

LETICIA PLA PÉREZ-SEOANE

ANTES DE QUE

EL MERCADO LO SEPA

Guía para emisores
sobre información privilegiada y divulgación

LETICIA PLA PÉREZ-SEOANE

ANTES DE QUE EL MERCADO LO SEPA

**Guía para emisores sobre información
privilegiada y su divulgación**

GRANADA, 2026

COMARES JURÍDICO

COLECCIÓN: LOS LIBROS DEL ALMACÉN

Director de la colección:
Jesús Alfaro Águila-Real

Los Libros del Almacén es una colección de monografías jurídicas que parte de los trabajos publicados en el blog <https://almacenederecho.org/>. El resultado no es una mera recopilación, sino obras con una nueva sistemática y contenidos actualizados, adaptados, y ampliados. La filosofía de Almacén de Derecho parte de aprovechar las plataformas digitales de comunicación para favorecer el debate y la puesta a disposición de ideas e información.

Diseño de colección:
Eloísa Ávila

Maquetación:
José Antonio Ruiz García

© Leticia Pla Pérez-Seoane

© Editorial Comares, 2026
Polígono Juncaril
C/ Baza, parcela 208
18220 Albolote (Granada) España
Tlf: 958 46 53 82

E-mail: libreriacomares@comares.com • www.comares.com
facebook.com/comares • twitter.com/comareseditor • instagram.com/editorialcomares

ISBN: 979-13-7033-113-9 • Depósito legal: Gr. 658/2026

IMPRESIÓN Y ENCUADERNACIÓN: COMARES

*A mis padres, por enseñarme a pensar.
A mis hijos, por recordarme para qué.*

SUMARIO

| | |
|------------------------------|------|
| PRÓLOGO. UN LIBRO RARO | XVII |
| INTRODUCCIÓN | XXI |

PARTE I DE LA DEFINICIÓN A LA DECISIÓN

CAPÍTULO 1 PRINCIPIOS FUNDAMENTALES Y EVOLUCIÓN NORMATIVA

| | |
|--|----|
| 1. TRANSPARENCIA, MERCADO Y EMISOR: UNA RELACIÓN FORZADA..... | 3 |
| 2. LA TENSIÓN ESTRUCTURAL COMO PREMISA NORMATIVA..... | 3 |
| 3. FUNDAMENTOS MATERIALES DEL RÉGIMEN EUROPEO | 4 |
| 3.1. Integridad del mercado: la correcta formación de los precios | 4 |
| 3.2. <i>Level playing field</i> : simetría informativa como condición mínima | 5 |
| 4. UNA PRIMERA APROXIMACIÓN AL CONCEPTO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA .. | 5 |
| 5. ANTECEDENTE COMUNITARIO DEL DEBER DE DIVULGACIÓN | 6 |
| 6. EL MODELO ESPAÑOL PIONERO: LA LEY DEL MERCADO DE VALORES DE 1988 .. | 6 |
| 7. PRIMERA ARMONIZACIÓN EUROPEA: LA DIRECTIVA 89/592/CEE (1989-2003) .. | 8 |
| 8. EL CAMBIO DE PARADIGMA: MAD (2003-2016) | 8 |
| 9. LA DIRECTIVA DE TRANSPARENCIA Y EL PROBLEMA DEL SOLAPAMIENTO..... | 9 |
| 10. TRANSPOSICIÓN EN ESPAÑA: UN SISTEMA EN CAPAS | 10 |
| 11. MAR: EL RÉGIMEN ACTUAL (2016-ACTUALIDAD)..... | 11 |
| 12. NOVEDADES DEL LISTING ACT | 13 |
| 13. ADAPTACIÓN DEL ORDENAMIENTO ESPAÑOL A MAR..... | 14 |
| 13.1. Reforma legal (2018) | 14 |
| 13.2. Separación de canales: el fin del hecho relevante (2020) | 15 |
| 14. CONCLUSIÓN: ESTABILIDAD NORMATIVA Y COMPLEJIDAD PRÁCTICA..... | 15 |

CAPÍTULO 2

LA DEFINICIÓN Y SUS ELEMENTOS

| | | |
|-------|--|----|
| 1. | LA DEFINICIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y SU ÁMBITO DE APLICACIÓN | 17 |
| 1.1. | Definición legal | 17 |
| 1.2. | Ámbito de aplicación objetivo | 18 |
| 2. | ELEMENTOS DE LA DEFINICIÓN | 19 |
| 2.1. | Carácter concreto (of a precise nature) | 19 |
| 2.2. | No publicidad | 26 |
| 2.3. | Relación con el emisor o con los instrumentos financieros | 29 |
| 2.4. | Capacidad para influir de manera apreciable en el precio (<i>would be likely to have a significant effect on the prices</i>) | 32 |
| 3. | LOS CRITERIOS DE IDENTIFICACIÓN EN ESPAÑA | 36 |
| 4. | LOS CRITERIOS DE PROBABILIDAD ITALIANOS | 37 |
| 4.1. | Magnitud de la operación subyacente a la información | 37 |
| 4.2. | Impacto en las actividades principales | 37 |
| 4.3. | Estado de desarrollo de la operación subyacente a la información | 37 |
| 4.4. | Relevancia de la información para el sector | 38 |
| 4.5. | Repercusión en las expectativas de los inversores y analistas financieros | 38 |
| 4.6. | Inclusión de la información en la coyuntura económica | 38 |
| 4.7. | Posicionamiento de la información en el contexto institucional del momento | 38 |
| 4.8. | Situaciones de hecho | 38 |
| 4.9. | Participación de varias unidades organizativas | 39 |
| 4.10. | Procesos descendentes | 39 |
| 4.11. | Encargos a consultores externos | 39 |
| 4.12. | Solicitud de financiación externa | 39 |
| 4.13. | Repercusión en la información ya hecha pública por el emisor | 39 |
| 5. | ENUMERACIONES HISTÓRICAS Y SUPERVISORAS | 39 |
| 5.1. | Directiva 79/279/CEE del Consejo, de 5 de marzo de 1979, relativa a la coordinación de las condiciones de admisión de valores a cotización oficial en una bolsa de valores | 40 |
| 5.2. | Committee of European Securities Regulators (CESR), Second set of CESR Guidance on the Market Abuse Directive, documento CESR/06-562b, de julio de 2007 | 40 |
| 5.3. | Circular 4/2009, de 4 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre comunicación de información relevante | 42 |
| 5.4. | Guía para emisores BaFin (2020) | 43 |
| 5.5. | Directrices sobre gestión de información privilegiada de CONSOB (2017) | 44 |
| 5.6. | Comunicado CNMV sobre la clasificación y canalización de la información privilegiada y otra información relevante, 2020 | 45 |
| 6. | CONSECUENCIAS DE LA EXISTENCIA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA | 46 |
| 7. | CONCLUSIÓN | 48 |

CAPÍTULO 3
DIVULGACIÓN Y RETRASO

| | | |
|------|--|----|
| 1. | LAS TRES ÚNICAS SALIDAS CUANDO EXISTE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA | 49 |
| 2. | EL EMISOR COMO SUJETO OBLIGADO Y ANOMALÍAS | 50 |
| 3. | LA AUTORIDAD COMPETENTE EN EL RÉGIMEN DE DIVULGACIÓN | 51 |
| 3.1. | Una noción funcional y dependiente de la obligación | 51 |
| 3.2. | La divulgación de información privilegiada: una obligación frente al mercado . | 52 |
| 3.3. | El sistema español | 53 |
| 3.4. | Ejemplos prácticos de autoridad competente encargada de supervisar la di- vulgación | 53 |
| 3.5. | Notificación del retraso en la divulgación | 53 |
| 3.6. | Operaciones de personas con responsabilidades de dirección («PDMRs») | 54 |
| 3.7. | Transparencia y abuso de mercado: la confusión del emisor (y con razón) | 54 |
| 4. | LA REGLA GENERAL: DIVULGAR LO ANTES POSIBLE | 56 |
| 5. | CANALES DE DIVULGACIÓN | 58 |
| 5.1. | Qué exige exactamente MAR sobre el «cómo» de la divulgación | 58 |
| 5.2. | Los requisitos técnicos y formales del nivel 2 | 59 |
| 5.3. | El sistema de divulgación de información privilegiada en España | 59 |
| 5.4. | Difusión a través de medios y sistemas del mercado en otras jurisdicciones . . | 60 |
| 5.5. | La web del emisor: obligación MAR, pero con fricción operativa real (filtros y accesibilidad) | 61 |
| 5.6. | Publicación simultánea y coherente | 62 |
| 5.7. | Redes sociales | 62 |
| 5.8. | European Single Access Point («ESAP») | 63 |
| 6. | CONTENIDO DE LA COMUNICACIÓN: QUÉ DEBE DECIR (Y QUÉ DEBE EVITAR) . . | 64 |
| 6.1. | Identificación formal y estructura básica de la comunicación | 64 |
| 6.2. | Principios de redacción: veracidad, claridad, completitud y neutralidad | 64 |
| 6.3. | Cuantificación, magnitudes y referencias comparativas | 65 |
| 6.4. | Contexto, antecedentes y continuidad informativa | 65 |
| 6.5. | Hechos sujetos a condiciones, autorizaciones o incertidumbres | 65 |
| 6.6. | Proyecciones, estimaciones y desviaciones posteriores | 66 |
| 6.7. | Criterios específicos: bloques y autocartera | 66 |
| 6.8. | Rectificaciones, complementos y subsanación de errores | 66 |
| 6.9. | El idioma de la comunicación: no basta con MAR | 66 |
| 7. | RETRASO EN LA DIVULGACIÓN | 67 |
| 7.1. | Que la difusión inmediata pueda perjudicar los intereses legítimos del emisor | 69 |
| 7.2. | Que el retraso en la difusión no pueda inducir al público a confusión o engaño <i>(is likely to mislead the public)</i> | 71 |
| 7.3. | Que el emisor esté en condiciones de garantizar la confidencialidad de la in- formación | 74 |
| 7.4. | Comunicación selectiva y obligación de divulgación reactiva | 76 |
| 7.5. | Trazabilidad y notificación del retraso | 78 |
| 7.6. | Particularidades del régimen de retraso para entidades de crédito y empresas de inversión | 79 |

| | |
|---|----|
| 8. QUÉ OCURRE CUANDO UNA INFORMACIÓN DEJA DE SER PRIVILEGIADA ANTES DE LA DIVULGACIÓN | 82 |
| 9. CONCLUSIÓN | 84 |

CAPÍTULO 4
PROCESOS PROLONGADOS

| | |
|--|-----|
| 1. INTRODUCCIÓN | 87 |
| 2. EL RÉGIMEN ORIGINAL DE MAR: PROCESOS PROLONGADOS Y ETAPAS INTER-MEDIAS | 88 |
| 3. LA RECONFIGURACIÓN DEL RÉGIMEN: DEL ANÁLISIS FASE POR FASE AL EVENTO FINAL | 91 |
| 4. EL ASESORAMIENTO TÉCNICO DE ESMA Y EL REGLAMENTO DELEGADO DE DESARROLLO: LA DELIMITACIÓN OPERATIVA DEL «EVENTO FINAL» | 92 |
| 4.1. Principios generales | 93 |
| 4.2. Aclaraciones relevantes | 93 |
| 4.3. La lista no exhaustiva | 94 |
| 5. CONCLUSIÓN | 100 |

PARTE II
DE LA DECISIÓN AL MERCADO

| | |
|-------------------------|-----|
| NOTA METODOLÓGICA | 105 |
|-------------------------|-----|

CAPÍTULO 5
OPERACIONES CON ACCIONES PROPIAS

| | |
|--|-----|
| PARTE I: CONTEXTO | 109 |
| 1. DESDE LA PERSPECTIVA ECONÓMICA | 109 |
| 2. LA SOSPECHA ORIGINAL | 109 |
| 3. CAPITAL Y CONTROL: LOS LÍMITES SOCIETARIOS DE LA RECOMPRA | 110 |
| 4. LA FRONTERA CON EL RÉGIMEN DE OPAS | 111 |
| 5. DE LA SOSPECHA SOCIETARIA A LA SOSPECHA DEL MERCADO | 112 |
| 6. EL PUERTO SEGURO: LOS PROGRAMAS DE RECOMPRA | 112 |
| 6.1. Requisitos estructurales: finalidad tasada, ejecución en mercado y asimetría .. | 113 |
| 6.2. Límites de volumen y precio | 115 |
| 6.3. Transparencia del programa | 115 |
| 6.4. Restricciones temporales | 117 |
| 7. REGLAMENTOS INTERNOS DE CONDUCTA: POLÍTICA DE AUTOCARTERA | 117 |
| 8. CRITERIOS DE CNMV SOBRE OPERATIVA DISCRECIONAL DE AUTOCARTERA (2013) Y SU RETIRADA (2020) | 118 |
| 8.1. Qué era la «operativa discrecional» y por qué preocupaba | 118 |
| 8.2. Qué recomendaba la CNMV en 2013: un «puerto seguro» fuera del puerto seguro | 119 |
| 8.3. El giro de 2020: la CNMV deja sin efecto los Criterios por incompatibilidad con MAR y por coherencia armonizadora | 120 |

- 8.4. Qué significa esto, en la práctica, para el capítulo: dos consecuencias que explican la evidencia empírica 120
- 8.5. Puente con el análisis empírico: qué vamos a mirar exactamente al estudiar las comunicaciones 121
- 8.6. Un último matiz antes de pasar a la práctica 121
- PARTE II: ANÁLISIS EMPÍRICO 122
- 9. PROGRAMAS DE RECOMPRA 122
 - 9.1. Anuncio de la puesta en marcha del programa 122
 - 9.2. Mismo emisor, distintos canales 123
 - 9.3. Interacción con accionistas significativos: tres modelos 125
 - 9.4. Uniformidad en la ejecución 125
- 10. RECOMPRAS FUERA DEL PUERTO SEGURO 126
 - 10.1. Compras en bloque fuera de mercado concurrentes con un programa en vigor 126
 - 10.2. Compras en el contexto de colocaciones aceleradas de accionistas relevantes 127
 - 10.3. Auto-OPA Naturgy 2025: anatomía completa de un proceso extraordinario. 128
- 11. VENTAS DE AUTOCARTERA 132
 - 11.1. Primera fase: colocación acelerada y compraventa bilateral con permuta financiera 132
 - 11.2. Segunda fase: nueva colocación acelerada 133
- 12. OTRAS VÍAS DE COLOCACIÓN DE AUTOCARTERA 133
 - 12.1. Ventas bilaterales o a varios compradores fuera de mercado 134
 - 12.2. Fully Marketed Offerings («FMO») 134
 - 12.3. *Dribble out*: ventas sostenidas en mercado 134
- 13. CONCLUSIÓN 135

CAPÍTULO 6

COLOCACIONES ACELERADAS

- PARTE I: CONTEXTO 137
- 1. CONCEPTO Y FUNCIONAMIENTO 137
- 2. TIPOLOGÍA ESTRUCTURAL: PRIMARIAS, SECUNDARIAS, MIXTAS E INSTRUMENTALES 138
 - 2.1. ABOs de primario: aumentos con exclusión del derecho de suscripción preferente 138
 - 2.2. ABOs de secundario: bloques 139
 - 2.3. ABOs mixtos: primario y secundario 139
 - 2.4. ABOs instrumentales o accesorios 140
- 3. CONFIGURACIÓN TEMPORAL Y NACIMIENTO DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN LAS COLOCACIONES ACELERADAS 141
- 4. WALL-CROSSING Y CLEANSING STRATEGY 142
- PARTE II: ANÁLISIS EMPÍRICO 142
- 5. PATRÓN DE DIVULGACIÓN OBSERVADO EN LA MUESTRA 142
- 6. ABOS DE PRIMARIO: TÉCNICA UNIFORME, ARQUITECTURA DIVERGENTE 144
 - 6.1. La exclusión del derecho de suscripción preferente como presupuesto estructural del ABO 144
 - 6.2. El precio y el descuento 146

| | |
|--|-----|
| 6.3. La finalidad del aumento: el verdadero contenido del «interés social» | 147 |
| 6.4. La posición de los accionistas. | 149 |
| 6.5. El contrato de colocación y aseguramiento. | 152 |
| 6.6. El universo de destinatarios y las técnicas de exención de folleto | 153 |
| 6.7. <i>Lock-up</i> | 154 |
| 6.8. El calendario y su lógica internacional | 154 |
| 6.9. Síntesis de los patrones de divulgación | 155 |
| 7. ABOS DE SECUNDARIO: BLOQUES | 156 |
| 8. CONCLUSIÓN | 159 |

CAPÍTULO 7

AUMENTOS DE CAPITAL CON DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

| | |
|---|-----|
| PARTE I: CONTEXTO | 161 |
| 1. CONFIGURACIÓN SOCIETARIA DEL AUMENTO CON DERECHOS | 161 |
| 2. ESTRUCTURA DE LA OPERACIÓN: RONDAS DE SUSCRIPCIÓN | 162 |
| 2.1. Periodo de suscripción preferente. | 162 |
| 2.2. Periodo de asignación adicional. | 162 |
| 2.3. Periodo de adjudicación discrecional | 163 |
| 3. EL ASEGURAMIENTO DEL AUMENTO Y SU RELEVANCIA PARA LA GESTIÓN DE LA INFORMACIÓN PRIVILEGIADA. | 164 |
| 3.1. Acuerdos preliminares de aseguramiento | 164 |
| 3.2. El contrato de aseguramiento definitivo | 164 |
| 3.3. Relevancia para la gestión de la información privilegiada | 165 |
| 4. PARTICIPACIÓN DE ACCIONISTAS SIGNIFICATIVOS. | 166 |
| 5. FOLLETO Y LA REFORMA DEL LISTING ACT | 167 |
| 6. UN PROCESO PROLONGADO DESDE LA PERSPECTIVA MAR. | 167 |
| PARTE II: ANÁLISIS EMPÍRICO | 168 |
| 7. PANORAMA DE LA MUESTRA ANALIZADA | 168 |
| 8. LA SECUENCIA DE DIVULGACIÓN EN LOS RIGHTS ISSUES. | 168 |
| 9. ANÁLISIS DE LOS CASOS CONCRETOS. | 169 |
| 9.1. Técnicas Reunidas 2023 | 169 |
| 9.2. Cellnex 2021 | 170 |
| 9.3. Amper 2023 | 171 |
| 9.4. Amper 2025 | 172 |
| 10. CONCLUSIÓN | 172 |

CAPÍTULO 8

SALIDAS A BOLSA

| | |
|---|-----|
| 1. LA ACTIVACIÓN DE MAR EN UN IPO | 175 |
| 2. EL CASO BASE: MAR NO APLICA HASTA LA SOLICITUD DE ADMISIÓN. | 176 |
| 3. SALIDA A BOLSA DE UNA FILIAL DE UNA SOCIEDAD COTIZADA. | 177 |
| 4. SALIDA A BOLSA DE UNA SOCIEDAD CON BONOS ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN | 178 |
| 5. CONCLUSIÓN | 180 |

CAPÍTULO 9
OPERACIONES DE FINANCIACIÓN

| | | |
|----|--|-----|
| 1. | FINANCIACIÓN BANCARIA..... | 184 |
| 2. | EMISIONES DE BONOS..... | 185 |
| | 2.1. Deterioro del perfil crediticio o riesgo de impago..... | 186 |
| | 2.2. Modificaciones de los términos de la deuda..... | 186 |
| | 2.3. Operaciones de <i>liability management</i> | 186 |
| | 2.4. Eventos contractuales de la emisión..... | 187 |
| 3. | <i>EQUITY-LINKED</i> | 187 |
| 4. | CONCLUSIÓN..... | 188 |

CAPÍTULO 10
REFINANCIACIONES Y REESTRUCTURACIONES

| | | |
|----------------------------------|--|-----|
| PARTE I: CONTEXTO | | 191 |
| 1. | PROCESOS PROLONGADOS | 191 |
| 2. | CRONOLOGÍA TÍPICA DE UN PROCESO DE REFINANCIACIÓN O REESTRUCTURACIÓN | 192 |
| | 2.1. Aparición de tensiones financieras | 192 |
| | 2.2. Inicio de negociaciones con acreedores..... | 192 |
| | 2.3. Elaboración de una solución de reestructuración..... | 192 |
| | 2.4. Formalización o validación de la solución | 193 |
| | 2.5. Eventual fracaso del proceso | 193 |
| 3. | UN ÚNICO ECOSISTEMA Y PROCESOS PROLONGADOS ENCADENADOS..... | 193 |
| PARTE II: ANÁLISIS EMPÍRICO..... | | 193 |
| 4. | CASOS PRÁCTICOS..... | 193 |
| | 4.1. Soltec (2024-2025)..... | 194 |
| | 4.2. Ecolumber (2021-2025) | 199 |
| 5. | DOS DESENLACES POSIBLES DE UN MISMO PROCESO | 202 |
| 6. | EL IMPACTO DE LAS MODIFICACIONES DEL LISTING ACT EN LAS COMUNICACIONES DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN ESTOS PROCESOS | 203 |
| | 6.1. Procesos prolongados encadenados y eventos finales..... | 203 |
| | 6.2. Comunicaciones que dejan de ser necesarias con el Listing Act | 204 |
| 7. | CONCLUSIONES..... | 205 |

CAPÍTULO 11
FUSIONES Y ADQUISICIONES

| | | |
|----|--|-----|
| 1. | LAS OPERACIONES DE M&A COMO PROCESO PROLONGADO | 207 |
| 2. | LAS DINÁMICAS DE DIVULGACIÓN EN LOS PROCESOS DE M&A..... | 209 |
| | 2.1. Operaciones comunicadas directamente en el momento del acuerdo definitivo | 209 |
| | 2.2. Fusión de dos sociedades cotizadas..... | 210 |
| | 2.3. Comunicaciones en fases intermedias y reacción a rumores..... | 212 |

| | | |
|------|--|-----|
| 3. | EL EVENTO FINAL TRAS EL LISTING ACT..... | 214 |
| 3.1. | Aplicación a los ejemplos analizados | 214 |
| 4. | CONCLUSIONES..... | 215 |

CAPÍTULO 12

OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN

| | | |
|----------------------------------|---|-----|
| PARTE I: CONTEXTO | 217 | |
| 1. | INTRODUCCIÓN: LAS OPAS COMO PROCESOS CORPORATIVOS SINGULARMENTE REGULADOS..... | 217 |
| 2. | TIPOLOGÍA DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN | 218 |
| 3. | LA ESTRUCTURA PROCEDIMENTAL DE LAS OPAS Y SUS OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN | 219 |
| 4. | LA INTERACCIÓN ENTRE MAR, EL RÉGIMEN DE OPAS Y LA NORMATIVA DE FOLLETOS..... | 220 |
| 4.1. | OPA pagada íntegramente en efectivo..... | 221 |
| 4.2. | OPA con contraprestación en acciones u otros valores | 221 |
| 4.3. | Operaciones que pueden acogerse a la exención de folleto | 221 |
| 4.4. | Síntesis..... | 221 |
| 5. | EL ANUNCIO PREVIO DE OPA: EL MOMENTO DE DIVULGACIÓN..... | 222 |
| PARTE II: ANÁLISIS EMPÍRICO..... | 223 | |
| 6. | LA DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE OPAS EN LA PRÁCTICA DE MERCADO | 223 |
| 6.1. | IFM – Naturgy (2021): OPA voluntaria parcial (amistosa) | 223 |
| 6.2. | Enseñanzas del caso sobre el uso de información privilegiada | 224 |
| 6.3. | BBVA – Sabadell (2024-2025): OPA voluntaria total (hostil)..... | 226 |
| 6.4. | Siemens Gamesa: OPA de exclusión | 228 |
| 7. | CONCLUSIONES..... | 231 |

CAPÍTULO 13

INFORMACIÓN FINANCIERA

| | | |
|----------------------------------|---|-----|
| PARTE I: CONTEXTO | 233 | |
| 1. | UNA CATEGORÍA INFORMATIVA PARTICULARMENTE COMPLEJA | 233 |
| 2. | EL PAPEL DECISIVO DE LAS EXPECTATIVAS DEL MERCADO | 234 |
| 3. | RESULTADOS FINANCIEROS Y PROCESOS PROLONGADOS..... | 235 |
| 4. | <i>PROFIT WARNINGS</i> , SORPRESAS EN RESULTADOS Y REVISIONES DE PREVISIONES..... | 236 |
| 5. | LA INTERACCIÓN CON EL RÉGIMEN DE TRANSPARENCIA..... | 238 |
| PARTE II: ANÁLISIS EMPÍRICO..... | 239 | |
| 6. | LA PRÁCTICA DE MERCADO: CÓMO SE COMUNICA LA INFORMACIÓN FINANCIERA EN LA MUESTRA | 239 |
| 6.1. | La información financiera que constituye información privilegiada genuina ... | 240 |
| 6.2. | Resultados financieros publicados como información privilegiada de forma recurrente | 241 |

| | |
|---|-----|
| 7. EMISORES QUE UTILIZAN EL CANAL DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA SOLO EN DETERMINADAS CIRCUNSTANCIAS | 243 |
| 8. EMISORES QUE NO UTILIZAN EL CANAL DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA PARA RESULTADOS ORDINARIOS | 244 |
| 9. RESULTADOS FINANCIEROS COMUNICADOS JUNTO CON OTRAS DECISIONES. | 245 |
| 10. CONCLUSIONES. | 247 |

CAPÍTULO 14

GOBIERNO CORPORATIVO

| | |
|---|-----|
| 1. GOBIERNO CORPORATIVO COMO CATEGORÍA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA | 249 |
| 2. EL MOMENTO DE DIVULGACIÓN: EL EVENTO FINAL EN LOS PROCESOS DE GOBIERNO CORPORATIVO. | 250 |
| 3. CAMBIOS EN LA ALTA DIRECCIÓN DEL EMISOR | 252 |
| 4. REORGANIZACIÓN DEL CONSEJO Y CRISIS DE GOBIERNO CORPORATIVO | 254 |
| 5. EL PAPEL DEL ACCIONISTA SIGNIFICATIVO EN LA GENERACIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA DE GOBIERNO CORPORATIVO | 258 |
| 6. CONCLUSIONES. | 259 |

PARTE III

CUANDO EL MERCADO LO SABE

CAPÍTULO 15

ANÁLISIS DEL IMPACTO EN PRECIOS

| | |
|---|-----|
| 1. NOTA PRELIMINAR | 263 |
| 2. OPERACIONES DE MERCADO DE CAPITALES. | 264 |
| 2.1. Naturgy — Auto-OPA de recompra de acciones propias | 264 |
| 2.2. Iberdrola — ABO de primario. | 265 |
| 2.3. Cellnex — Bloque. | 266 |
| 2.4. Técnicas Reunidas — Rights issue | 266 |
| 2.5. IAG — Emisión de bonos convertibles. | 267 |
| 3. OPERACIONES SOCIETARIAS. | 267 |
| 3.1. Neinor y Quabit — Anuncio de fusión. | 267 |
| 3.2. BBVA y Banco Sabadell — Anuncio de la OPA y resultado final. | 268 |
| 4. INFORMACIÓN FINANCIERA | 269 |
| 4.1. Soltec — Inicio de negociaciones con acreedores para un plan de reestructuración | 269 |
| 4.2. Siemens Gamesa — <i>Profit warning</i> | 270 |
| 5. GOBIERNO CORPORATIVO. | 271 |
| 5.1. Indra — Primer y segundo evento de gobierno corporativo. | 271 |
| 6. CONCLUSIONES. | 272 |
| EPÍLOGO | 275 |
| AGRADECIMIENTOS. | 279 |
| BIBLIOGRAFÍA. | 281 |

PRÓLOGO

UN LIBRO RARO

«Antes de que el mercado lo sepa», el libro que tienes, lector, en tus manos (o en tu pantalla), es un libro raro. Raro en el sentido de «rare» en inglés, escaso o poco usual, insólito, pero sin ningún matiz negativo. Todo lo contrario, uso este adjetivo para destacar el valor de la obra, su interés excepcional, que se trata de una joya que se sale del patrón común.

Un libro escrito por alguien, Leticia Pla, que, a pesar de su juventud, ha estado involucrada en innumerables operaciones y situaciones, a veces muy complejas, relacionadas con el mercado de valores. En una primera etapa, como abogada desde Linklaters y, durante un periodo más corto, trabajando en la asesoría jurídica de CaixaBank, en salidas a bolsa, emisiones de bonos simples o convertibles, aumentos de capital de diverso tipo, programas de recompra y otras muchas operaciones y situaciones en las que el alcance e interpretación de la normativa de mercado de valores estaba en juego. Después, en una segunda fase, como responsable de gestión del conocimiento del equipo de mercado de capitales de Linklaters Madrid, dedicada a analizar y resolver, discretamente, en un segundo plano y con mirada intelectual, las numerosas cuestiones y dudas que plantea el asesoramiento jurídico relacionado con los mercados financieros. El bagaje acumulado por Leticia, sumando estas dos etapas, impresionante, se ve plenamente reflejado en un libro como este.

Tras una primera parte teórica, centrada en el concepto y régimen legal de la información privilegiada (incluidos los recientes cambios derivados de la llamada Listing Act), la obra contiene una segunda en la que, de un modo muy ameno, se recoge, sistematiza y valora información de gran interés teórico y práctico acerca de cómo los emisores vienen aplicando dicho régimen en muy diversos aspectos. El subtítulo del libro «guía para emisores sobre información privilegiada y su divulgación» lo dice todo.

El libro aborda materias con las que estoy especialmente familiarizado y lo hace recordando cómo ha evolucionado la normativa y práctica sobre ellas en los últimos cuarenta años. Me ha agradado, por ejemplo, que en él se recuerde la Directiva sobre

información privilegiada de 1989, en cuya elaboración estuve personalmente involucrado. Su texto quedó ultimado a finales de 1988 en un comité dependiente del Consejo de Ministros de la entonces Comunidad Económica Europea (CEE) que presidí (no por ningún mérito especial, sino porque el proceso coincidió en el tiempo con la primera presidencia española de la CEE, que dio lugar a que una legión de funcionarios españoles, incluidos algunos que entonces éramos todavía muy jóvenes, tuviéramos que liderar comités y grupos de trabajo de todo tipo).

Otro aspecto que me ha parecido muy interesante es cómo se explica en el libro el modo en que ha evolucionado la obligación de publicar información relevante o privilegiada, llamándose la atención sobre el carácter pionero de la Ley 24/1988, del Mercado de valores (LMV) en este punto. El artículo 82 de la LMV, en su versión inicial, por cierto, no utilizaba las expresiones «información relevante» o «hecho relevante» tan usadas todavía en la práctica de nuestro mercado, a pesar de que el Reglamento de abuso de mercado (MAR) ha impuesto desde 2016 la expresión «información privilegiada» también con referencia a la obligación de publicar la información verdaderamente sensible para la cotización. *«Los emisores de valores deberán informar al público, en el más breve plazo posible, de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los mismos»*, decía simplemente dicho artículo 82. Y el artículo inmediato anterior, el 81, en su apartado tercero, referido a la prohibición de operar con información privilegiada, definía ésta en línea con la mencionada Directiva de 1989, y ahora también con MAR, como *«toda información de carácter concreto, que se refiera a uno o varios emisores de valores o a uno o varios valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría o habría podido influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o esos valores»*.

Siempre he pensado que el concepto de información relevante del artículo 82 de la LMV y el de información privilegiada del artículo 81.3 de la propia LMV eran el mismo, por mucho que al aplicarlo en un contexto disciplinario (para determinar si se ha infringido la prohibición de operar, o, mejor, de operar usando información privilegiada) se tendiera de modo natural a seguir un enfoque más exigente y restrictivo. En todo caso, la utilización de la expresión «información privilegiada» en el contexto de la obligación de publicación (que resulta algo chocante: se etiqueta la información como privilegiada al difundirla) creo que ha contribuido a alinear el concepto en uno y otro ámbito al propiciar un entendimiento más restringido también a efectos del deber de publicar.

Uno de los problemas, precisamente, que planteaba la práctica en este ámbito anterior a 2020, año en el que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) estableció canales separados para comunicar la información privilegiada y «otras informaciones relevantes», era la utilización indiscriminada, para cualquier tipo de información, de un canal pensado sólo para la difusión de informaciones verdaderamente sensibles o relevantes.

En el momento en el que hubo que adaptar nuestra legislación interna a MAR se plantearon dos dilemas. En primer lugar, si mantener a la CNMV como cauce obli-

gado para la comunicación de informaciones privilegiadas por parte de las compañías cotizadas, lo que podía considerarse una rareza a nivel europeo. En segundo lugar, de ser la respuesta positiva, si tenía sentido mantener ese cauce también en relación con informaciones de mayor o menor interés, pero distintas de la información privilegiada. En la CNMV tuvimos un cierto debate interno sobre estas dos cuestiones, que concluyó con la decisión de proponer el texto de los actuales artículos 226 y 227 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. El artículo 226 mantiene la obligación de hacer públicas a través de la CNMV las informaciones privilegiadas (sin perjuicio de que puedan difundirse por otras vías) y el artículo 227, de modo medido, señala que las compañías cotizadas comunicarán también a la CNMV aquellas otras informaciones *«que consideren necesario, por su especial interés, difundir entre los inversores»*. Se trata de que cuando una compañía decida difundir una determinada información que no deba ser considerada información privilegiada por considerarlo interesante para el mercado lo haga a través, o también a través, de la CNMV. Una solución original, pero que ha tenido la virtud de preservar el fondo de comercio acumulado durante tantos años por la CNMV como difusor de información y, junto a la neta separación del canal de difusión de la información privilegiada, contribuir al orden y claridad del mercado.

No obstante, nada es perfecto, y como se explica en el libro, en la práctica muchas veces no está claro qué cauce utilizar. El mismo tipo de información en ocasiones se publica como información privilegiada y en otras como «otra información relevante», algo que tiene que ver con que muchas veces no es fácil determinar cuándo una información es verdaderamente una información privilegiada, pero que, en otras, guarda relación con una utilización táctica de uno y otro cauce. A veces, interesa realzar al máximo una información positiva y para ello se opta por publicarla como información privilegiada. Y también hay casos de informaciones de gran relevancia, pero de sentido negativo, que se publican como «otra información relevante» para restarles importancia, confiando en que, en su caso, no habrá más reacción por parte de la CNMV que instar a su correcta publicación.

El libro dedica también un capítulo, muy interesante, a tratar de la actividad de las compañías cotizadas con la autocartera. Me permito añadir a lo que en él se cuenta cuál fue el enfoque inicial del deber de las compañías cotizadas de reportar a la CNMV las operaciones sobre sus propias acciones y cómo ha evolucionado con el tiempo. Se trata de un deber que estableció la disposición adicional primera del Real Decreto Legislativo de 1989 que aprobó un texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y cuyo alcance precisó el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas, entre otras cosas para establecer que el cómputo del 1 % determinante de la obligación de comunicar las operaciones debía hacerse en términos brutos, sin deducir las ventas. La razón de ello era el entendimiento, en aquel momento, de este deber de comunicación como una pura herramienta de supervisión. Se trataba, dado que la operativa de autocartera siempre ha suscitado dudas por riesgo

de manipulación, de que aquellas compañías cotizadas que tuvieran una actividad significativa operando con sus propias acciones comunicaran de modo frecuente y sistemático todas sus operaciones a la CNMV a efectos de mera supervisión. Posteriormente, coincidiendo con la transposición de la Directiva de transparencia de 2004, el Real Decreto 1362/2007 dispuso que toda esa información fuera inmediatamente pública, algo desde luego ajeno a la intención del legislador (legal y reglamentario) de finales de los 80 y principios de los 90.

Actualmente, como se cuenta en el libro, el sistema está en vías de reforma para referir el deber de comunicación relacionado con la autocartera al hecho de alcanzar el 3, 5 o 10 % y no a todas y cada una de las operaciones realizadas. Ello es comprensible. En un contexto de creciente armonización a nivel europeo, tiene poco sentido un sistema de *reporting* que no existe en otros países. En ámbitos como el de la regulación del mercado de capitales, cuantas menos «eñes», mejor. Lógicamente, la CNMV tendrá que plantearse una estrategia de supervisión diferente de la siempre sensible operativa sobre operaciones propias.

En fin, concluyo felicitando a la autora. Antes de saber que Leticia estaba escribiendo un libro como este tenía ya un gran concepto de ella por su conocimiento y dominio de estas materias y en general del Derecho del mercado de valores. Ahora, tras leerlo, uno a tan buen concepto un sentimiento de genuina admiración.

Y una última cosa: el libro está magníficamente escrito. Lenguaje claro y fácilmente legible (nada de grises, ni siquiera de grises que se van aclarando...). Y a la vez un lenguaje bello, propio de alguien con verdadera vis literaria.

Sebastián ALBELLA AMIGO
Socio de Linklaters.
Ex Presidente de la CNMV

INTRODUCCIÓN

Si el Reglamento sobre Abuso de Mercado («**MAR**») fuese de un color, sería gris. Ni blanco ni negro, gris.

Negro es la opacidad absoluta. Es la idea que aún no ha tomado forma, la posibilidad remota, la conversación que no ha superado el umbral de la especulación. En el negro, el Derecho todavía no interviene. No hay información privilegiada porque no hay información en sentido jurídico.

El gris aparece cuando algo comienza a existir.

Al principio es un gris oscuro. El proceso se inicia, la intención se perfila, la negociación deja de ser hipotética. Aún no hay decisión, aún no hay firma, aún no hay notificación formal. Pero ya no estamos en la nada. El Derecho empieza a observar.

El gris se aclara a medida que el proceso madura. Se definen términos esenciales. Se reducen alternativas. La probabilidad aumenta. El evento final se aproxima. En ese gris cada vez más claro se concentran las decisiones más delicadas del emisor: si la información ya es concreta, si puede influir en el precio, si debe divulgarse o puede retrasarse. No hay automatismos. Hay juicio.

Y, finalmente, blanco.

Blanco es la luz del mercado. Es la divulgación. Es el momento en que la información deja de ser interna y se convierte en pública, cuando abandona la esfera del emisor y pasa a formar parte del proceso de formación de precios.

MAR no está diseñado para operar en los extremos. No se ocupa de lo negro ni de lo blanco. Se ocupa de la transición. De ese desplazamiento progresivo desde la oscuridad hacia la luz. De determinar en qué punto el gris ha perdido suficiente densidad como para exigir transparencia.

La reforma introducida por el Listing Act no elimina esta escala. No transforma el sistema en una lógica binaria. Lo que intenta es fijar con mayor precisión el instante en el que el gris se vuelve lo suficientemente claro como para desencadenar la obligación de publicar: el evento final. Pero incluso esa técnica confirma la tesis central: la información privilegiada no nace blanca; se va aclarando.

Este libro trata precisamente de esa escala. De cómo identificar sus tonalidades, de cómo gestionar jurídicamente el tránsito entre ellas y de cómo evitar que el mercado reciba información demasiado pronto —cuando aún es opaca— o demasiado tarde —cuando ya debería haber salido a la luz.

MAR es gris porque el tiempo es gris. Porque los procesos no son instantáneos. Porque la información no surge acabada. Y porque el Derecho exige decidir en ese territorio intermedio donde nada es todavía blanco, pero tampoco es ya negro.

El Reglamento europeo de abuso de mercado define la información privilegiada de forma aparentemente clara, pero esa definición se construye en realidad sobre conceptos jurídicos abiertos. Expresiones como información suficientemente concreta, inversor razonable o efecto significativo en el precio no describen categorías cerradas, sino estándares que deben interpretarse caso por caso.

Esta indeterminación no es un defecto del sistema. Es una elección deliberada del legislador europeo, consciente de que los mercados evolucionan más rápido que cualquier catálogo de supuestos.

La consecuencia es inevitable: aplicar el régimen de información privilegiada implica interpretar continuamente una zona gris.

Este libro parte de una premisa simple: la teoría, por sí sola, no basta para comprender la norma.

Por ello combina dos planos de análisis que rara vez se estudian conjuntamente. Por un lado, ordena de forma sistemática el complejo entramado normativo, doctrinal y supervisor que rodea la definición de información privilegiada en el Derecho europeo. Por otro, analiza cinco años de comunicaciones de información privilegiada publicadas por emisores cotizados en CNMV, agrupándolas por los principales tipos de operaciones corporativas que las generan —autocartera, colocaciones aceleradas, salidas a bolsa, M&A, OPAs, refinanciaciones y reestructuraciones, gobierno corporativo— con el fin de observar cómo se aplican realmente estas normas en la práctica del mercado.

El resultado es un diálogo constante entre teoría y práctica: la interpretación jurídica permite comprender mejor las comunicaciones de los emisores, y el análisis de esas comunicaciones revela cómo se concretan en la realidad los estándares abiertos del Reglamento sobre abuso de mercado.

La obra incorpora además el análisis de la reforma introducida por el Listing Act, aplicable desde el 5 de junio de 2026, evaluando cómo las nuevas reglas afectan a la gestión de la información privilegiada en las operaciones más habituales del mercado.

En un régimen construido deliberadamente sobre estándares abiertos, no existen listas cerradas ni respuestas automáticas. Lo que sí puede construirse es un método.

Este libro pretende ofrecer precisamente eso: un marco para interpretar las reglas del juego antes de que el mercado lo sepa.

