

LA NUEVA REGULACIÓN EN MATERIA DE ABUSO DE MERCADO

Introducción

El Consejo de Ministros aprobó, en su reunión del pasado día 11 de noviembre de 2005, el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre (en adelante, el «Real Decreto»), por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (la «Ley del Mercado de Valores»), en materia de abuso de mercado.

El abuso de mercado menoscaba la integridad y el buen funcionamiento de los mercados financieros y la confianza del público en los mismos, requisitos ambos imprescindibles para el crecimiento económico y la creación de riqueza. Dicho abuso de mercado surge en circunstancias en las que los inversores se ven perjudicados injustificadamente por determinadas conductas de terceros. Existen principalmente dos métodos de abuso en el mercado: (i) las operaciones con información privilegiada; y (ii) la manipulación del mercado, ya sea ésta mediante distorsiones en el mecanismo de fijación de los precios o mediante la divulgación de información falsa o engañosa.

La evolución técnica y financiera de los mercados de valores (con, entre otros aspectos, productos financieros cada vez más complejos, actividades transfronterizas y actividades por Internet) genera mayores incentivos, medios y oportunidades para este tipo de conductas abusivas que socavan el principio general conforme al cual todos los inversores deben recibir un trato igualitario. La actualidad del tema y la oportunidad de reforzar la regulación de esta materia no pueden, por tanto, ponerse en tela de juicio.

Por otro lado, el nuevo Real Decreto culmina —no sin cierto retraso— la transposición al ordenamiento jurídico español de la *Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado* (la «Directiva de abuso de mercado»), cuyas principales disposiciones habían sido ya recogidas en las modificaciones de los artículos 81 a 83ter de la Ley del Mercado de Valores. Asimismo, el Real Decreto transpone otras tres directivas comunitarias dictadas en desarrollo de la Directiva de abuso de mercado. En particular, las siguientes: (i) *Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre, sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado*; (ii) *Directiva 2003/125/CE*

de la Comisión, de 22 de diciembre, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses; y (iii) *Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril, de prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de operaciones sospechosas* (en adelante, la «Directiva 2004/72»).

No obstante, el Real Decreto pierde la oportunidad de desarrollar y concretar ciertos conceptos y plantea algunos interrogantes en cuanto a su aplicación y ejecución a los que se hará referencia más adelante.

Las líneas que siguen pretenden analizar brevemente los principales contenidos de la norma y las novedades que introduce.

Información privilegiada

El Real Decreto parte de la definición de información privilegiada contenida en el artículo 81.1 de la Ley del Mercado de Valores y trata de precisar algunos conceptos de dicha definición. Conforme al citado artículo 81.1, se considera información privilegiada a toda información *de carácter concreto* que se refiera directa o indirectamente a valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de la Ley del Mercado de Valores, o a los emisores de los mismos, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido *de manera apreciable* sobre la cotización de dichos valores o instrumentos financieros en un mercado o sistema organizado de contratación.

En cuanto al *carácter concreto* de la información privilegiada, el Real Decreto entiende que este carácter existirá si la información indica una serie de circunstancias que se dan, o pueda esperarse razonablemente que se den, o un hecho que se ha producido, o que pueda esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para que se pueda llegar a concluir el posible efecto de dichos hechos o circunstancias sobre los precios de los valores o instrumentos financieros. Al margen de la confusa redacción del concepto, la norma no concreta cuándo puede considerarse que la información es suficientemente específica ni ofrece criterios para medir el efecto sobre la cotización que debe valorarse.

En segundo lugar, el Real Decreto considera que una información puede *influir de manera apreciable* en la cotización del valor cuando dicha información sea la que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión. Ante la dificultad de definir *a priori* con criterios objetivos qué informaciones pueden tener una influencia apreciable en la cotización de los valores, el legislador aplica un test de razonabilidad y considera que un inversor razonable basa sus decisiones de inversión en la información de la que ya dispone, es decir, en la información previa pública y disponible. En todo caso, y como regla general, parece que nos hallamos ante información privilegiada cuando, de llegar a conocimiento de un inversor razonable junto al resto de la información que éste posee, dicho inversor consideraría de forma distinta los valores o adoptaría una solución diferente respecto a su compra o venta.

En tercer lugar, se amplía el concepto de *cotización* no sólo a los valores negociables o instrumentos financieros a los que se refiera la información, sino también a la cotización de los instrumentos financieros derivados relacionados con aquéllos.

Finalmente, el Real Decreto incluye en la definición de información privilegiada aquella información transmitida por un cliente a la persona encargada de la ejecución de sus órdenes sobre valores, siempre que dicha información reúna las características de concreción y de influencia significativa en la cotización mencionadas anteriormente. Asimismo, se precisan algunos aspectos en relación con la información privilegiada respecto de derivados sobre materias primas, todo ello de conformidad con las Directivas comunitarias transpuestas.

Prácticas de mercado que falseen la libre formación de los precios

El artículo 2 del Real Decreto recoge una lista no exhaustiva de comportamientos o prácticas que constituyen manipulación de mercado en la medida en que falsean la libre formación de precios y, de conformidad con la habilitación concedida en el último apartado del artículo 83ter de la Ley del Mercado de Valores, habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la «CNMV») para establecer una relación y descripción de otras prácticas que puedan ser contrarias a la libre formación de precios.

El Real Decreto establece asimismo una serie de indicios o comportamientos a tener en cuenta por la

CNMV y por los operadores de mercado a los efectos de determinar si una conducta constituye o no una práctica que falsea la libre formación de precios, sin perjuicio de otros indicios que, en el futuro, pueda establecer la propia CNMV en relación con operaciones u órdenes de negociar que se examinen. En todo caso, dichos indicios no pueden considerarse por sí mismos constitutivos de manipulación de mercado.

Junto a los indicios y ejemplos de prácticas que se consideran manipulación de mercado, se define el concepto de «prácticas de mercado aceptadas» como las realizadas (o que pueda esperarse razonablemente que se realicen) en uno o más mercados secundarios oficiales y que están aceptadas por la CNMV. A modo de ejemplo, el Real Decreto recoge una lista de criterios que la CNMV deberá considerar para determinar si una práctica de mercado es aceptada y señala que, en ningún caso, una práctica de mercado nueva o emergente tendrá la consideración de inaceptable por el mero hecho de no haber sido aceptada anteriormente por la CNMV. Hasta la fecha, las autoridades de los mercados de valores de Inglaterra (por lo que se refiere al mercado de metales de Londres), Francia y Austria han aceptado determinadas prácticas en sus respectivos mercados (la descripción de estas prácticas puede consultarse en la página *web* del Comité de Supervisores Europeos de Valores: <http://www.cesr-eu.org/>).

En relación con lo anterior, el nuevo Real Decreto insta a la CNMV a que revise regularmente las prácticas aceptadas teniendo en cuenta las modificaciones en la contratación de los valores y en la infraestructura del mercado. Asimismo, regula el procedimiento por el que la CNMV aceptará o rechazará las prácticas de mercado mediante la aprobación y publicación de la correspondiente circular, que deberá comunicarse al Comité de Supervisores Europeos de Valores («CESR»). Destaca, en este procedimiento, la consulta a los organismos o entidades pertinentes que la CNMV oportunamente podrá llevar a cabo antes de aceptar o rechazar una práctica. Entre los organismos que podrán ser consultados, deben entenderse incluidos, entre otros, los representantes de los emisores de los consumidores, los operadores de mercado y las autoridades competentes de otros mercados.

Obligaciones en materia de información relevante

El abuso de mercado también puede producirse mediante la manipulación de información relevante. De ahí que el nuevo Real Decreto prohíba expre-

samente que los emisores de valores combinen, de manera que pueda resultar engañosa, la difusión de información relevante al mercado con la comercialización de sus actividades. El Real Decreto concreta, en particular, los medios y plazos para la comunicación de información relevante, haciendo especial hincapié en la necesidad de sincronizar dicha comunicación en los casos de valores que coticen en mercados de distintos Estados miembros. Asimismo, se refuerza la obligación de difundir, a través de la página web del emisor, el contenido de tales comunicaciones, habilitando a la CNMV para desarrollar las especificaciones técnicas y jurídicas de dichas páginas webs.

Por otro lado, se excluyen del deber de comunicación al público los actos de estudio, preparación o negociación previos a la adopción de decisiones que tengan la consideración de relevantes, lo que los emisores ya podían realizar conforme a la Ley del Mercado de Valores alegando que la difusión pública de dichos actos podía afectar a su interés legítimo. En particular, la nueva norma recoge dos supuestos concretos: (i) las negociaciones en curso, o circunstancias relacionadas con dichas negociaciones cuando su resultado o desarrollo pueda verse afectado por la difusión pública de la información, y (ii) las decisiones adoptadas o contratos celebrados por el órgano de administración de un emisor que necesiten la aprobación de otro órgano del emisor para hacerse efectivos. Asimismo, se especifica que no será necesaria la difusión pública de información relevante si ésta ha sido revelada por el emisor o por una persona que actúe en su nombre, en el normal desarrollo de su trabajo o funciones, a una persona que esté sujeta a un deber de confidencialidad (incluso estatutario o contractual).

Por último, se regulan las medidas que el emisor debe adoptar para controlar el acceso a información confidencial, y, en concreto, el contenido mínimo de los registros documentales de información previstos en el artículo 83 *bis*.1 de la Ley del Mercado de Valores para las fases de estudio o negociación de operaciones. En dichos registros deberá incluirse: (i) la identidad de todas las personas, internas o externas al emisor, que trabajen para él, en virtud de contrato laboral o de otra forma, que tengan acceso a información privilegiada relacionada, directa o indirectamente, con el emisor, ya sea dicho acceso regular u ocasional; (ii) el motivo por el que dichas personas se inscriben en el registro; y (iii) la fecha de inscripción. La norma impone al emisor la obligación de: (i) actualizar los datos de dichos registros y conservarlos durante al menos

cinco años desde la fecha de inscripción (o, en su caso, de actualización); y de poner los datos de dichos registros a disposición de la CNMV cuando ésta los solicite.

Transacciones de administradores y directivos

Respecto de las transacciones sobre acciones, derivados u otros instrumentos financieros ligados a dichas acciones, el Real Decreto impone la obligación de comunicar a la CNMV dichas operaciones a los administradores del emisor y, como novedad, también a sus directivos y a las personas que mantienen un vínculo estrecho con unos y otros, definiendo estos conceptos a los efectos de la norma. El plazo para dicha comunicación es de cinco días hábiles siguientes a aquél en que tiene lugar la transacción (frente a los siete días hábiles previstos en la normativa sobre comunicación de participaciones significativas). El Real Decreto detalla la información que debe incluir dicha notificación, entre la que se incluye el precio de la operación, que hasta ahora no era necesario explicitar.

Llama la atención el hecho de que los obligados a notificar, conforme a la literalidad del precepto, sean no sólo los administradores y directivos sino también las propias personas con vínculo estrecho a dichos administradores y directivos. Asimismo, destaca la duplicidad de la obligación de comunicación para el caso de los administradores, quienes ya vienen obligados por las normas sobre comunicación de participaciones significativas (y en particular, por el *Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias*). Al respecto, cabe señalar que el Real Decreto habilita a la CNMV para establecer los modelos de notificación de estas transacciones y para regular procedimientos con el fin de evitar la duplicación de notificaciones de una misma persona en estos casos.

En cuanto a la nueva definición de directivo, el Real Decreto reproduce la de la *Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril, de prácticas de mercado aceptadas* que transpone (la «Directiva 2004/72»). Así, se entiende por directivos a los responsables de alto nivel que tengan habitualmente acceso a la información privilegiada relacionada, directa o indirectamente, con el emisor y que, además, tengan competencia para adoptar las decisiones de gestión que afecten al desarrollo futuro y a las perspectivas empresariales del emisor.

Finalmente, la definición de persona con vínculo estrecho recoge también la de la citada Directiva transpuesta, a la que se añaden las personas interpuestas. En consecuencia, se considera que son personas con vínculo estrecho las siguientes:

- (i) El cónyuge del administrador o directivo o cualquier persona unida a éste por una relación de afectividad análoga a la conyugal, conforme a la legislación nacional. En este sentido, se plantea la duda acerca de si el cónyuge separado de un administrador o directivo del emisor vendría obligado a notificar sus transacciones con acciones de dicho emisor.
- (ii) Los hijos que tenga a su cargo el administrador o directivo.
- (iii) Aquellos otros parientes que convivan con él o estén a su cargo, como mínimo, desde un año antes de la fecha de realización de la operación. A este respecto, el Real Decreto no precisa ningún grado de parentesco.
- (iv) Cualquier persona jurídica o cualquier negocio jurídico fiduciario en el que el administrador o directivo o las personas señaladas en los párrafos anteriores ocupen un cargo directivo o estén encargadas de su gestión; o que esté directa o indirectamente controlado por el administrador o directivo; o que se haya creado para su beneficio; o cuyos intereses económicos sean en gran medida equivalentes a los del administrador o directivo.
- (v) Las personas interpuestas. Se considerará que tienen este carácter aquellas que, en nombre propio, realicen transacciones sobre los valores por cuenta del administrador o directivo obligado a comunicar. Se presumirá tal condición en aquellas a quienes el obligado a comunicar deje total o parcialmente cubierto de los riesgos inherentes a las transacciones efectuadas.

Recomendaciones de inversión

El nuevo Real Decreto incorpora al ordenamiento jurídico las disposiciones de la *Directiva 2003/125/CE de la Comisión, de 22 de diciembre, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses* en materia de recomendaciones de inversión. En primer lugar, se define el concepto de recomendación. Asimismo, se establece un régimen para garantizar la elaboración y difusión imparcial de recomendaciones de inversión, distinguiendo entre las perso-

nas que elaboran recomendaciones (que deben respetar normas más estrictas) de las que simplemente difunden recomendaciones hechas por terceros. Entre otros requisitos, se exige que los hechos se diferencien claramente de las interpretaciones, estimaciones y opiniones; que las fuentes sean fiables y, en caso de no serlo, que se señale en la propia recomendación o que se identifique claramente en la recomendación a la persona que la elaboró y que se revelen los posibles conflictos de interés del analista con el emisor o con los valores o instrumentos financieros a los que se refiera tal recomendación. Por otro lado, los requisitos se adaptan en el caso de recomendaciones no escritas.

Además, el Real Decreto permite que sus normas no se apliquen a las recomendaciones elaboradas y difundidas por los periodistas, siempre que estén sujetos a normas equivalentes como, por ejemplo, las contenidas en sus códigos deontológicos. Conviene señalar que esta medida pretende aclarar que los periodistas financieros, como subcategoría especializada, deben también respetar determinados principios generales recogidos en el Real Decreto, autorizándose, no obstante, el recurso a mecanismos autorreguladores para determinar cómo deben aplicarse las medidas básicas de salvaguardia. Esta solución tiene por objetivo preservar la libertad de prensa, protegiendo al mismo tiempo a los inversores y emisores contra cualquier riesgo de manipulación del mercado por los periodistas.

Consideraciones finales

Como se ha indicado, el nuevo Real Decreto supone la incorporación al ordenamiento jurídico español de un marco normativo armonizado a nivel comunitario y completa la regulación en materia de abuso de mercado recogida hasta ahora en la Ley del Mercado de Valores.

No obstante, deja sin resolver algunas cuestiones en relación con dicho marco normativo. La descoordinación entre las obligaciones de comunicación impuestas a los administradores y las establecidas en la normativa de participaciones significativas (en cuanto a plazos, sujetos obligados y contenido de la comunicación), la aplicación de la nueva definición de directivo y de persona con vínculo estrecho o la ausencia de desarrollo de la obligación de notificar operaciones sospechosas de haberse realizado con información privilegiada (que sí se recoge en la Directiva 2004/72 transpuesta), son algunos de los interrogantes que plantea el nuevo régimen. Asimismo, se echa de menos una referencia expresa a

los artículos de la Ley del Mercado de Valores cuyas obligaciones se desarrollan ahora en el Real Decreto (y, en particular, por lo que se refiere a la de comunicación de transacciones de directivos), al objeto de poder determinar con mayor precisión las potenciales infracciones que se cometerían, en su caso, en supuestos de incumplimiento. En este sentido, la Directiva de abuso de mercado insta a los Estados miembros a adoptar medidas administrativas suficientemente efectivas, proporcionadas y disuasorias y a imponer sanciones que guarden relación con la gravedad de la infracción y con los beneficios obtenidos, en su caso. A estos efectos, la Directiva dispone que la Comisión Europea establecerá una lista informativa de dichas medidas y sanciones administrativas.

MARTA RIOS ESTRELLA (*)

PORTUGAL

A TRANSPOSIÇÃO EM PORTUGAL DA DIRECTIVA DOS ACORDOS DE GARANTIA FINANCEIRA

Introdução

A 8 de Maio de 2004 foi transposta em Portugal, embora com algum atraso, a Directiva 2002/47/CE, de 6 de Junho, relativa aos Acordos de Garantia Financeira, também conhecida como Directiva dos Colaterais (doravante a «Directiva»). A transposição da Directiva, que surge no contexto do objectivo comunitário de instituição de um regime mínimo uniforme em matéria de utilização de garantias financeiras no espaço europeu, fez-se no plano doméstico com a publicação do Decreto-Lei n.º 105/2004, de 8 de Maio, o qual entrou em vigor a 7 de Junho de 2004.

A redacção deste artigo, feita a título de balanço, uma vez decorrido mais de ano e meio desde a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 105/2004, justifica-se atento o silêncio com que o referido diploma, que prometia uma «revolução» em matéria de garantias, foi recebido nos meios académicos e doutrinários e até mesmo no exercício prático da advoca-

cia. Uma análise detalhada do Decreto-Lei n.º 105/2004 permite, no entanto, desvendar um pouco as razões por de trás de tal recepção, a principal das quais se prende com o facto de o diploma se limitar a transcrever o que deveria transpor, sem preocupação de articulação com regimes pré-existent, o que se revela fatal em matérias sensíveis como a da constituição de garantias, a da transmissão da propriedade sobre valores mobiliários, a da relação com a disciplina da insolvência e, muito especialmente, em matéria de direito internacional privado. Na medida do possível tentaremos dar nota, de forma sucinta, do regime vigente, das dificuldades que fomos encontrando e, quando praticável, de possíveis vias de solução.

Os Contratos de Garantia Financeira

O âmbito de aplicação do Decreto-Lei n.º 105/2004 aparece delimitado em função de diversos critérios, sendo que os contratos e as garantias que não os preencham continuarão sujeitos, se para tanto reunirem as condições respectivas, ao regime geral previsto no Código Civil, no Código Comercial e em legislação avulsa, conforme aplicável. Trata-se de uma técnica peculiar em que o regime aplicável se confunde amiúde com os próprios traços essenciais que permitem caracterizar a figura. A técnica da transcrição da Directiva por oposição à sua transposição terá tido, também aqui, um peso determinante.

Assim, na economia do Decreto-Lei n.º 105/2004, essencial na determinação da respectiva aplicabilidade ou não a determinados contratos e garantias é a qualificação do contrato como sendo um «Contrato de Garantia Financeira» e da garantia prestada como sendo uma «Garantia Financeira». Ou seja estamos perante garantias e contratos que são típicos e nominados, sendo que apenas as realidades susceptíveis de subsunção à definição legal de contrato de garantia financeira podem beneficiar do regime especial que se encontra previsto no referido diploma.

Analisando o disposto no Decreto-Lei n.º 105/2004, constatamos que a designação «Contratos de Garantia Financeira» abrange uma categoria específica de acordos tendentes à constituição de direitos reais de garantia, acordos esses que se encontram individualizados ao nível (i) do tipo de entidades que podem assumir a qualidade de partes, ao nível (ii) dos bens dados em garantia e ao nível (iii) das obrigações susceptíveis de serem garantidas, sendo que o diploma supra mencionado reconhece, no artigo 2.º, número 2, a título não exaustivo, duas modalidades de con-

* Abogada del Departamento de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).