



Ref.: CESR/06-562b

Directiva de abuso de mercado

Nivel 3 – Segundo conjunto de orientaciones e informes de CESR sobre la aplicación común de la Directiva en el mercado

JULIO 2007



Introducción

1. En diciembre de 2005 CESR acordó que CESR-Pol llevaría a cabo una segunda fase de trabajos del nivel 3 destinados al mercado, respecto a la Directiva de Abuso de Mercado. Un segundo borrador fue sometido a consulta pública a nivel Europeo el 2 de noviembre de 2006 (Ref. CESR/06-562). El ámbito del mandato cubría las siguientes materias:
 - i) Qué constituye información privilegiada;
 - ii) Cuándo es legítimo retrasar la revelación de información privilegiada;
 - iii) Cuándo las órdenes de los clientes son información privilegiada;
 - iv) Listas de iniciados en varias jurisdicciones: propuesta de un sistema de reconocimiento mutuo para su aplicación en este ámbito (una autoridad competente aceptaría una lista de iniciados mantenida de conformidad con las normas de otro miembro de CESR).
2. El borrador de orientaciones fue revisado considerando los comentarios surgidos del proceso de consulta pública y ahora se publica ya aprobado por los Presidentes de CESR. Adicionalmente también se ha aprobado la publicación de un documento separado que contiene los comentarios recibidos durante el proceso de consulta pública (“Feedback Statement”, ref. CESR/07/402).
3. La orientaciones han sido realizadas por un grupo de redactores en el ámbito de CESR-Pol, grupo permanente presidido por D. Kurt Pribil, Presidente de la autoridad austriaca, FMA. El grupo de redactores fue presidido por D. Dilwyn Griffiths, jefe de la unidad de supervisión de mercados de la FSA británica.

Status de las orientaciones

4. El resultado del trabajo de CESR está reflejado en este documento de orientaciones, que no constituyen legislación europea de obligado cumplimiento y no requieren acciones legislativas a nivel nacional.
5. Los Miembros de CESR aplicarán las orientaciones de forma voluntaria, como guía en su labor supervisora diaria.
6. La forma de aplicación de estas orientaciones será periódicamente revisada por CESR. Las recomendaciones CESR cuyo objetivo es una aplicación coherente de la Directiva de Abuso de Mercado son, en todo caso, sin perjuicio del papel de la Comisión Europea como guardián de los Tratados comunitarios.



Segunda serie de guías orientativas sobre la aplicación de la

Directiva contra el Abuso de Mercado

I ¿QUÉ CONSTITUYE “INFORMACIÓN PRIVILEGIADA” EN VIRTUD DE LA DIRECTIVA DE ABUSO DE MERCADO?

Introducción

- 1.1 Esta sección de las orientaciones abarca lo que constituye “información privilegiada” según se define en el párrafo 1 del artículo 1.1 de la Directiva 2003/6/EC, de abuso de mercado (MAD). No trata sobre la información privilegiada relacionada con los instrumentos derivados de materias primas ni sobre la información privilegiada relacionada con las órdenes de clientes pendientes de ejecutar (es decir, información sobre la negociación).
- 1.2 El párrafo 1 del artículo 1.1 de la MAD define “información privilegiada” atendiendo a cuatro criterios:
- Es información de carácter concreto,
 - que no se haya hecho pública
 - que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que
 - si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes.
- 1.3 Los siguientes párrafos constituyen una orientación sobre lo que CESR considera que abarcan los cuatro criterios arriba mencionados, teniendo en cuenta las disposiciones relevantes de las medidas de ejecución del nivel 2 e inspirándose en el informe que CESR remitió a la Comisión en diciembre de 2002 para estas medidas de ejecución (Ref. CESR/03-212c)¹. Conviene señalar que los criterios sobre la información de carácter concreto y de efecto significativo en los precios están muy relacionados entre sí y, por tanto, no deben ser tratados de forma aislada. Sin embargo, CESR considera que es posible identificar por separado los factores que se deben tener en consideración respecto a cada criterio.

¹ El asesoramiento de CESR a la Comisión Europea no constituyen guías orientativas de nivel 3.
11-13 avenue de Friedland -75008 PARIS -FRANCIA -Tel.: 33.(0).1.58.36.43.21 -Fax:
33.(0).1.58.36.43.30



Información de carácter concreto

- 1.4 El artículo 1 de la Directiva de la Comisión 2003/124/EC desarrolla lo que se entiende por “información de carácter concreto” de la siguiente manera:

“...la información es de carácter concreto si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir que el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes.”

- 1.5 El carácter concreto de la información debe evaluarse caso por caso y depende de la información y de las circunstancias que la rodean. Sin embargo, se pueden hacer las siguientes puntualizaciones generales. Los miembros de CESR consideran que a la hora de determinar si existe una serie de circunstancias o si se ha producido un hecho, un factor clave consiste en saber si hay indicios claros y objetivos en lugar de rumores o especulación, es decir, si se puede probar que ha sucedido o existe. Para considerar lo que puede razonablemente esperarse que se produzca, el factor clave consiste en saber si razonablemente es posible llegar a esa conclusión basándose en la información ex ante disponible en ese momento. Además, los miembros de CESR consideran que en general, salvo en circunstancias excepcionales o cuando así sea requerido por la entidad reguladora competente con arreglo al artículo 6(7) de la MAD, los emisores no están obligados a responder a rumores infundados que se produzcan en el mercado.
- 1.6 Es también importante mencionar que, si la información se refiere a un proceso que transcurre por etapas, cada etapa del proceso, así como el proceso en su totalidad, podría constituir información de carácter concreto. Un ejemplo podría ser una oferta pública de adquisición (OPA). El hecho de que la OPA propuesta pudiera al final no materializarse no significa que el acercamiento a la sociedad afectada no sea información de carácter concreto por sí misma.
- 1.7 Adicionalmente, no es necesario que una información sea completa para ser considerada como concreta. Por ejemplo, el acercamiento a una sociedad con el objeto de lanzar una OPA sobre ella puede ser considerado información concreta aunque el oferente no haya decidido el precio de la oferta. Igualmente, una información podría ser considerada concreta aunque se refiera a asuntos o sucesos que pudieran ser alternativos. En este caso, el hecho de que una sociedad se proponga lanzar una OPA sobre una de entre dos sociedades podría ser considerado información concreta, aunque el oferente no haya decidido todavía cuál será la sociedad afectada (este ejemplo asume de nuevo que el oferente no puede aprovecharse del artículo 6.2 de la MAD).
- 1.8 En cuanto a si una información es suficientemente específica como para concluir que pueda tener impacto en los precios, los miembros de CESR consideran que esto podría ocurrir por ejemplo en dos circunstancias. La primera sería cuando la información es tal que pueda permitir a un inversor razonable tomar una decisión de inversión sin (o con muy poco) riesgo. La segunda sería cuando la información es de tal naturaleza que



probablemente sería explotada inmediatamente en el mercado.

Difusión pública

- 1.9 En cuanto a los requisitos de difusión, las sociedades que pueden difundir información privilegiada deben utilizar los mecanismos de difusión establecidos por su autoridad competente. Así, por ejemplo, si se exige a un emisor que haga pública una información a través de un determinado servicio electrónico de noticias, no bastará con que el emisor transmita la información a un periódico. Sin embargo, para determinar si una operación se ejecutó usando información privilegiada, hay que señalar que la información puede estar disponible para el público aunque no fuera difundida por el emisor de acuerdo con el procedimiento establecido por la autoridad competente. Esto es de aplicación aún cuando la información se hace pública con una difusión incorrecta por parte del emisor o mediante un tercero.

Efecto significativo en el precio

- 1.10 El artículo 1 de la Directiva de la Comisión 2003/124/EC desarrolla lo que se entiende por “información que podría tener un efecto significativo en los precios”.

“...información que, si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes”, la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión”.

- 1.11 El “test del inversor razonable” mencionado permite determinar el tipo de información que se tendrá en cuenta para el criterio del “efecto significativo en el precio”. En este contexto se debe señalar que el artículo 17.2 de la MAD establece claramente que las medidas de ejecución no afectan a las disposiciones fundamentales de la Directiva de nivel 1.
- 1.12 Los miembros de CESR consideran que aquellos que manejen información potencialmente privilegiada deberán evaluar a priori si es probable o no que la información tenga un efecto significativo en el precio. Se trata de determinar el grado de probabilidad con el que sería razonable que en un determinado momento se produjese dicho efecto. El test de la Directiva es sobre lo “probable”, de forma que, por un lado, la mera posibilidad de que una información tuviera un efecto significativo en el precio no es suficiente para iniciar la solicitud de difusión de la información pero, por otro lado, no es necesario que haya un grado de probabilidad cercano a la total certidumbre.
- 1.13 Los miembros de CESR están de acuerdo en que la sola fijación de unos límites en los movimientos del precio o el establecimiento de criterios cuantitativos no constituyen un medio adecuado para determinar el carácter significativo del movimiento del precio. Por ejemplo, la volatilidad de un valor muy líquido y elevada capitalización bursátil (“blue chip”) es normalmente inferior que para otros valores menos líquidos o de menor capitalización. Amplios porcentajes de incremento en términos absolutos referidos a valores de empresas de gran tamaño son infrecuentes, pero ello no implica que no puedan ser significativos pequeños porcentajes de variación en el precio de las acciones. Para determinar si es probable que se produzca un efecto significativo, deberán tenerse en cuenta los siguientes factores:



- i) La magnitud anticipada del asunto o suceso en cuestión en el contexto de la totalidad de la actividad de la sociedad;
- ii) la relevancia de la información en cuanto a los principales determinantes del precio del instrumento financiero;
- iii) la fiabilidad de la fuente;
- iv) todas las variables de mercado que afectan al instrumento financiero en cuestión (entre ellas el precio, la rentabilidad, la volatilidad, la liquidez, las relaciones entre el precio y los instrumentos financieros, el volumen, la oferta, la demanda, etc.).

1.14 Estos son algunos indicadores útiles que se deben tener en cuenta para saber si es probable que la información tenga un efecto significativo en el precio:

- Si el tipo de información es el mismo que aquel que en el pasado tuvo un efecto significativo en los precios;
- si los informes y las opiniones anteriores de los analistas indican que el tipo de información en cuestión es sensible al precio;
- si la propia empresa ya ha tratado sucesos similares como información privilegiada.

Es importante destacar que los anteriores son sólo factores indicativos. No deben ser tratados como definitivos en el sentido de considerar que la información en cuestión tendrá necesariamente un impacto significativo en el precio. Las empresas deben tener en cuenta que la importancia de la información en cuestión variará ampliamente de una empresa a otra, dependiendo de una variedad de factores tales como el tamaño de la empresa, el desarrollo de acontecimientos recientes y la impresión del mercado respecto a la empresa y al sector en el que opera. Además, lo que es probable que tenga un efecto significativo en el precio puede variar según el tipo de instrumento financiero. Por ejemplo, es posible que una información que sea relevante para un emisor de acciones no lo sea para un emisor de obligaciones.

Ejemplos de posible información privilegiada directamente relacionada con el emisor

1.15 La siguiente es una lista no exhaustiva y puramente indicativa de hechos que podrían constituir información privilegiada. El hecho de que un suceso no aparezca en esta lista no significa que no pueda ser información privilegiada. Por otro lado, que un suceso esté incluido en la lista tampoco significa que automáticamente sea información privilegiada: la **relevancia del suceso** debe ser también considerada. Sólo si algo es suficientemente relevante debe ser considerado información privilegiada. Es más, como ya se ha mencionado anteriormente, las circunstancias específicas de cada caso deben ser tenidas en cuenta.

Información que afecta directamente al emisor:

- actividad comercial de la sociedad;

11-13 avenue de Friedland -75008 PARIS -FRANCIA -Tel.: 33.(0).1.58.36.43.21 -Fax: 33.(0).1.58.36.43.30



- cambios en el control y acuerdos de dominio;
- cambios en la dirección y en los órganos de supervisión;
- cambios de auditores o cualquier otra información relacionada con la actividad de los auditores;
- operaciones relacionadas con el capital social o la emisión de obligaciones o *warrants*;
- decisiones de aumento o disminución del capital;
- fusiones, desdoblamientos (*splits*) y cesiones de activos (*spin-off*);
- adquisición o transmisión de participaciones u otros activos o ramas de actividad;
- reestructuraciones o reorganizaciones que tengan un efecto en el balance, la posición financiera, la cuenta de pérdidas y ganancias del emisor;
- decisiones relativas a programas de recompra de acciones u operaciones en otros instrumentos financieros admitidos a negociación;
- cambios en los derechos de las acciones del emisor;
- solicitudes de quiebra o emisión de órdenes para procedimiento de quiebra;
- litigios significativos;
- revocación o cancelación de líneas de crédito por uno o más bancos;
- disolución o verificación de una causa de disolución;
- cambios relevantes en el valor de los activos;
- insolvencia de los deudores relevantes;
- reducción del valor de los bienes inmuebles;
- destrucción física de bienes no asegurados;
- nuevas licencias, patentes, marcas registradas;
- revalorización o devaluación de los instrumentos financieros en cartera;
- pérdida de valor de las patentes o derechos o activos intangibles debido a la innovación del mercado;
- recepción de ofertas de adquisición de activos relevantes;



- productos o procesos innovadores;
- graves casos de responsabilidad por productos defectuosos o de daños ecológicos;
- cambios en la predicción de beneficios o pérdidas;
- órdenes relevantes recibidas de clientes, su cancelación o cambios importantes;
- cese o inicio de actividades comerciales fundamentales para el emisor;
- cambios relevantes en la política de inversión del emisor;
- fecha sin dividendos, fecha de pago de dividendos, su importe, cambios en la política de pago de dividendos.

1.16 La definición de la Directiva sobre información privilegiada también abarca la información que se refiere **indirectamente** a los emisores o a los instrumentos financieros. La siguiente lista contiene ejemplos de dicha información, que son indicativos y no exhaustivos, con las mismas advertencias ya puestas de manifiesto en el párrafo 1.15 anterior. Hay que aclarar que, en el caso de que estos ejemplos sean de información privilegiada, el deber de confidencialidad y la prohibición de ejecutar operaciones de acuerdo con los artículos 2 y 3 de la MAD son de aplicación. No hay, sin embargo, base legal para requerir la difusión en virtud del artículo 6.1 de la MAD, porque este artículo sólo se aplica a emisores y a la información que directamente les afecte. (Ciertamente se reconoce que en la lista de ejemplos que se muestran a continuación, el emisor normalmente o no es conocedor de la información con carácter previo a su anuncio público o, si la conoce, tiene un impedimento para difundirla él mismo hasta que otro organismo o institución la anuncie). Sin embargo, la obligación de difusión pública del artículo 6 de la MAD aplicará en aquél momento en que los acontecimientos públicamente conocidos tengan consecuencias que directamente afecten al emisor, y cumplan con los requisitos para ser consideradas información privilegiada, si esto sucediera.

Información que afecta indirectamente al emisor:

- datos y estadísticas publicados por instituciones públicas que difunden estadísticas;
- la próxima publicación de informes de agencias de rating, de investigación, recomendaciones o sugerencias relativas al valor de los instrumentos financieros admitidos a negociación;
- decisiones del banco central en cuanto al tipo de interés;
- decisiones del Gobierno en cuanto a impuestos, regulación sectorial, gestión de la deuda pública,
- decisiones sobre cambios en la gestión de los índices del mercado, especialmente



en cuanto a su composición,

- decisiones de los mercados regulados y no regulados sobre las normas que rigen en dichos mercados,
- decisiones de la autoridades en materia de competencia y del mercado sobre las sociedades cotizadas,
- órdenes relevantes de los órganos de gobierno, autoridades locales o regionales u otras organizaciones públicas,
- un cambio en la forma de negociación (por ejemplo, información sobre la negociación de los valores de un emisor en otro segmento de mercado, como el cambio de mercado continuo a mercado de subasta), cambio de creador de mercado (market maker) o de condiciones de negociación.

II ¿CUÁNDO HAY MOTIVOS LEGÍTIMOS PARA RETRASAR LA PUBLICACIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA?

Introducción

- 2.1 El artículo 6.2 de la MAD establece que *“Un emisor podrá, bajo su propia responsabilidad, retrasar la divulgación pública de la información privilegiada a que se refiere el párrafo primero para no perjudicar sus intereses legítimos, siempre que tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de esta información”*.
- 2.2 Esta sección de las orientaciones desarrolla las situaciones en las que hay intereses legítimos para que un emisor retrase la publicación de información privilegiada. No abarca las otras dos condiciones establecidas en el artículo 6.2 (que el retraso no sea susceptible de confundir al público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de esta información).

Intereses legítimos

- 2.3 El término “intereses legítimos” se desarrolla en el apartado 1 del artículo 3 de la directiva de ejecución 2003/124/EC.

“A efectos de la aplicación del apartado 2 del artículo 6 de la Directiva 2003/6/CE, los intereses legítimos pueden, en particular, estar relacionados con las siguientes circunstancias no exhaustivas:

- a) *Negociaciones en curso, o elementos relacionados, cuando el resultado o el desarrollo normal de esas negociaciones pueda verse afectado por la revelación pública de información. En particular en el caso de que la viabilidad financiera del emisor esté en peligro grave e inminente, aunque no entre en el ámbito de la legislación sobre insolvencia aplicable, la revelación pública de información pondría en grave peligro el interés de los accionistas existentes y potenciales debilitando la conclusión de*



negociaciones específicas concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo del emisor.

- b) *Decisiones tomadas o contratos celebrados por el órgano de administración de un emisor que necesiten la aprobación de otro órgano del emisor para hacerse efectivos, cuando la organización de ese emisor exija la separación entre dichos órganos, siempre que la revelación pública de la información anterior a esa aprobación junto con el anuncio simultáneo de que dicha aprobación está pendiente pusiera en peligro la correcta evaluación de la información por parte del público.”*

- 2.4 Este artículo deja claro que los ejemplos señalados de circunstancias en las que hay intereses legítimos para retrasar la divulgación pública forman una lista no exhaustiva. De esta forma los emisores son libres de retrasar la divulgación de la información en otras situaciones, siempre que se apliquen las condiciones del apartado 2 del artículo 6 de la MAD.
- 2.5 CESR ha estado estudiando si, al aportar sus orientaciones sobre esta materia, debía ofrecer más ejemplos de dichas situaciones, pero opina que, como el derecho de retraso en la divulgación de la información privilegiada es una excepción a la norma general y no la norma en sí, no sería adecuado aportar una larga lista de (otras) circunstancias en las que el emisor tenga derecho de retraso. Es responsabilidad del emisor determinar si, en sus circunstancias concretas, la divulgación de información privilegiada se puede retrasar teniendo en cuenta debidamente las condiciones aplicables.
- 2.6 CESR limita por tanto sus orientaciones a ofrecer ejemplos indicativos de las dos circunstancias mencionadas en el apartado 1 del artículo 3 de la directiva de ejecución 2003/124/EC. Las orientaciones tienen la función de ilustrar y no de ampliar las disposiciones de la directiva, inspirándose en el informe que CESR remitió a la Comisión en diciembre de 2002 (ref.: CESR/02-089d) respecto a esta directiva de ejecución.

Ejemplos ilustrativos de intereses legítimos para demorar la divulgación

- 2.7 Como es habitual en las orientaciones de CESR, los siguientes ejemplos no pretenden ser exhaustivos, por lo que los emisores deberán estudiar las circunstancias particulares de cada caso a la hora de decidir si pueden retrasar la divulgación.
- 2.8 Estos son algunos ejemplos del primer conjunto de circunstancias (“negociaciones en curso”) mencionadas en la directiva de ejecución 2003/124/EC.
- Limitaciones de confidencialidad relacionadas con una situación competitiva (por ejemplo cuando se está negociando un contrato pero no se ha finalizado y la revelación de las negociaciones pondría en peligro la conclusión del contrato o amenazaría su pérdida frente a otra parte). Esto depende de que los posibles acuerdos de confidencialidad firmados por un emisor con un tercero no le impidan cumplir estas obligaciones de divulgación.
 - Desarrollo de productos, patentes, innovaciones, hallazgos, etc. en los que el emisor necesite proteger sus derechos, siempre que se divulguen lo antes posible los sucesos significativos que pudieran impactar en la evolución de los principales productos (por



ejemplo los resultados de ensayos clínicos en el caso de nuevos productos farmacéuticos).

- Cuando un emisor decide vender una participación importante en otro emisor y el acuerdo se rompe por divulgación prematura;
- Desarrollos inminentes que podrían ponerse en peligro por divulgación prematura.

2.9 Entre los casos incluidos en el ámbito del segundo conjunto de circunstancias (“decisiones tomadas que necesiten la aprobación de otro órgano”) están aquellos en los que hay complejos procesos de toma de decisiones que afectan a varios niveles jerárquicos de la organización del emisor.

Otras orientaciones

2.10 Por último cabe destacar que el cumplimiento de las condiciones que determinan la tenencia de un interés legítimo para retrasar una divulgación no es en sí razón suficiente para su demora. En todas las situaciones se deberá hacer una evaluación más profunda para decidir si son de aplicación las demás condiciones del apartado 2 del artículo 6 de la MAD, esto es, si el retraso en la difusión de la información privilegiada no es susceptible de confundir al público y si el emisor puede garantizar la confidencialidad de esta información.

2.11 Respecto al modo en que las empresas deben comportarse durante el período comprendido entre la generación de la información privilegiada y el momento en que ésta se difunde al mercado o deja de ser considerada información privilegiada, CESR realiza las siguientes observaciones. En el momento en que se toma la decisión de demorar la difusión de la información privilegiada, las empresas podrían dejar constancia de las razones que les conducen a esta decisión. Esto ofrecería una clara prueba en beneficio del emisor si el supervisor realiza un requerimiento de información. Una vez adoptada la decisión de demorar la divulgación, las empresas necesitarán asegurarse de que el conocimiento de esta información es restringido a aquellos que precisan tener acceso a ella, y que aquellos que son iniciados son conscientes de que la información es confidencial y, en consecuencia, reconocen sus obligaciones al respecto. Si el emisor es consciente de que la información no se ha mantenido confidencial y de que ha habido una filtración, deberá hacerla pública lo antes posible de la manera especificada. Los emisores deben también mantener bajo análisis si la demora en la difusión de información puede llegar a convertirla en información engañosa y, si se llega a la conclusión de que así es, deberá hacerla pública lo antes posible.

2.12 CESR no propone en este momento emitir más orientaciones sobre los casos en los que no es probable que el retraso en la difusión de información privilegiada tenga un efecto engañoso para el público. No obstante, CESR es consciente de los argumentos que sostienen que cualquier demora en la difusión pública de información privilegiada tendría un efecto engañoso para el mercado. CESR no comparte este punto de vista. Si esta afirmación fuera correcta, entonces estaría claro que no existen razones para haber incluido en la Directiva una medida que permite la demora, porque nunca se darían las condiciones para que esta medida pudiera aplicarse.



III ¿CUÁNDO LAS ÓRDENES DE LOS CLIENTES CONSTITUYEN INFORMACIÓN PRIVILEGIADA?

Introducción

- 3.1 Respecto a la información sobre las órdenes de los clientes, la disposición legal relevante es el apartado 1 del artículo 1, párrafo 3 de la MAD, que establece que “En cuanto a las personas encargadas de la ejecución de las órdenes relativas a los instrumentos financieros, también se considerará información privilegiada toda información transmitida por un cliente en relación con sus propias órdenes pendientes”.
- 3.2 Estas personas deberán gestionar debidamente ese tipo de información privilegiada con el fin de evitar su abuso. Esto supone que, en virtud de los artículos 2 y 3 de la MAD, estas personas no podrán:
- a. utilizar dicha información adquiriendo o cediendo o intentando adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha información²;
 - b. revelar esa información a cualquier persona, a menos que se haga en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones;
 - c. recomendar a otra persona que adquiera o ceda, o inducirle a ello, basándose en información privilegiada, instrumentos financieros a que se refiere dicha información.
- 3.3 De conformidad con el artículo 4 de la MAD, se aplican las mismas prohibiciones a cualquier persona que posea dicha información y que, al mismo tiempo, sepa o hubiera debido saber, que se trata de información privilegiada.
- 3.4 Las personas que suelen estar relacionadas con las situaciones anteriores son los empleados de los intermediarios.
- 3.5 Teniendo en cuenta que los intermediarios trabajan en entornos complejos, estas prohibiciones suponen que deberán buscar medidas y herramientas que les permitan actuar sin utilizar información privilegiada. Por lo tanto, las orientaciones pueden ser útiles para permitir que los intermediarios y sus empleados comprendan mejor cuándo la información relacionada con las órdenes pendientes de un cliente constituye información privilegiada.

² El artículo 2.3 establece que no se aplicará a las transacciones realizadas en cumplimiento de una obligación, ya vencida, de adquirir o ceder instrumentos financieros, cuando esta obligación esté contemplada en un acuerdo celebrado antes de que la persona de que se trate esté en posesión de la información privilegiada.
11-13 avenue de Friedland -75008 PARIS -FRANCIA -Tel.: 33.(0).1.58.36.43.21 -Fax: 33.(0).1.58.36.43.30



“Orden pendiente de un cliente” como información privilegiada: condiciones establecidas por las Directivas

3.6 Según el apartado 1 del artículo 1, párrafo 3 de la MAD la “información transmitida por un cliente en relación con sus propias órdenes pendientes” será información privilegiada si cumple tres condiciones³:

- a. es “de carácter preciso”,
- b. está “relacionada, directa o indirectamente, con uno o más emisores de instrumentos financieros o con uno o más instrumentos financieros”,
- c. “si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes”.

3.7 Las condiciones a) y c) se definen más claramente en el apartado 1 del artículo 1 de la Directiva de ejecución 2003/124/EC.

En cuanto a la condición a): “se entenderá que la información es de carácter preciso:

- 1) “si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca”
- 2) “cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir que el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes”.

En cuanto a la condición c): “se entenderá por ‘información que (...) tendría un efecto significativo en los precios’ (...) la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión”.

“Información facilitada por un cliente y relacionada con una orden pendiente de un cliente”: Orientaciones

i) Orden pendiente de un cliente

3.8 Ni la MAD ni ninguna de las Directivas de ejecución define el término “orden pendiente de un cliente”. CESR no considera que pueda proporcionar una única definición definitiva de dicho término, pero ofrece las siguientes orientaciones para ayudar a clarificar cuándo existe una orden pendiente de un cliente. Un factor indicativo de la existencia de una orden pendiente para un cliente sería el hecho de que una persona encargada de la ejecución de órdenes sea abordada por otra en relación con una operación y:

- a) Que la operación no se ejecute inmediatamente en respuesta al precio indicado por dicha persona; y
- b) Que la persona afectada haya cumplido con una obligación legal o regulatoria en

³ Además, la cuarta condición implícita es que la información no se haya hecho pública antes.



relación con el modo o tiempo de ejecución de la operación.

Así, por ejemplo, el mero hecho de encuestar (“*polling*”) en relación con el precio de un instrumento financiero (contactar a diversos intermediarios para determinar a qué precio están dispuestos a comprar o vender un determinado instrumento financiero o tipo de instrumento financiero) no constituiría, en sí mismo, una orden pendiente de un cliente, ya que no se habría dado aún orden alguna.

ii) Cuándo la información proporcionada por un cliente constituye información privilegiada: consideraciones generales

3.9 Las principales dificultades a la hora de entender cuándo la orden pendiente de un cliente es información privilegiada se refieren sobre todo al problema de determinar cuándo se cumplen las condiciones anteriores de la naturaleza precisa y de la sensibilidad al precio.

3.10 Antes de examinar el ámbito de las orientaciones sobre la naturaleza precisa y la sensibilidad al precio de las órdenes pendientes, conviene reconocer que las órdenes están caracterizadas en general por varios elementos relacionados con tres parámetros: precio, cantidad y tiempo de ejecución. Muchas combinaciones distintas de estos elementos se pueden evaluar de formas diferentes. Es posible que la identidad del cliente y el instrumento financiero al que se refiere la orden también sean relevantes.

3.11 Además, estos elementos son distintos en cada mercado, según su microestructura concreta. Por ejemplo, algunos sistemas de negociación electrónica permiten órdenes de pérdida limitada (stop-loss) u órdenes de visualización parcial, etc. También es posible que el impacto en el mercado de la ejecución de la orden dependa de la liquidez del mercado, de la forma como se ejecute la orden, del método de negociación utilizado (subasta, mercado continuo), etc.

3.12 Se deberá tener en cuenta todos los factores relevantes para determinar si una orden constituye información privilegiada. Como es habitual, debe ponerse de manifiesto que las siguientes orientaciones son indicativas y no exhaustivas.

iii) Sensibilidad al precio de la orden

3.13 La sensibilidad al precio de una orden es probable que se vea influida por:

- a. su dimensión o tamaño, en comparación, por ejemplo, con el tamaño medio de las órdenes de ese mercado o del volumen diario de contratación. Cuanto mayor sea el tamaño de la orden en comparación con el tamaño medio de las órdenes de ese mercado, más probabilidad habrá de que influya en el precio del instrumento financiero;
- b. la liquidez del mercado durante el periodo de ejecución de la orden;
- c. el diferencial comprador-vendedor: cuanto mayor sea el diferencial, más probabilidad habrá de que una orden influya en el precio;
- d. el precio límite de la orden y la relación de ese precio límite con el diferencial comprador-vendedor actual;
- e. el plazo de ejecución indicado por el cliente (cuanto más rápido quiera el cliente que se ejecute la orden, más probabilidad habrá de que influya en el precio);
- f. el tiempo de ejecución respecto a la determinación de precios relevantes o de referencia, tales como precios mínimos o máximos de apertura o de cierre, precios de ejercicio de instrumentos financieros relacionados tales como derivados, warrants cubiertos, bonos estructurados, etc.;



- g. la identidad del cliente;
- h. si es probable que la orden influya en el comportamiento de otros participantes del mercado.

iv) Naturaleza precisa de la orden

- 3.14 Según establece la Directiva de ejecución 2003/124/EC (véase el párrafo 7 más arriba), hay dos tipos de condiciones relevantes para determinar si una orden es información de naturaleza precisa: 1) “*si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca,*” y 2) “*cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir que el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes.*”
- 3.15 Si bien la naturaleza de la segunda condición es muy cercana a la de la sensibilidad al precio antes mencionada, la primera expresa claramente que la información no tiene que ser definitiva para constituir información privilegiada, es decir, la información en relación con una orden puede ser información privilegiada aunque no se hayan definido completamente todas sus características. A este respecto se puede trazar la siguiente serie de orientaciones útiles.
- 3.16 Es más probable que se cumpla el test de la naturaleza precisa de una orden:
- a. cuanto mejor definidos estén el tamaño, el precio límite y el periodo de ejecución de la orden;
 - b. cuanto más predecible sea el modelo del comportamiento de negociación de un cliente, más precisa será la naturaleza de una orden concreta de ese cliente.

Otras orientaciones

- 3.17 Se ha consultado a CESR qué debería hacer una persona que se encarga de la ejecución de órdenes si, habiendo recibido la orden de un cliente para realizar una operación significativa en un instrumento financiero, recibe posteriormente órdenes de otros clientes en relación con el mismo instrumento financiero. El Considerando 18 de la MAD es importante en este contexto. El elemento aplicable a este supuesto de dicho Considerando establece lo siguiente:

“...El mero hecho de que los creadores de mercado, organismos autorizados para actuar como contrapartidas, o las personas autorizadas a ejecutar órdenes por cuenta de terceros ... se limiten... a la consecución de sus negocios legítimos de comprar y vender instrumentos financieros...no debería en sí considerarse constitutivo de utilización de...información privilegiada.

El hecho de que una persona encargada de la ejecución de órdenes de clientes reciba una orden importante de un cliente no significa que tenga que dejar de ejecutar otras órdenes que pueda recibir en relación con el mismo instrumento financiero hasta que se haya completado la primera.



IV LISTAS DE INICIADOS

- 4.1 El apartado 3 del artículo 6, párrafo 3 de la MAD obliga a los Estados miembros a que exijan a los emisores, o a las personas que actúan en su nombre o por cuenta de aquellos, a crear listas de iniciados (personas con información privilegiada), que se actualicen regularmente y se remitan a la autoridad competente si así lo solicita. Además, la directiva de ejecución 2004/72/EC⁴ proporciona más datos sobre el contenido de la lista de iniciados, la forma de actualizarla y mantenerla y las obligaciones de información respecto a dicha lista.
- 4.2 En general los Estados miembros de toda Europa han implementado estas disposiciones de forma que se aplican a los emisores cuyos instrumentos financieros son admitidos a cotización en un mercado regulado nacional y/o a los emisores cuyos instrumentos financieros son admitidos a cotización en el mercado regulado de otro Estado miembro de la UE o del EEE.
- 4.3 Ya hay cierto número de emisores cuyos instrumentos financieros son admitidos a cotización en mercados regulados de distintas jurisdicciones europeas. Por consiguiente, al parecer un mismo emisor tiene que cumplir los requisitos de elaboración y mantenimiento de la lista de iniciados de conformidad con el marco legal aplicable en cada una de las jurisdicciones en cuestión. En otras palabras: es posible que haya requisitos que se superpongan respecto al mantenimiento de la lista de iniciados en algunas circunstancias. Desde el punto de vista de las autoridades competentes se considera que la superposición es preferible a las lagunas legales. También se podría argumentar que dicha superposición puede convertirse en “onerosa” para los emisores.
- 4.4 Debe recordarse que los requisitos de elaboración, mantenimiento e información a la autoridad competente de listas de iniciados sólo se aplican al emisor que haya solicitado o aprobado la admisión de sus instrumentos financieros a cotización en el mercado regulado de un Estado miembro (artículo 9 párrafo 3 MAD).
- 4.5 Para los emisores que estén sujetos a la jurisdicción de más de un Estado miembro de la UE o del EEE respecto a los requisitos de las listas de iniciados, se recomienda que las autoridades competentes relevantes reconozcan las listas de iniciados preparadas por los emisores que tengan su sede social en otro Estado miembro de la UE o del EEE, según los requisitos del Estado miembro donde el emisor en cuestión tenga su sede social.
- 4.6 Esta recomendación no cuestiona la obligación que tiene el emisor en cada una de las jurisdicciones relevantes de elaborar una lista de iniciados ni el derecho de la autoridad competente de cualquiera de estas jurisdicciones a solicitar dicha lista. En este contexto, debería tenerse en cuenta que de conformidad con la MAD, a la autoridad competente sólo debe entregársele una lista de iniciados si ésta así lo reclama al emisor: no existe la obligación del emisor de entregar espontáneamente dicha lista a la autoridad competente ni de informar sobre las actualizaciones de la misma.

⁴ Directiva de la Comisión 2004/72/EC de 29 de abril de 2004, directiva de ejecución 2003/6/EC del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a las 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 las operaciones sospechosas.



- 4.7 En cuanto a las personas que actúan en nombre del emisor o por su cuenta, independientemente de su nacionalidad o de su ubicación o del lugar de constitución, las normas que se seguirán serán las de la jurisdicción aplicable al emisor.
