



Los periodos limitados en la nueva normativa de abuso de mercado

Autor/a

Lázaro Enrique García

Abogado.

***REVISTA LEX
MERCATORIA.***

Doctrina, Praxis, Jurisprudencia y Legislación

RLM n°5 | Año 2017

Artículo n° 7

Páginas 39-42

revistalexmercatoria.umh.es

ISSN 2445-0936

La entrada en vigor, el 3 de julio del pasado año, del Reglamento Europeo de Abuso de Mercado (Reglamento n° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado; en adelante, por sus siglas en inglés, “**MAR**”) trajo consigo la imposición de nuevas obligaciones a las sociedades cotizadas en materia de prevención del abuso de mercado.

Una gran parte de la regulación contenida en el MAR ya se encontraba prevista en nuestro ordenamiento jurídico nacional, en particular, en el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores y en los Reales Decretos 1333/2005 y 1362/2007. No obstante, el MAR incluye ciertas novedades, tales como la extensión de su ámbito objetivo de aplicación a instrumentos financieros distintos de las acciones u obligaciones de las sociedades emisoras o la ampliación del concepto

de manipulación de mercado, que se complementa con una lista de indicadores o indicios de manipulación que actúan como presunciones *iuris tantum*.

Además de las anteriores, de entre las novedades introducidas por el MAR cabe destacar la imposición a los consejeros y altos directivos de las sociedades emisoras (las definidas por el MAR como “personas con responsabilidad de dirección”), de una serie de obligaciones de comunicación de operaciones. Dichas obligaciones, reguladas esencialmente en el artículo 19 del MAR, tratan de dotar de transparencia y trazabilidad a las operaciones realizadas por estas personas que, por su posición dentro de la sociedad emisora, pueden tener acceso a la información más sensible de la sociedad con mayor facilidad. El fin último de estas disposiciones es dotar de confianza al mercado, reforzando los mecanismos previstos en la ley para prevenir la realización de operaciones en los mercados de valores desde una posición privilegiada frente al resto de los operadores.

En este sentido, en virtud de lo previsto en el citado artículo 19, las personas con responsabilidad de dirección deberán notificar al emisor y al mercado en general todas las operaciones realizadas no sólo con los valores de la sociedad emisora, sino con cualquier instrumento financiero cuyo valor pudiera depender de los anteriores (tales como derivados o participaciones en instrumentos de inversión colectiva que inviertan, a su vez, en los valores de la sociedad), dentro de los tres días hábiles siguientes a la realización de la operación. A estos efectos, el Artículo 10 del Reglamento Delegado 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, incluye un extenso listado ejemplificativo de actos y/o negocios que son considerados operaciones a los efectos del deber de notificación de las personas con responsabilidad de dirección.

No obstante, el regulador europeo va más allá de la obligación de notificar las operaciones realizadas por las personas con responsabilidad de dirección, prohibiéndoles a estas personas la realización de cualesquiera operaciones con instrumentos emitidos por la sociedad (o, en su caso, con instrumentos cuyo valor dependa de los de la sociedad) durante los treinta días naturales anteriores a la publicación de un informe financiero intermedio o de un informe anual que el emisor deba publicar, bien en virtud de lo previsto en las normas del centro de negociación, bien por imperativo legal (los denominados “periodos limitados”). De esta forma, el legislador, se asegura que la información financiera que la sociedad debe publicar no es utilizada de forma abusiva por las personas con responsabilidad de dirección para la realización de operaciones en el mercado en los momentos previos a la publicación de esta información, actuando esta previsión como un refuerzo de la prohibición de utilizar o transmitir la información privilegiada, que será de aplicación en todo caso (artículo 14 del MAR). Esta prohibición de operar durante un periodo limitado puede ser inaplicada de manera puntual y excepcional por la sociedad emisora, siempre y cuando se den una serie de requisitos y circunstancias legalmente previstos que justifiquen la realización de operaciones por un concreto individuo y en relación con unos concretos valores.

Aunque la prohibición de no operar durante los periodos limitados resulta clara, en la práctica surgen una serie de dudas en relación con su funcionamiento. Algunas de ellas han sido objeto de aclaración por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (por sus siglas en inglés, “ESMA”). Otras, en cambio, siguen aún a la espera de una respuesta oficial.

Una de las cuestiones que surge en relación con la aplicación de la prohibición de operar

Los periodos limitados en la nueva normativa de abuso de mercado

durante un periodo limitado está relacionada con el cómputo del plazo de treinta días de dicho periodo limitado. El artículo 19 del MAR prevé que el periodo limitado comprenderá 30 naturales antes de la publicación de un informe financiero intermedio o de un informe anual, si bien nada dispone acerca de las reglas utilizadas para el cómputo del plazo. ¿Debe entonces computarse como primer día el día de la publicación de la información o, en cambio, el día de la publicación se excluye de dicho cómputo? De optar por la primera opción, ¿debería subsistir la prohibición incluso una vez publicada la información, o en cambio dicha prohibición de operar es aplicable únicamente hasta que se publica la información?

Realizando una interpretación teleológica del precepto, en la medida en que la intención de éste es prever la realización de operaciones con información privilegiada por personas que, por su posición dentro de la sociedad, pueden razonablemente tener acceso a la misma, entendemos que esta prohibición deberá extenderse hasta el día de la publicación, siendo éste el primer día utilizado para el cálculo del plazo de treinta días naturales, si bien la prohibición deberá subsistir únicamente hasta la publicación de la información financiera en cuestión.

Sin embargo, no siempre el último día de estos periodos limitados coincidirá con el día de publicación de la información. La comunicación de la CNMV de 19 de julio de 2016, reproduciendo la respuesta de ESMA a una de las consultas realizadas en su Q&A relativo al MAR, aclara que *«debe tenerse en cuenta que la publicación por una sociedad emisora de información que contenga variables o datos fundamentales sobre los resultados financieros que vayan a estar incluidos en el informe financiero intermedio o anual a los que se refiere el párrafo anterior, determina la fecha desde la que debe realizarse el cómputo de los 30 días del período limita-*

do». De este modo, es posible que el periodo limitado se adelante, en la medida en que la sociedad tenga previsto publicar información relevante que va a estar incluida en dichos informes financieros, lo que obliga a la sociedad emisora a tener previsto, con más de un mes de antelación, no sólo la publicación de los informes financieros (que suelen elaborarse y publicarse conforme a un calendario de publicación), sino la publicación de aquella información relevante que vaya a estar incluida en dichos informes (lo que, contrariamente a lo que ocurre con los informes financieros, es de difícilmente previsible). En caso de modificación de la información publicada, la Comunicación de la CNMV especifica que *«esta circunstancia no desencadenaría otro período limitado»*.

Otra de las dudas que se ha puesto de manifiesto con ocasión de la aplicación de estos periodos está relacionada versa sobre el significado del término «información financiera anual o intermedia» previsto en el artículo 19.11 del MAR, que determina la aplicabilidad de la prohibición de operar durante los periodos limitados.

En España, en virtud de lo previsto en el Real Decreto 1362/2007, las sociedades cotizadas deben hacer públicos tres tipos de informes financieros: informes anuales, informes semestrales y declaraciones intermedias. La cuestión reside en si estas declaraciones intermedias (reguladas en los artículos 19 y 20 del Real Decreto 1362/2007) entran dentro del concepto «información financiera anual o intermedia» del artículo 19.11 del MAR, dado que, de ser así, las personas con responsabilidad de dirección encontrarían muy restringida su capacidad de operar con valores o instrumentos afectados por dicha prohibición.

La respuesta a esta cuestión debería depender, a nuestro juicio, del tipo de emisor. El

artículo 19 de la MAR condiciona la aplicación de estos periodos limitados a lo previsto de la regulación legal o en las normas del concreto mercado en que los valores de la sociedad cotizan. En este caso, si el emisor entra dentro del ámbito de aplicación del artículo 19 del Real Decreto 1362/2007, los periodos limitados deberán también extenderse a este tipo de declaraciones intermedias. En definitiva, si el emisor es una sociedad «*cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado*» (artículo 19 del Real Decreto 1362/2007), las personas con responsabilidad de dirección de dicha sociedad deberán respetar los periodos limitados también en caso de publicación de declaraciones intermedias. En caso contrario, la aplicación de los periodos limitados a las declaraciones intermedias dependerán necesariamente de las reglas especiales previstas en los reglamentos de los mercados no oficiales en los que los valores de la sociedad en cuestión cotizan.

Además de estas dudas, se plantean en la práctica una multitud de cuestiones que, dada la brevedad de este artículo, no pueden ser analizadas con detenimiento. Lo que queda claro es que la inclusión de algunas novedades por la normativa de abuso de mercado actual ha complicado el régimen legal de aplicación en esta materia, dada la -en ocasiones difícil- convivencia de la regulación europea con la legislación nacional (que en muchos aspectos no ha quedado derogada por la nueva normativa europea).

Con el objetivo de adaptar la normativa nacional al nuevo régimen europeo, el Ministerio de Economía ha publicado un documento de consulta, dirigido a los principales entes del mercado. Dicho documento trata de dar audiencia a estos participantes, para que se pronuncien sobre ciertos aspectos que derivan de la entrada en vi-

gor del MAR y de sus Reglamentos de Desarrollo y Ejecución.

Es momento de ver cómo actuará el legislador español y, sobre todo, hasta qué punto soluciona las cuestiones que, a pesar de la corta vida del nuevo régimen de abuso de mercado, ya se han suscitado.