

Listing Act: novedades en materia de abuso de mercado

Legal flash UE

20 de noviembre de 2024



Aspectos clave

> Difusión de información privilegiada:

- Se reduce el alcance de la obligación en los procesos prolongados (p.ej., operaciones de M&A) permitiendo que solo se comuniquen los “sucesos definitivos” y no los pasos intermedios.
- Se clarifican las condiciones para retrasar la difusión de información privilegiada, sustituyendo el criterio de que el retraso no induzca a error al público por el de que la información no contraste con el último anuncio público u otra comunicación del emisor sobre el mismo asunto.

> **Prospecciones de mercado.** Se incide en que el “puerto seguro” es opcional y se amplía la protección a las comunicaciones en potenciales operaciones que no llegan a culminar.

> **Operaciones de administradores y directivos (“PDMR”).** Se amplían las excepciones a la prohibición de operar durante los “blackouts” y se elevan los umbrales de notificación de las operaciones de PDMRS y sus personas con vínculo estrecho.

> **Listas de iniciados.** Se revisará el formato para tratar de extender el modelo simplificado previsto para PYMES en expansión a todos los emisores.

> **Sanciones.** Se establece un sistema más proporcional al tamaño de la empresa, basado en el volumen de negocios anual total y con umbrales máximos en función del tipo de infracción.



Introducción

El 8 de octubre de 2024, el Consejo de la UE aprobó el "Listing Act", un paquete legislativo que pretende simplificar el acceso a los mercados de capitales de la Unión Europea ("UE") y hacerlos más atractivos para las empresas, especialmente para las PYMES. Para ello, el Listing Act modifica, entre otros, tres normas clave — el [Reglamento de Folletos](#), el [Reglamento de Abuso de Mercado](#) ("MAR") y el [Reglamento MiFIR](#)— y aprueba una Directiva para obligar a los Estados miembros a reconocer, al menos, el derecho de las compañías que solicitan la primera admisión a negociación en un sistema multilateral de negociación ("SMN") a adoptar estructuras de acciones con derechos de voto múltiple. Ver más detalle en Post| [Publicación del Listing Act](#).

En este documento describimos las principales novedades que ha introducido el [Reglamento 2024/2809/UE](#) en materia de abuso de mercado y sus efectos prácticos. Con carácter general, la reforma del MAR será directamente aplicable desde principios de diciembre de 2024, pero algunas disposiciones no lo serán hasta pasados 15 o 18 meses debido a la necesidad de elaborar guías o medidas de nivel 2. En este sentido, la mayoría de los cambios relacionados con el retraso en la difusión de información privilegiada y las disposiciones referidas a los procesos prolongados serán de aplicación a partir el 5 de junio de 2026.

La reforma otorga además cierta flexibilidad a los Estados miembros para adaptar algunos aspectos a sus condiciones de mercado por lo que España podría legislar en este sentido en el futuro.

Difusión de información privilegiada

- **Procesos prolongados.** Una de las novedades más relevantes afecta a la obligación de divulgar información privilegiada ("IP") en los procesos prolongados, como las operaciones de M&A, que pueden implicar varias etapas o fases en las que existe IP. Hasta ahora, en estos casos, el emisor podía retrasar bajo su propia responsabilidad la difusión de la IP, siempre que (i) la difusión inmediata pudiera perjudicar sus intereses, (ii) el retraso no indujera a confusión o engaño, y (iii) la confidencialidad quedara garantizada. Tras la reforma, los emisores solo tendrán que divulgar, tan pronto como sea posible, los "sucesos definitivos". Esto es, las circunstancias o eventos concretos que el proceso prolongado pretende producir o tiene como resultado.

La Comisión adoptará un acto delegado que incluirá una lista no exhaustiva de "sucesos definitivos" e indicaciones sobre el momento en que deberán ser difundidos. Hasta ese momento, el [Reglamento 2024/2809/UE](#) ofrece algunas pautas y ejemplos que pueden ayudar en esa evaluación:

- No se tendrán que divulgar "los anuncios de meras intenciones, las negociaciones en curso o, dependiendo de las circunstancias, el progreso de las negociaciones como, por ejemplo, una reunión entre los representantes de las empresas".
- En una fusión, la divulgación debe hacerse lo antes posible después de que la administración haya tomado la decisión de firmar el acuerdo de fusión y se hayan



acordado los elementos fundamentales del acuerdo.

- En el caso de acuerdos contractuales, el suceso definitivo se produce cuando se han acordado las condiciones fundamentales del acuerdo.

En la práctica, esta novedad simplifica los trámites para los emisores en los procesos prolongados y brinda mayor seguridad jurídica. Sin embargo, es importante entender que, aunque un paso intermedio no sea un “suceso definitivo”, aún puede ser IP y las implicaciones que ello tiene. Aunque el emisor no tenga que cumplir con las normas de retraso en la difusión de IP, deberá mantener la confidencialidad de la información y evitar incurrir, en todo momento, en un uso indebido de IP.

- > **Retraso en la difusión.** Se clarifican las condiciones en las que se podrá retrasar la difusión de IP, sustituyendo el requisito de que el retraso no induzca a error por el que la IP no contraste con el último anuncio público o cualquier otra comunicación del emisor sobre el mismo asunto. Esta novedad puede ayudar a los emisores en situaciones de incertidumbre o cambios, ya que solo necesitan verificar que la información es coherente con lo que ya han comunicado.
- > Además, la reforma amplía el ámbito subjetivo de la excepción que permite retrasar la difusión de IP a entidades de crédito para preservar la estabilidad del sistema financiero. Como novedad, podrán acogerse a esta excepción las empresas matrices o entidades relacionadas con una institución de crédito o financiera, ya sea cotizada o no cotizada.

Prospecciones de mercado

- > **Definición.** El MAR establece un régimen especial para las prospecciones o “sondeos” de mercado, permitiendo a los participantes del mercado beneficiarse de un “puerto seguro”. Es decir, de la presunción de que no haber divulgado ilícitamente IP, siempre que cumplan con ciertos requisitos. Como novedad, se amplía la definición de prospección de mercado para incluir comunicaciones que no resultan en un anuncio específico de una operación.

Esta novedad es especialmente relevante para operaciones de M&A y de mercado de capitales, donde es relativamente frecuente que pueda existir un intercambio de IP sin que la operación finalmente se materialice. El hecho que el participante del mercado pueda beneficiarse ahora del “puerto seguro” en estas situaciones podría incentivar la realización de prospecciones de mercado, que el propio MAR (Considerando 32) consideran que son un “*instrumento muy valioso*” para el buen funcionamiento de los mercados financieros.

- > **Carácter opcional del “puerto seguro”.** En una prospección los participantes del mercado siempre deben evaluar y registrar por escrito si consideran que la información facilitada es IP (art. 11.3 MAR), e informar al receptor cuando deje de serlo (art. 11.6 MAR). El puerto seguro es voluntario, pero si quieren beneficiarse de él tendrán que cumplir con el procedimiento voluntario del art. 11.4 MAR. Como novedad, no tendrán que notificar al receptor que la información facilitada ha dejado de ser IP si la información ya ha sido difundida públicamente.



Operaciones de administradores y directivos

- **Periodos restringidos (*blackouts*).** Para evitar que los administradores y directivos (“PDMRs”) puedan aprovecharse de una ventaja informativa sobre la situación financiera del emisor, el MAR les prohíbe operar sobre los instrumentos financieros del emisor durante un periodo de 30 días naturales previos a la publicación de informes financieros intermedios o anuales (los denominados “*blackouts*” o “periodos restringidos”).

La reforma amplía las excepciones a esta prohibición, excluyendo las operaciones o actividades que no impliquen “*decisiones activas de inversión*” del PDMR o que dependan de factores externos o términos predeterminados. Por ejemplo, el ejercicio de instrumentos derivados, las operaciones resultantes de un mandato discrecional de gestión de activos ejecutado por un tercero independiente, o la aceptación de herencias, obsequios y donaciones. Además, la reforma aclara que la excepción para vender en circunstancias excepcionales o en el contexto de planes de participación o ahorro de empleados se refiere tanto a acciones como a otros instrumentos financieros.

En definitiva, se flexibiliza la prohibición de operar durante los *blackouts*, permitiendo a los PDMRs realizar operaciones que no supongan una decisión activa de inversión, siempre que tengan la autorización del emisor.

- **Umbrales de notificación.** Con el fin de aumentar la transparencia y prevenir el uso indebido de IP, el MAR obliga a los PDMRs y a las personas estrechamente vinculadas a ellos a notificar al emisor y a la CNMV las operaciones sobre los instrumentos financieros del emisor. La reforma eleva el umbral de notificación de 5.000 a 20.000 €/año y permite a los Estados miembros aumentarlo hasta 50.000 €/año o reducirlo a 10.000 €/año, según las condiciones del mercado nacional. En España, el umbral mínimo ya es de 20.000€/año por lo que lo relevante será si el legislador español hace uso de su facultad para ajustar este umbral como ya hizo en el pasado.

Proporcionalidad de las sanciones

- **Sistema proporcional.** Se introduce un sistema de sanciones más proporcional al tamaño de la empresa. En el caso de las personas jurídicas, el criterio para calcular el importe de las sanciones será el volumen de negocios anual total, en lugar de los beneficios anuales o el valor de mercado de los instrumentos financieros afectados. Esto asegura que las sanciones sean proporcionales a la capacidad económica de la entidad sancionada y no dependan de factores volátiles o externos.
- **Umbrales máximos en función del tipo de infracción y del volumen de negocios anual total,** que varían desde el 0,8% hasta el 15% del volumen de negocios anual total, o desde un millón hasta 15 millones de euros, lo que sea mayor.
- **Ajustes.** Los Estados miembros podrán establecer el mismo nivel máximo para todos los tipos de emisores o aplicar un nivel más bajo para las PYMES, expresado en importes absolutos, para garantizar un trato proporcional.



Además, la CNMV podrá aumentar el importe de las sanciones, hasta el máximo establecido por la legislación nacional en términos absolutos, en casos excepcionales en los que el importe resultante del cálculo basado en el volumen de negocios anual total sea desproporcionadamente bajo en relación con la gravedad de la infracción.

Otras novedades

- > **Listas de iniciados.** ESMA revisará las normas técnicas de las listas de iniciados a más tardar el 5 de septiembre de 2025 con el fin de ampliar el uso del actual formato simplificado previsto para PYMES en expansión a todos los emisores.
- > **“Puerto seguro” para programas de recompra y estabilización.** Se simplifica el procedimiento de notificación y difusión de las operaciones realizadas, permitiendo que la comunicación se haga de forma agregada y solo a la autoridad competente del mercado más importante en términos de liquidez.
- > **Front running.** Se amplía la definición de IP en relación con las órdenes pendientes relativas a instrumentos financieros. Además de la información que el cliente transmite a quien ejecuta la operación, se considerará IP a aquella información sobre órdenes futuras que puedan conocer los que gestionan cuentas propias o de un fondo gestionado, aunque no ejecuten las órdenes.
- > **Contratos de liquidez.** Se simplifica el proceso de celebración de estos contratos en mercados de PYMES en expansión, eliminándose el requisito de que sean aceptados por escrito por los operadores del mercado.
- > **Facultades y cooperación entre autoridades competentes.** Entre otros, se prevé la creación de un mecanismo de intercambio de órdenes entre las autoridades que supervisen mercados con una dimensión transfronteriza significativa.

Para obtener información adicional sobre el contenido de este documento puede enviar un mensaje a nuestro equipo del [Área de Conocimiento e Innovación](#) o dirigirse a su contacto habitual en Cuatrecasas.

©2024 CUATRECASAS

Reservados todos los derechos.

Este documento es una recopilación de información jurídica elaborada por Cuatrecasas.

La información y los comentarios que contiene no constituyen asesoramiento jurídico alguno.

Los derechos de propiedad intelectual sobre este documento son titularidad de Cuatrecasas.

Queda prohibido reproducir, distribuir, ceder y utilizar este documento de cualquier otro modo, en su totalidad o de forma extractada, sin la autorización de Cuatrecasas.

