

**Referencias Jurídicas CMS | Artículo de fondo**  
**Bancario y Financiero | Mercado de Capitales y Titulizaciones**  
Enero 2017

---

# La prospección de mercados en el Reglamento de Abuso de Mercado

Curra Munuera

El Reglamento de Abuso de Mercado regula las condiciones para que las prospecciones de mercado se beneficien de un puerto seguro respecto de la prohibición de comunicación ilegítima de información privilegiada.

Las nuevas reglas de prospección de demanda incluidas en el Reglamento de Abuso de Mercado están contenidas en el artículo 596/2014, del Reglamento, de 16 abril de abuso de mercado, y se desarrollaron hasta ahora por un Reglamento de Ejecución (Reglamento de Ejecución (UE) 2016/959, de la Comisión de 17 de mayo de 2016), un Reglamento Delegado (UE) 2016/960, de 17 de mayo de 2016 y una Directrices de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) sobre las obligaciones de las personas receptoras de las prospecciones de mercado de 10 de noviembre de 2016.

## ¿Por qué hay que regular la prospección de mercado?

Tal y como reconocen los considerandos 32 y 34 del Reglamento de Abuso de Mercado los beneficios de la prospección de mercado son manifiestos: mejora el diálogo entre accionistas, alinea posiciones entre los accionistas existentes, el emisor y los potenciales inversores,

ayuda a “calibrar” las condiciones de una posible operación, incluso permite pronosticar su éxito al conocer de antemano los parámetros cuantitativos y cualitativos que permiten la covalencia entre los intereses de emisor y los inversores. Esto último resulta especialmente útil en mercados volátiles, sometidos a incertidumbres, para emisores nuevos, con dificultades o con características especiales.

Para ello, el emisor en ocasiones necesita comunicar información privilegiada para “calibrar” el interés de los inversores potenciales en una operación determinada, sobre un emisor determinado referida a instrumentos financieros emitidos por éste. No es fácil, en consecuencia, la compatibilidad de esta comunicación con la prohibición de la comunicación ilícita de información privilegiada (artículos 10 y 14 del Reglamento de Abuso de Mercado).

Así pues, se hace necesario alcanzar cierta seguridad, para que la comunicación de la información privilegiada



en el marco de la prospección se pueda, al menos, presumir lícita. A continuación, se expondrán sucintamente, los elementos sobre los que se puede concluir que la comunicación de información realizada en el marco de una prospección de mercado relativa a una emisión.

#### **¿Qué es información privilegiada?**

Ante todo se debe partir de que el problema sólo se suscita respecto de aquella comunicación de información que tiene el carácter de privilegiada. El artículo 7 del Reglamento de Abuso de Mercado se refiere a la información privilegiada como aquella información concreta, que no se ha hecho pública, relacionada directa o indirectamente con un emisor o con uno o varios instrumentos financieros, y que, de ser pública, tendría un impacto significativo en el precio de dichos instrumentos o en los instrumentos relacionados con éstos. El carácter significativo del impacto que podría tener la información sobre el precio ha de ser escrutado aplicando el denominado test del inversor razonable, esto es, que la información pueda influir de manera apreciable sobre la cotización cuando dicha información sea la que podría utilizar un inversor razonable como una de las bases de sus decisiones de inversión.

#### **¿Qué es comunicación lícita de la información privilegiada?**

Si la comunicación de la información privilegiada se realiza en el curso de una actividad profesional y en cumplimiento de determinadas reglas, se presumirá lícita, salvo prueba en contrario. En el caso particular de la prospección de mercado, para beneficiarse de la presunción de licitud han de cumplirse las reglas, que

establecen los caracteres y el régimen de la prospección de mercado.

#### **¿Qué es la prospección de mercado?**

La prospección de mercado es una comunicación de información por un emisor o un oferente de instrumentos financieros, o por un tercero mandatado por estos, a uno o más inversores potenciales, comunicación que se realiza con anterioridad al anuncio de una operación, para “calibrar” el posible interés de los potenciales inversores, o las potenciales condiciones de la operación, como el precio o el volumen.

Será, asimismo, prospección de mercado la comunicación de información privilegiada por una persona que pretenda realizar una oferta pública de adquisición de instrumentos financieros o una fusión, a los titulares de dichos instrumentos si, por un lado, la información resulta esencial para que dichos titulares estén dispuestos a vender los valores y por otro si el interés de dichos titulares sea razonablemente necesario para que se lleve a cabo la oferta de adquisición.

#### **¿Cuándo se alcanza un “puerto seguro”?**

Si la comunicación de información privilegiada en el curso de una prospección de mercado se realiza cumpliendo las pautas establecidas en el artículo 11 del Reglamento de Abuso de Mercado y sus reglamentos de desarrollo, se presume que la comunicación es lícita. Ello no implica que quien no siga esas previsiones esté infringiendo la prohibición. Sin embargo, no se beneficiará de la presunción, en definitiva del llamado “puerto seguro”, lo que puede llegar a invertir la carga de la prueba.



### **¿Cuáles son las reglas para que aplique el puerto seguro?**

Tanto el participante de mercado que comunica la información (bien sea el propio emisor, oferta o el tercero mandatado por éstos) como el potencial inversor que la recibe (o sus asesores), sea la información privilegiada o no, han de cumplir ciertas reglas en cuanto al contenido mínimo de las comunicaciones, la creación y llevanza de registros accesibles y en medio duradero, y la elaboración, mantenimiento y actualización de procedimientos internos.

En concreto, el que comunica la información ha de identificarla, determinar si se trata de información privilegiada o no, y si es posible precisar en el primer caso cuándo dejará de serlo, así como registrar estas conclusiones y el razonamiento para llegar a ellas.

También deberá declarar expresamente que se trata de una prospección de mercado y obtener el consentimiento de los potenciales inversores a recibir información en el marco del sondeo de mercado concreto o en general.

En el supuesto de comunicaciones telefónicas, éstas han de grabarse y para ello obtener el consentimiento expreso del potencial inversores. De no obtenerlo, deberá levantar acta de la conversación que deberá ser firmada por las dos partes y de no existir acuerdo en su contenido, se registrarán las actas que confeccionen y firmen cada una de las partes por separado.

El que comunica la información deberá elaborar listas (la lista de prospección) adicionalmente a las denominadas listas de iniciados, con el nombre o denominación social y los datos de contacto de la persona jurídica y física a la

que ha facilitado la información, la fecha y hora de la comunicación y los nombres de los inversores que no han consentido en recibir la información.

La persona que recibe la información en el curso de una prospección de mercado, ha de realizar su propia evaluación de si la información que recibe es privilegiada o no, sin perjuicio de la declaración recibida en este sentido por el participante que le ha proporcionado la información, atendiendo a sus propias circunstancias y si fuera el caso, elaborar su propia lista de iniciados que la pondrá a disposición del emisor y del supervisor.

### **¿Cuándo se entiende que se ha hecho pública la operación?**

No bastaría con haber anunciado la intención de realizar la operación de forma genérica. Sin embargo, el anuncio de la operación determinando, por ejemplo, el periodo de suscripción, por supuesto la horquilla de precio, o algún parámetro de volumen, podría servir para que la comunicación quedara fuera del artículo 11. No obstante, se ha de tener en cuenta la prohibición general recogida en los artículos 10 y 14 del Reglamento de Abuso de Mercado.

### **¿Aplica el “puerto seguro” cuando se contacta a los acreedores para planear una refinanciación?**

La contestación tanto a la pregunta de referencia como a otras que pudieran surgir precisa realizar, al menos, el siguiente razonamiento:

- **En primer lugar se cuestiona si realmente es aplicable el Reglamento de Abuso de Mercado.**

La cuestión debe responderse positivamente en el caso de instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado organizado, en un sistema multilateral de negociación o en un sistema organizado de contratación; o para los que se hubiera solicitado la admisión a cotización en un mercado organizado o en un sistema multilateral de negociación, o en un instrumento relacionado con los anteriores.

- **En segundo lugar se debe determinar si lo que se realiza realmente constituye una prospección de mercado.**

La respuesta debe ser positiva si se va a comunicar información (sea privilegiada o no) para “calibrar” el interés en una operación o sus condiciones, antes de que se haya hecho pública. Si no se trata de “calibrar” el interés, las condiciones, entre varios, quizás no se esté ante una prospección si no ante una operación.

En virtud de lo expuesto, si se trata de una sociedad que no tenga emitidos instrumentos financieros y los acreedores lo sean de préstamos o créditos bilaterales o sindicados, no aplicaría el Reglamento de Abuso de Mercado en cuanto a la información a comunicar y, por lo tanto, no se habrá de seguir analizando nada más.

En el momento en que se trate de un emisor de instrumentos financieros (sociedades cotizadas en el caso de acciones admitidas a negociación en un mercado oficial según la definición del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital), la posible comunicación de información ha de ser analizada bajo el prisma del Reglamento de Abuso de Mercado.

Si los acreedores fueran bonistas o la sociedad fuera cotizada o emisora y por tanto existieran instrumentos relacionados, el Reglamento de Abuso de Mercado aplicaría y se debería entrar a valorar si se pretende comunicar información para “calibrar” el interés en la refinanciación o sus condiciones, de los acreedores bonistas y si puede verse afectado significativamente el precio de los bonos o algún instrumento relacionado con estos o las propias acciones en el caso de una sociedad cotizada.

#### **¿Aplica el puerto seguro a una primera admisión a cotización?**

No existe un criterio unificado a este respecto. La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) es consciente de las dudas que se han suscitado en la práctica con relación a esta cuestión y con toda probabilidad emitirá próximamente una guía o, al menos, una respuesta en el correspondiente documento de Preguntas y Respuestas frecuentes (Q&A) en relación con la aplicación del Reglamento.

Mientras tanto, el razonamiento a utilizar sería el mismo expuesto anteriormente, esto es, el Reglamento de Abuso de Mercado se aplica a este caso, porque el objeto de la prospección son acciones (instrumento financiero) para las que se ha solicitado la admisión a cotización. Sin embargo, las dudas permanecen en relación con la cuestión referida al momento a partir del cual se ha de entender solicitada la admisión a cotización.

La presente publicación no constituye opinión profesional o asesoramiento jurídico de sus autores.