto que acoge umbral superior previsto en art. 19.9 del RAM), esta regla se ve enervada por la obligación que tienen los consejeros, en virtud de lo previsto en el art. 118.5 del Anteproyecto, de comunicar -cuando se trate de acciones- “cualesquiera operaciones” sobre las mismas.

El texto del art. 118.5 del Anteproyecto a consulta coincide literalmente con lo previsto en el párrafo 1 del art. 124.5 de la LMV, que dice:

*“Art. 118.5. Cuando quien se encuentre en los casos previstos en los apartados anteriores sea administrador del emisor, además de cumplir con la obligación de comunicar cualesquiera operaciones realizadas sobre acciones del emisor o sobre valores u otros instrumentos financieros referenciados a dichas acciones, deberá comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la participación que tuvieran en el momento de su nombramiento y cese.”*

Dicho precepto fue desarrollado por el art. 31 del RD 1362/2017 de Transparencia y, a un nivel ya operativo, por la Circular 8/2015 de comunicación de participaciones significativas, regulaciones que coexisten con la norma donde se establece la obligación de notificación para los directivos (el art. 9 RD 1332/2005 sobre Abuso de Mercado, decreto que servía para transponer la Directiva 2003/6/CE, antecesora del RAM).

El mantener la obligación de que los consejeros tengan que comunicar todas las operaciones con acciones de las sociedades donde están nombrados es criticable por las siguientes razones:

- 1) Se trata de una obligación claramente gravosa, máxime al haberse reducido el plazo de cinco a tres días para su comunicación y haberse ampliado notablemente el perímetro de las operaciones a comunicar (véase el art. 10 del Reglamento Delegado UE /522/2016).
- 2) Se separará del estándar europeo, donde se llegó a la conclusión de que la solución de comunicar todas las operaciones de la anterior Directiva de Abuso de Mercado era excesiva. Si en toda Europa la obligación va a estar limitada, no se entiende por qué en España debemos tener una regulación diferente.
- 3) Las operaciones por debajo de 5.000 € (20.000 €) son realmente irrelevantes y creemos que su conocimiento poco aporta al regulador en su lucha (que es la de los emisores también) contra el Abuso de Mercado.
- 4) Al existir esta obligación de comunicación (y los correspondientes umbrales), ahora regulada en un Reglamento Comunitario y no en una Directiva como hasta ahora ocurría, es muy dudoso jurídicamente que la norma nacional se pueda apartar de forma tan clara de la europea.
- 5) Aunque el legislador español incluyó esta obligación en el bloque normativo dedicado a la transparencia y no en la regulación sobre abuso de mercado, lo cierto es que en la Directiva de Transparencia (Directiva 2004/109/CE) no hay ninguna referencia a la obligación de comunicación de las operaciones de los consejeros, tema que tradicionalmente se ha regulado en sede de normativa de abuso de mercado.
- 6) La CNMV y el propio mercado conoce en España -con carácter completo- las participaciones de cada consejero en el capital de sus sociedades, al contenerse en el Informe Anual de Gobierno Corporativo que, como se sabe, ha de hacerse público.
- 7) De estimarse realmente necesario y en aplicación de lo que se prevé en el art. 273.2 del Anteproyecto, siempre se podrá dictar una normativa más exigente en cuanto a publicidad de las operaciones/posiciones de los consejeros, considerando esta información de “especial interés”, pero sin llegar al extremo de tener que comunicar/publicar casi en tiempo real **absolutamente todas** las operaciones (por ejemplo, algo intermedio entre la publicidad del IAGC y la que prevé el Anteproyecto).

- 8) En último lugar, el mantener la obligación de comunicación a cargo de los consejeros como está en el Anteproyecto plantea la duda de qué modelo/formato deberá emplearse en el futuro, dado que existe una norma europea que regula este tema con todo detalle [Reglamento de Ejecución 2016/523 de aplicación obligatoria para todos los directivos (consejeros incluidos) y cuya plantilla difiere notablemente de los modelos contenidos en los Anexos II y III de la Circular 8/2015]. Además, surge la duda de si la obligación “sin límites” afecta también a personas vinculadas, pues no se citan expresamente en el art. 118 del Anteproyecto.

### **3.2. Planes retributivos de directivos**

En base a la misma argumentación expuesta en el apartado anterior creemos que debería suprimirse la DA VIII (que reproduce la DA VIII de la LMV vigente) dedicada a los planes retributivos para los directivos con referencia a acciones de la sociedad. Estos planes y su eventual ejecución están contemplados en el propio RAM y sus normas de cumplimentación (Vid ART 10.2 b) del Reglamento Delegado UE/522/2016) y no creemos ni oportuno ni legalmente sostenible introducir a nivel doméstico una regulación paralela.

### **3.3. Otras cuestiones relacionadas con la regulación sobre Abuso de Mercado**

Aún no se ha producido la transposición de la Directiva 2014/57/UE sobre sanciones penales, a la que nos referiremos en otro apartado posterior.

En cuanto a la regulación contenida en el art. 273.2 del Anteproyecto, nos parece equilibrada la solución del texto al tema de la comunicación/publicación de la información que no sea privilegiada, pero que sea necesario difundir “por su especial interés”. No obstante, creemos que siempre tendrá que haber una “disposición legal o reglamentaria” que concrete qué tipo de información puede difundirse, no bastando que los emisores lo puedan hacer sólo porque lo “consideren necesario”, como parece dar a entender la norma. Dejar en manos de los emisores el poder difundir en la web de la CNMV informaciones, más allá de las que contempla la normativa “ad hoc” que se dicte, puede crear mucha confusión y abortar el efecto de lograr mayor transparencia que se pretende. En este sentido, será deseable que, como en la Circular 4/2009, de la CNMV, sobre comunicación de información relevante, se dicte un catálogo de “las restantes informaciones de carácter financiero o corporativo relativas al propio emisor o a sus valores (...) que consideren necesario, por su especial interés, difundir entre los inversores”.

Por otra parte, en el art. 273.1 del Anteproyecto deberían mencionarse a los “participantes del mercado de derechos de emisión” (como se hace en el art. 17.2 del RAM o en el propio art. 274 del Anteproyecto).

#### **4. CUESTIONES RELACIONADAS CON LAS “OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN PERIÓDICA DE LOS EMISORES” (TRANSPARENCIA. CAPÍTULO III DEL TÍTULO IV)**

En relación con la redacción del art. 111.3 del Anteproyecto, “Información sobre operaciones vinculadas”, consideramos que, al figurar esta información también en el IAGC, no tiene sentido que siga apareciendo también en la Memoria.

En el art. 113, que regula la declaración intermedia de gestión, debería suprimirse todo lo relativo a la información periódica trimestral, en línea con la solución recogida en la Directiva 2004/109/CE, tras ser reformada por la Directiva 2013/50/UE. El mantener estos informes, aunque legalmente posible, constituye una obligación muy gravosa para los emisores (sobre todo los medianos y pequeños) y constituye una clara invitación al cortoplacismo con todo lo que ello implica.

#### **5. CUESTIONES RELACIONADAS CON EL RÉGIMEN SANCIONADOR (art. 315 y sig. del anteproyecto). INFRACCIONES Y SANCIONES.**

En primer lugar, hay que mencionar el hecho de que todavía no se ha traspuesto la Directiva que regula los aspectos penales, por lo que cualquier regulación en este momento del régimen sancionador esté revestida de una provisionalidad no deseable.

En relación con las infracciones en materia de abuso de mercado, se observa, que si bien de modo general las infracciones muy graves aparecen configuradas atendiendo efectivamente a la gravedad de la conducta de que se trate, en algunos casos la distinción de una infracción muy grave frente a otra considerada como grave no resulta muy sistemática o proporcionada, o, para determinadas conductas que admitirían graduación, sólo se tipifican infracciones muy graves.

Por ejemplo, la falta de comunicación de operaciones por directivos (art. 19 Regl UE 596/2014) será muy grave si hay ocultación o negligencia grave y, para ello, se atiende a la relevancia de la comunicación no realizada y a la demora (art. 332.3 Anteproyecto). En principio, parece que todas las operaciones que han de comunicarse tendrán una relevancia similar, por lo que esta circunstancia no entrará en juego para determinar la gravedad de la infracción, siempre será muy grave. Dado que el Art. 347.11 del Anteproyecto tipifica las infracciones del art. 19 del Regl UE 596/2014 como graves cuando no concurren las circunstancias del art. 332.3 del Anteproyecto, parece que la gravedad de la infracción la determinará sólo el plazo de demora en comunicar.

Entendemos, además, que si se tipifican determinados supuestos como infracciones muy graves, debería también contemplarse la posibilidad de que hubiera infracciones que pudieran ser tipificadas como graves. Es el caso de la falta de comunicación de participaciones significativas (art. 118 Anteproyecto) que será muy

grave si hay ocultación o negligencia grave y, para ello, se atiende a la relevancia de la comunicación no realizada y a la demora (art. 332.3 Anteproyecto). Sin embargo, en el Anteproyecto, en el Capítulo VII del Título XI (“Infracciones graves y leves”), no hay un precepto que tipifique como infracción grave el incumplimiento del deber de comunicación a que se está haciendo referencia (art. 118 Anteproyecto).

Asimismo, si comparamos estas infracciones del art. 332.3 del Anteproyecto, calificadas como muy graves, con la infracción consistente en realizar operaciones por un directivo durante el periodo de bloqueo, esta última es considerada infracción grave (art. 347.11 Anteproyecto), cuando parece que todas estas infracciones a la que estamos haciendo referencia deberían tener la misma gravedad, es decir, que sólo se tipificaran como infracciones graves.

Por otra parte, determinadas obligaciones pueden admitir muy distintos tipos de incumplimientos (algunos de ellos realmente irrelevantes) por lo que debería recogerse una tipificación más escalonada y concreta. A este respecto, cabe destacar la obligación de llevar a cabo “listas de iniciados” (art. 18 Regl UE 596/2014 y Regl Ejecución UE 2016/317), donde podrían existir muchos tipos de incumplimientos, muchos de los cuales, por su irrelevancia, deberían admitir la calificación de infracción leve. Por lo tanto, en relación con las “listas de iniciados”, la infracción muy grave debería quedar limitada a los casos más flagrantes de falta completa del listado o de defectos esenciales que impidan, de forma generalizada, conocer la identidad de las personas con acceso a la información privilegiada. Los demás casos de incumplimientos de estos listados podrían tener la consideración de infracciones graves, y las omisiones o errores aislados (p. ej. una hora equivocada, un error en un apellido, la falta de constancia del motivo de la inclusión de una persona en el listado, un número de teléfono erróneo, una falta de actualización, una actualización tardía o similares) deberían ser considerados simples errores o, como mucho, infracciones leves.

Tampoco parece adecuada la forma de tipificar infracciones recogida en el art. 332.10 del Anteproyecto relativo a la obligación de comunicar a la CNMV operaciones sospechosas (de utilización indebida de información privilegiada o de manipulación de mercado), puesto que considera que existirá infracción muy grave “cuando dicho incumplimiento haya tenido lugar con ocasión de una concreta operación constitutiva de información privilegiada o de manipulación del mercado”, pero la existencia efectiva de una utilización indebida de información privilegiada o de una manipulación de mercado será desconocida para el intermediario (salvo que dolosamente esté colaborando con la comisión de la infracción). En definitiva, se estaría ante una infracción muy grave si, al mismo tiempo, se está cometiendo una infracción muy grave por un tercero, pero, si no es así, la infracción solo sería grave. Lógicamente, la infracción del intermediario debería ser la misma tanto si existe otro infractor “en paralelo” como si no. En definitiva, en estos casos también parece que

la infracción sólo debería ser grave (extendiendo, por tanto, el ámbito del art. 347.6 Anteproyecto), y solo debería tener la consideración de muy grave cuando la intervención del intermediario haya sido como “colaborador” de la infracción del tercero, por lo que, en esos supuestos, no estaríamos ante una falta de comunicación de operación sospechosa, sino ante la “coautoría” de una utilización indebida de información privilegiada o de manipulación de mercado.

Junto a lo comentado sobre las infracciones, llama la atención el notable endurecimiento que experimentan las sanciones respecto al régimen actual. Así, por ejemplo, en el vigente artículo 303 de la LMV, las infracciones graves en materia de operaciones con información privilegiada son sancionadas con multa cuyos importes se calculan atendiendo a los beneficios obtenidos con la infracción, los recursos propios de la infractora o los fondos totales usados para la infracción, o a la cantidad máxima de 300.000 euros, si ésta resultase ser la mayor de las cuatro referidas. Pues bien, el artículo 355.1 del Anteproyecto impone a las personas jurídicas que realicen esas infracciones comentadas en materia de información privilegiada una multa de hasta 15.000.000 euros o un porcentaje sobre su volumen total de negocios.

Es cierto que este endurecimiento de las sanciones viene determinado por la normativa comunitaria en materia de abuso de mercado, en concreto el artículo 30 del RAM, pero en el RAM no se hace una diferenciación entre infracciones graves o muy graves, y el Anteproyecto ha aplicado las sanciones pecuniarias máximas previstas en el RAM a las infracciones graves, y para las muy graves se establece el doble en todos los casos, sin distinción.

Realmente, si el artículo 30.2 i) y j) del RAM ya fijan unos importes máximos para las multas por la comisión de infracciones relacionadas con abuso de mercado (aunque matice “de al menos”), y suponiendo estos importes un incremento notable respecto de los actualmente previstos en la vigente LMV, debe considerarse que, al menos hasta que se puedan comparar con otras legislaciones de nuestro entorno, los importes máximos previstos en el citado artículo 30.2 i) y j) del RAM deberían ser los importes máximos para las multas por la comisión de infracciones muy graves, fijándose los importes máximos para las multas por la comisión de infracciones graves en la mitad de esos importes.

Finalmente, en relación con las sanciones previstas en el Anteproyecto, cabe destacar la extensión y complejidad de los artículos 354.1.a) y 355.1.a) del Anteproyecto, por lo que, para facilitar su interpretación y aplicación sería muy conveniente utilizar otra sistemática que resultara más clara.

## **6. CUESTIONES RELACIONADAS CON EL RÉGIMEN SANCIONADOR. PUBLICIDAD DE LAS SANCIONES (art. 365 y sig.)**

Como ya reflejábamos en nuestros comentarios a la Consulta Previa Pública, el tema de la publicidad de las sanciones preocupa especialmente a los emisores, por el tremendo daño reputacional que tal publicidad siempre provoca, no siendo raro los casos dónde la auténtica sanción no es otra que su publicidad. En este sentido, queremos destacar lo siguiente en relación con el Anteproyecto:

- Dado que la normativa comunitaria establece un régimen de publicidad de las sanciones a través de las autoridades competentes, estimamos que debería suprimirse el art. 366 que regula la publicación en el BOE y limitarse la misma a la que se haga en la página web de la CNMV, que se regula en el artículo 365 del Anteproyecto. Por otra parte, al restringirse la publicidad en el BOE a los sujetos sancionados conforme a los artículos 357 y 358 del Anteproyecto, resulta discriminatorio y desproporcionado.
- La publicidad debería limitarse exclusivamente a los supuestos de infracciones muy graves y graves, y cuando las sanciones sean firmes en vía administrativa. En este sentido, aunque se proponga la supresión del artículo 366 del Anteproyecto (por lo que a la publicación de las sanciones en el BOE se refiere), sí que recoge que la publicidad se hará una vez que las sanciones sean firmes en vía administrativa, que es la regla que, entendemos, debería generalizarse.
- En el caso de que se considere oportuno mantener la publicación en el BOE (siempre de sanciones para infracciones muy graves o graves firmes en vía administrativa), debería contemplarse la dispensa de publicación que se establece en el artículo 365.3 del Anteproyecto.
- El artículo 367 del Anteproyecto (Publicidad de acuerdos de iniciación de los procedimientos sancionadores) entra en contradicción con el régimen, emanado de la normativa comunitaria, previsto en el art. 365.6 del Anteproyecto, que contempla que no se publiquen las decisiones de carácter investigativo, por lo que debería suprimirse.
- Sin perjuicio de lo que acaba de indicarse, y para evitar la contradicción señalada, la publicidad de los acuerdos de iniciación de los procedimientos sancionadores debería regularse como una facultad de carácter excepcional, cuando concurren circunstancias que requieran una manifestación específica de protección de los inversores y/o del mercado, como puede ser la iniciación de un procedimiento sancionador contra una entidad no autorizada (“chiringuito financiero”). Además, debe tenerse en cuenta que en ese estado de iniciación del procedimiento debe hablarse de “presuntos infractores” y no de “infractores” (última línea del artículo 367 del Anteproyecto).

*Madrid, 15 de septiembre 2017*