

**Juan Fernández-Armesto**  
**Seminario sobre Derecho de Sociedades y Registro Mercantil V**  
**“Corporate Governance”**

**Protección de la información confidencial y**  
**comunicación de hechos relevantes**

**Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España**  
**Facultad de Derecho de ESADE - Universitat Ramon Llull**  
**Barcelona, 27.2.03**

---

- \* Título de la conferencia pone en conexión dos elementos 
  - Práctica de abuso de mercado ≈ negociación por iniciados.
  - Principal medida preventiva: comunicación de información relevante al mercado
  
- \* Son dos factores antitéticos: el cumplimiento del deber de informar al mercado sobre hechos relevantes, cercena la posibilidad de que los iniciados se beneficien de la información secreta.
  
- \* Esta idea anticipa la estructura y las conclusiones de mi exposición:
  - 1º La información privilegiada y el daño que realiza en el mercado.
  - 2º La reforma legislativa realizada en Europa y en España.
  - 3º Las medidas preventivas, que se han convertido en el caballo de batalla para reducir el impacto negativo del uso de información privilegiada.

## 1º El impacto del uso de información privilegiada

- \* Los inversores son perfectamente conscientes de que existen abusos en el uso de información privilegiada:
  - Frecuentemente antes del anuncio de decisiones o noticias importantes se producen incrementos inexplicables en volúmenes y precios.
- \* Sólo se pueden explicar porque había inversores iniciados  $\Rightarrow$  se hace daño al mercado, porque los inversores pierden la confianza  $\Rightarrow$  incrementa el coste de financiación de las empresas.
- \* Una primera conclusión: el bien jurídico protegido es la confianza en los mercados. No la lucha contra el enriquecimiento injusto. Que el inversor iniciado gane o pierda es irrelevante. Muchas veces pierde. Pero el daño está hecho. Bhattacharya de la Universidad de Indiana ha hecho un estudio exhaustivo de 103 países, llega a la conclusión que lo importante es que se exija el cumplimiento de la normativa de información privilegiada. Y que si se hace, el coste de obtener recursos propios se reduce para las empresas en aproximadamente 5%.
- \* ¿Quiénes son los potenciales infractores?
  - Personas físicas de la alta dirección o del equipo asesor.
  - Instituciones financieras que han tenido acceso a la información.
  - Inversores institucionales.
- \* ¿Quiénes son sancionados?

- muy pocos	Alemania	2 condenas
	Italia	3 condenas
	España	1 condena y 35 multas en 14 años
	EE.UU.	85 expedientes/año

  - y los pocos pertenecen casi invariablemente a la primera categoría “novio de la secretaria”.

\* Razones:

- no que este tipo de abuso no se realice
  - sino que es muy difícil de detectar
  - más difícil aún de probar
- |   |   |   |
|---|---|---|
| inversores anónimos                             | } | <i>trusts</i><br>paraísos<br>regulatorios |
| instrumentos sofisticados (OTC's,<br>derivados) |   |   |
- carga de la prueba por supuesto del acusador
  - conceptos jurídicos indeterminados: “información que hubiera influido de manera apreciable en la cotización”
  - legislación (por lo menos hasta ahora )inadecuada.

\* Conclusiones: insatisfacción con la situación presente; factor de falta de competitividad de los mercados europeos.

\* Incremento de las posibilidades de abuso

- derivados;
- anonimidad;
- facilidad de diseminación de información.

## 2º Reforma legislativa en Europa y en España

- \* Normativa en vigor hasta hace muy poco Directiva 89/592 y la LMV arts. 81 y ss., que recepciona la normativa europea en nuestro Derecho.
- \* Europa está embarcada en un ambicioso plan de crear un mercado financiero integrado en 2005. En marzo de 2001 en la cumbre de Estocolmo se decidió incluso incrementar la velocidad de reforma, para que las medidas más importantes estuvieran aprobadas no más tarde del final de 2003. Dentro de este plan está la pretensión de crear un régimen común contra el abuso de mercado:
  - información privilegiada
  - manipulación
- \* Paso previo: revisar el sistema general usado para regular los mercados financieros.
  - Sistema actual  $\left\{ \begin{array}{l} \text{leyes de ambigüedad legendaria} \\ \text{procedimientos kafkianos de aprobación} \end{array} \right.$
  - Ecofin creó Comité de Sabios presidido por Lamfalussy.
  - Propuesta en Febrero 2001; cuatro niveles.
    - 1º leyes comunitarias  $\left\{ \begin{array}{l} \text{Directivas} \\ \text{Reglamentos} \end{array} \right.$ 
      - sólo estableciendo principios generales.
    - 2º Normas de desarrollo aprobadas por un Comité Europeo de Valores (Estados), pero asesorados por Comité Europeo de Reguladores (CESR); autorización ex Directiva o Reglamento.
    - 3º Recomendaciones e interpretaciones armonizadas de CESR  $\Rightarrow$  no son fuente del derecho; (sonrisa)
    - 4º Exigencia de cumplimiento de todo el sistema normativo por la propia Comisión.

- La propuesta fue aprobada por Consejo Europeo de Estocolmo en 2001.

\* Paso segundo: propuesta de directiva de abuso de mercado.

- elemento importante del plan de reforma;
  - texto aprobado: Posición Común de 19 de julio;
  - publicación inminente;
  - filosofía basada en un informe emitido por FESCO en julio de 2000.
- Dos principios básicos de la Directiva:
1. Definición basada en resultado, no-intención; resultado: pérdida de confianza en el mercado.  
No hay referencia a la intención (“en base a la i.p.”, “explotando la i.p.”).
  2. Importancia de medidas preventivas y en especial obligaciones de  

mantener confidencial publicar inmediatamente
--

información relevante.

\* España: Ley Financiera 44/2002 de 23 de noviembre.

- introduce ya en nuestro Derecho las propuestas de la directiva; por una vez más adelantados;
- suprime dos de los más graves problemas de la legislación derogada:
  - necesidad de un elemento intencional → que la compra o venta esté basada en la información privilegiada;
  - necesidad de que el infractor obtenga un beneficio
- Extenso catálogo de medidas preventivas, al unir propuestas esquemáticas de la Directiva con recomendaciones históricas de la CNMV.

\* Régimen legal modificado instaurado por LF

- La LF ha reformado el art. 81 LMV.

- Definición de información privilegiada: cambios técnicos únicamente:
  - . instrumentos financieros
  - . sistema de negociación
  - . definición de corte anglosajón para derivados sobre mercancías
  - . redacta con mayor claridad el párrafo sobre salvaguarda
  
- Elemento volitivo: desaparecen las dudas; se clarifica:
  - . iniciado primario sólo tiene que saber o haber debido saber que tiene información privilegiada;
  - . iniciado secundario tiene que saber que es información privilegiada y debe basar su decisión en esa información;
  - . no hace falta que se obtenga un beneficio (al haberse derogado el malhadado art. 100 por que se refería a beneficios).
  
- Excepciones: crea cuatro
  - . realización de la operación que constituye información privilegiada;
  - . cumplimiento de un compromiso firme adquirido antes de la de que se entre en posesión de información privilegiada;
  - . estabilización en el marco de una OPV;
  - . operaciones sobre acciones propias en el marco de programas de recompra efectuados por los emisores.
  
- Operaciones sobre acciones propias
  - . están sujetas a la prohibición de información privilegiada: si la sociedad tiene información privilegiada  $\Rightarrow$  la sociedad no puede operar con la autocartera
  - . art. 83 bis . 2 exige que las decisiones en materia de autocartera no se vean afectadas por el conocimiento de información privilegiada  $\Rightarrow$  parece que abre la posibilidad de que se cree una muralla china;
  - . art. 81.3: puerto franco pero sólo para programas de recompra, en condiciones reglamentarias.

Ya tenemos una idea pues habrá desarrollo nivel 2, y ya se ha publicado la opinión de CESR. Sólo es aplicable a programas:

- . para reducir capital, devolver obligaciones, opciones; > 10%;

- . JGA;
- . publicidad de precios y volúmenes ex ante;
- . las compras no pueden afectar al mercado (no marcar precio, no final de la sesión, no > 25% de volumen).

**⇒ Idea fuerza: si la empresa tiene información privilegiada sobre sí misma, cualquier CV de sus propias acciones está prohibida.**

**Excepción:**

- . programa público de compra para reducir capital, ejecutado con mucho cuidado;
- . muralla china infranqueable, de forma que el que decide comprar o vender no disponga de información privilegiada.

° **3. Medidas preventivas**

- \* Es la única vía efectiva de luchar contra IP a. 6 Directiva  
a. 82, 83, 83 bis LMV
- \* Idea base: mantener información secreta, y después difundirla ordenadamente a todo el mercado.
- \* Reforma LMV va más allá que la propia Directiva.
- \* Medidas preventivas
  - 1° Obligación divulgación de información relevante.
  - 2° Medidas de salvaguarda.
  - 3° Murallas chinas.
  - 4° Operaciones de consejeros y directivos

1° **Obligación de divulgación de información relevante**

- \* Art. 82 LMV crea un nuevo concepto: información relevante.
  - Requisito único de IR: impacto potencial sobre las cotizaciones.
  - IP: concreta, secreta, impacto sobre cotizaciones, referida al emisor.
  - IR es concepto más amplio; en mi opinión bastante confuso.
  - Crítica: Directiva no usa IR, sino usa IP.  
Confusión con CP.
- \* Momento:
  - Existían dudas, sobre todo en casos de contratos.
  - Clarifica: conocido el hecho, adoptada la decisión, firmado el contrato con terceros.
  - Cabe pedir dispensa a la CNMV.
- \* Forma:
  - Con carácter previo a la CNMV (único caso en Europa).
  - En las páginas de internet del emisor.
  - Después a los medios.

\* Contenido:

- Veraz, claro, completo y cualificado.
- No induciendo a confusión.

⇒ **En resumen: la reforma ha clarificado una obligación legal preexistente, típica de nuestro Derecho.**

2º **Medidas de salvaguarda**

\* Obligación genérica del 81.4 LMV, ahora desarrollada por un extenso art. 83 bis, de nuevo cuño, tampoco existe en Directiva;

\* Supuesto de hecho:

Fase de estudio o negociación de un contrato.

Recordar: no hay obligación de publicar IR.

\* Medidas de salvaguarda a adoptar:

- limitar el conocimiento de la información a las personas imprescindibles;
- registro de iniciados;
- advertencia expresa a los iniciados;
- medidas de seguridad en archivos;
- vigilar la evolución en el mercado de los valores y las noticias que se publiquen;

- si evolución anormal:  $\left\{ \begin{array}{l} \text{volúmenes} \\ \text{precios} \end{array} \right.$

e indicios razonables de que ha habido filtración doble alternativa:

- . publicación inmediata de la IR
- . dispensa de la CNMV (imposible en la práctica).

⇒ **En resumen: se ha convertido en ley lo que ya era recomendación del supervisor.**



- Cabe inversión o desinversión desde otras áreas no contaminadas siempre que:
  - . existan barreras de información;
  - . la decisión de invertir se adopte autónomamente dentro de esa área.

\* ¿Es el ideal? No, el ideal probablemente sería la separación total entre instituciones vendedoras (sell side) y compradoras (buy side). Mientras esto no ocurra, la solución legal es la mejor.

#### 4º Operaciones de consejeros y directivos

\* Es notorio que los propios directivos y administradores pueden aprovecharse de IP; aunque creo que desde el punto de vista de daño de mercado, las operaciones no son relevantes, sí es cierto que son las que crean más desasosiego social. Por ello la reforma ha endurecido la normativa:

- La ley amplía la obligación que hasta ahora existía de informar de toda CV, que sólo cubría a administradores, para que también afecte a directivos (art. 83 bis); exige desarrollo reglamentario; no parece preverse la posibilidad de información ex ante, que es la única que protege a los inversores.
- La ley obliga a que las empresas emisoras “adopten medidas que impidan el uso de IP” por directivos y administradores. Presumiblemente éstas medidas son el tipo estructural, y deben adoptarse en el Reglamento de Conducta que todo emisor tiene que aprobar. Ej.: prohibición de adquisición en ciertos plazos o momentos, necesidad de pedir autorización ...

⇒ sistema estructurado y reglamentado para adoptar medidas.

#### \* Conclusión

- **Directiva y LMV son un paso adelante importante.**
- **Falta desarrollo**

comunitario:	<b>medidas de ejecución nivel 2 y recomendaciones unificadas nivel 3</b>
nacional:	<b>reglamentos, OM, Circular CNMV</b>
- **Importante que se acelere, y que se someta a amplia información pública.**

- **Pero al final como ha mostrado Bhattacharya lo importante es la exigencia y el cumplimiento.**
- **Solo el cumplimiento producirá el resultado apetecido: que se afiance la confianza de los inversores en los mercados españoles, y que se reduzca el coste de financiación de nuestras empresas.**