



NOTA INFORMATIVA

Modificación del régimen sobre abuso de mercado por la *Listing Act*

Se actualiza el **Reglamento sobre Abuso de Mercado** que incluye novedades en materia de obligaciones sobre difusión de información privilegiada, la práctica de prospección de mercado, el régimen de operaciones por personas con responsabilidad de dirección, el formato de las listas de iniciados y el régimen sancionador.



Lo que destacamos:

- ❖ **Principal modificación en relación con la práctica de prospección de mercado (entrada en vigor el 4 de diciembre de 2024):**
 - Se aclara que el cumplimiento de determinados requisitos en el ámbito de los "sondeos" realizados en el marco de una actividad de prospección de mercado tienen el carácter de puerto seguro (*safe harbour*) y, por tanto, es opcional para los emisores.
- ❖ **Principales modificaciones en relación con el régimen de divulgación de información privilegiada (entrada en vigor el 5 de junio de 2026):**
 - Se elimina la obligación de divulgar información relativa a las etapas intermedias de los denominados procesos prolongados, debiéndose informar sobre el suceso o circunstancias que produzca como resultado el suceso definitivo.
 - Se introducen determinadas modificaciones que afectan al régimen relativo al retraso en la divulgación de información privilegiada.
- ❖ **Principal modificación que afecta al régimen de información relativo a los programas de recompra de acciones propias (entrada en vigor el 4 de diciembre de 2024):**
 - Se simplifica el régimen de información relativo a las operaciones realizadas en el marco de los programas de recompra, permitiendo la comunicación únicamente de información de manera agregada.
- ❖ **Principal modificación que afecta al régimen de operaciones realizadas por personas con responsabilidad de dirección (entrada en vigor el 4 de diciembre de 2024):**
 - Se introducen nuevas excepciones a la prohibición de operar en los denominados *closed* o *blackout periods*.
- ❖ **Principal modificación que afecta al régimen de listas de iniciados (entrada en vigor el 4 de diciembre de 2024):**
 - Se delega en ESMA la revisión del formato de las listas de iniciados para extender a todos los emisores el formato simplificado de lista de iniciados que elaboran los emisores en mercados de pymes en expansión.
- ❖ **Principal modificación que afecta régimen sancionador (entrada en vigor el 4 de diciembre de 2024):**
 - Se introducen criterios de proporcionalidad al tamaño de los emisores en las sanciones.





(I) Introducción

El 14 de noviembre de 2024 se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea el [Reglamento \(UE\) 2024/2809 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2024](#) (el “**Reglamento (UE) 2024/2809, de 23 de octubre**”), que forma parte del paquete legislativo al que la Comisión Europea se ha referido como “Listing Act” ([enlace](#)).

En esta nota informativa se analizan las novedades introducidas por el Reglamento (UE) 2024/2809, de 23 de octubre, en el Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (el “**Reglamento sobre Abuso de Mercado**” o “**RAM**”).

El Reglamento sobre Abuso de Mercado establece un marco sólido para preservar la integridad del mercado y la confianza de los inversores mediante la prevención de las operaciones con información privilegiada, su divulgación ilícita y la manipulación del mercado.

La reforma del Reglamento sobre Abuso de Mercado se justifica, en términos del Reglamento (UE) 2024/2809, de 23 de octubre (considerando 61), en que algunas de las obligaciones que se exigen a los emisores representan “*una carga especialmente elevada*”.

En este sentido, con la finalidad de “*augmentar el atractivo general de los mercados de capitales de la Unión, garantizando al mismo tiempo un nivel adecuado de protección de los inversores y de integridad del mercado*”, las modificaciones se orientan a **proporcionar mayor seguridad jurídica** y abordar los requisitos desproporcionados para los emisores.

(II) Principales modificaciones del reglamento sobre abuso de mercado

- **Modificaciones que afectan al régimen de información relativo a los programas de recompra de acciones propias (entrada en vigor el 4 de diciembre de 2024)**.

El Reglamento sobre Abuso de Mercado (ex art. 5 RAM) establece un puerto seguro (*safe harbour*) para los programas de recompra y las medidas de estabilización, que constituye una excepción a la prohibición de realizar determinadas conductas con información privilegiada y de manipular el mercado siempre y cuando se cumplan con determinados requisitos de información.

Con la reforma del Reglamento sobre Abuso de Mercado, **se simplifican determinados requisitos de información para los programas de recompra de acciones propias** por considerarse “*excesivamente gravosos*” conforme se indica en el Reglamento (UE) 2024/2809, de 23 de octubre (considerando 62):

- En el caso de acciones admitidas a negociación en varios mercados, el emisor únicamente tendrá que comunicar todas las operaciones a la autoridad competente del mercado más importante en términos de liquidez para sus acciones (anteriormente, las operaciones debían notificarse a cada centro de negociación en el que se admitieran o negociaran las acciones).



- La información relativa a las operaciones realizadas en el marco de los programas de recompra se podrá divulgar de manera agregada, indicando el volumen agregado y el precio medio ponderado por día y centro de negociación.
- **Modificación de uno de los tipos de información que tienen la consideración de “información privilegiada” (entrada en vigor el 4 de diciembre de 2024).**

Se amplía el concepto de información privilegiada (ex art. 7 RAM) relacionado con la práctica comúnmente conocida como front running (operativa anticipada o pendiente de ejecución de los clientes). La nueva definición no se limita a la información que, teniendo la consideración de privilegiada, pudieran conocer las personas encargadas de la ejecución de órdenes, sino que **se amplía para incluir a todas las categorías de personas que puedan tener conocimiento de una orden futura (aunque no ejecuten las órdenes)**.

En este sentido, entre los tipos de información que tendrán la consideración de información privilegiada conforme a lo previsto en el artículo 7 del Reglamento sobre Abuso de Mercado se encuentra aquella información sobre las órdenes pendientes de ejecución que, reuniendo las condiciones para ser considerada privilegiada, es transmitida por otras personas que actúen en nombre o por cuenta del cliente, así como aquella a la que se ha tenido acceso en virtud de la gestión de una cuenta propia o de un fondo gestionado.

- **Modificaciones en relación con la práctica de prospección de mercado (entrada en vigor el 4 de diciembre de 2024).**

El Reglamento sobre Abuso de Mercado establece un régimen de registro y divulgación minucioso en relación con la práctica de prospección de mercado, esto es, la comunicación de información a uno o más inversores potenciales, con anterioridad al anuncio de una operación, a fin de evaluar su interés en una posible operación y sus condiciones, como su precio o volumen potencial.

La prospección de mercado constituye una práctica establecida que, en términos del legislador, es un instrumento “*muy valioso*” (considerando 32 del RAM) que “*contribuye a la eficiencia de los mercados de capitales*” (considerando 64 del Reglamento (UE) 2024/2809, de 23 de octubre). No obstante, puede exigir la divulgación de información privilegiada a inversores potenciales y exponer a las partes implicadas a riesgos jurídicos.

Para abordar estos riesgos, la reforma del Reglamento sobre Abuso de Mercado aclara (considerando 65 del Reglamento (UE) 2024/2809, de 23 de octubre) que **el cumplimiento de los requisitos establecidos en el nuevo artículo 11.4 del RAM tiene el carácter de puerto seguro** y, por tanto, es opcional para los participantes del mercado. De este modo, no se presumirá que, en el ámbito de una prospección de mercado, se ha divulgado ilegalmente información privilegiada cuando los participantes que comunican información no cumplan con los requisitos establecidos en el artículo 11.4 del RAM y éstos, a su vez, no podrán beneficiarse de la protección concedida por el puerto seguro.



Adicionalmente, se dispone que, con independencia de si los participantes siguen el procedimiento opcional para beneficiarse de la protección del puerto seguro, éstos han de cumplir en cualquier caso con **las obligaciones de análisis y registro sobre las implicaciones de comunicar información privilegiada en el marco de una prospección de mercado** (ex art. 11.3 del RAM), así como con **la obligación de informar a los receptores de la pérdida del carácter privilegiado de la información previamente divulgada**, salvo que dicha información se haya anunciado públicamente de otro modo (ex art. 11.6 del RAM).

Por otra parte, se aclara que **la definición de prospección de mercado incluye la comunicación de información a potenciales inversores no seguida de ningún anuncio específico de una operación ("si la hubiera")**, esto es, relativa a operaciones potenciales que finalmente no se ejecutan, ya que la información privilegiada puede revelarse a inversores potenciales también en ese caso y se considera que los emisores deben poder beneficiarse de la protección prevista en el puerto seguro.

- o **Modificaciones que afectan al régimen de divulgación de información privilegiada (entrada en vigor el 5 de junio de 2026, con carácter general).**

❖ *En relación con los denominados "procesos prolongados en el tiempo" a los que se refiere el artículo 7 (apartados 2 y 3) del Reglamento sobre Abuso de Mercado:*

Las fases o etapas intermedias pueden, por sí mismas, reunir las condiciones para tener la consideración de información privilegiada y, en consecuencia, los emisores tendrían la obligación de divulgar dicha información.

En aras de proporcionar mayor seguridad jurídica en los procesos prolongados, **el Reglamento (UE) 2024/2809, de 23 de octubre, elimina la obligación de divulgar información relativa a las etapas intermedias, tratando así de evitar que dicha información se divulgue en una fase muy temprana o de carácter preliminar**, lo que puede inducir a error a los inversores en lugar de contribuir a una formación eficiente de los precios y abordar la asimetría informativa (considerando 67).

En este sentido, se persigue aumentar la seguridad jurídica al aclarar que únicamente ha de publicarse información relativa a las circunstancias o el suceso concretos que el proceso prolongado pretenda producir o tenga como resultado tan pronto como sea posible una vez que se hayan producido tales circunstancias o el suceso.

Se delega en la Comisión Europea la elaboración de normativa de segundo nivel que establezca una lista no exhaustiva de circunstancias o sucesos definitivos en procesos prolongados que desencadenen la obligación de divulgar la información y que recoja, para cada suceso o circunstancia, el momento en que se considera que se ha producido y ha de divulgarse.

La reducción de la obligación de divulgar información relativa a etapas intermedias en un proceso prolongado se acompaña de **la obligación que recae sobre los emisores de garantizar la confidencialidad de la información relativa a los pasos intermedios que reúne las condiciones de información privilegiada.**



❖ *Retraso en la divulgación de información privilegiada:*

Los emisores tienen la obligación de divulgar la información privilegiada que les concierna directamente tan pronto como sea posible (ex art. 17.1 del RAM). No obstante, **el Reglamento sobre Abuso de Mercado permite a los emisores retrasar la difusión pública de información privilegiada bajo su propia responsabilidad, siempre que se cumplan todas y cada una de las condiciones que se establecen en el artículo 17.4 del RAM.**

El Reglamento (UE) 2024/2809, de 23 de octubre, con la finalidad de proporcionar mayor seguridad jurídica a los emisores y garantizar una interpretación coherente de las condiciones que deben cumplirse para retrasar la divulgación de información privilegiada, modifica el Reglamento sobre Abuso de Mercado en el siguiente sentido:

- (i) se sustituye la condición que establecía que el retraso en la divulgación de información privilegiada no induzca al público “a confusión o engaño”, por una condición más precisa: que **la información privilegiada que el emisor tiene intención de retrasar no contraste (en el sentido de discrepe o se oponga) con el último anuncio público u otros tipos de comunicación por parte del emisor sobre el mismo asunto al que se refiere la información privilegiada;**
 - (ii) se aclara que la no divulgación de información privilegiada relacionada con etapas intermedias de procesos prolongados no está sujeta al cumplimiento de las condiciones generales para el retraso de información privilegiada;
 - (iii) se delega en la Comisión Europea la elaboración de normativa de segundo nivel que establezca una lista no exhaustiva de situaciones en las que la información privilegiada cuya divulgación se pretende retrasar por el emisor “contraste” con el último anuncio público u otros tipos de comunicación por parte del emisor sobre el mismo asunto; y
 - (iv) se amplía el alcance subjetivo de la excepción que permite retrasar la difusión de información privilegiada a entidades de crédito o entidades financieras para evitar el riesgo de socavar la estabilidad financiera del emisor y del sistema financiero, que cubrirá también a emisores que sean sociedades matrices de entidades de crédito o entidades financieras y que entrará en vigor el próximo 4 de diciembre de 2024.
- **Modificaciones que afectan al régimen de operaciones realizadas por personas con responsabilidad de dirección (entrada en vigor el 4 de diciembre de 2024).**

El Reglamento sobre Abuso de Mercado prohíbe a las personas con responsabilidades de dirección negociar con acciones o instrumentos financieros del emisor durante un periodo de 30 días naturales anterior a la publicación de información financiera anual o intermedia del emisor (los denominados periodos cerrados o, en inglés, *closed o blackout periods*), a menos que éste otorgue su consentimiento y se cumplan unas circunstancias específicas.



La reforma del Reglamento sobre Abuso de Mercado establece **una nueva excepción para aquellas operaciones que no impliquen “decisiones activas de inversión”** o que dependan exclusivamente de factores externos dado que, en términos del Reglamento (UE) 2024/2809, de 23 de octubre, prohibir tales operaciones o actividades durante todo el periodo cerrado restringiría excesivamente la libertad de las personas con responsabilidad de dirección cuando no son decisiones deliberadas en las que “no existe el riesgo de que se beneficien de una ventaja informativa” (considerando 76).

De otro lado, se aclara que, por razones de coherencia, el ámbito objetivo de la exención a la prohibición de negociación en los periodos cerrados previsto para los planes de opciones o de ahorro aplica también a otros instrumentos financieros (distintos de las acciones).

Finalmente, con el fin de evitar la divulgación de operaciones que no son significativas para los inversores, **se eleva el umbral mínimo de notificación de las operaciones realizadas por las personas con responsabilidad de dirección y las personas estrechamente vinculadas a éstas hasta los 20.000 euros** (que actualmente se sitúa en 5.000 euros), por lo que se alinea con el umbral establecido en España (ex art. 230 de la 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión). No obstante, autoriza a las autoridades nacionales competentes para que atendiendo a las circunstancias concretas de sus respectivos mercados nacionales, aumenten dicho umbral hasta los 50.000 euros o lo reduzcan hasta los 10.000 euros.

- **Modificaciones que afectan al régimen de listas de iniciados (entrada en vigor el 4 de diciembre de 2024).**

El Reglamento (UE) 2024/2809, de 23 de octubre, modifica el Reglamento sobre Abuso de Mercado buscando **equiparar el régimen menos oneroso del formato de listas de iniciados que han de elaborar los emisores en los mercados de pymes en expansión (formato simplificado de la lista de iniciados) extendiendo su uso para los emisores en mercados regulados.**

De este modo, se requiere a ESMA para que antes del 5 de septiembre de 2025 revise las normas técnicas de ejecución a los efectos de extender el uso del formato simplificado de las listas de iniciados para emisores admitidos a cotización en mercados de pymes en expansión referido anteriormente, por lo que en esta materia habrá que esperar a la normativa de segundo nivel que finalmente apruebe la Comisión Europea para conocer el alcance de las modificaciones.

- **Modificaciones que afectan al régimen sancionador (entrada en vigor el 4 de diciembre de 2024).**

El Reglamento (UE) 2024/2809, de 23 de octubre, modifica el régimen sancionador por incumplimiento del régimen de divulgación de información privilegiada introduciendo **un sistema de sanciones “proporcional” al tamaño o capacidad económica de los emisores.**



Esta modificación responde al hecho de que el riesgo de incumplimiento involuntario de los requisitos de divulgación del Reglamento sobre Abuso de Mercado disuade a las empresas y, en particular a las pymes y microempresas, a solicitar la admisión a cotización (considerando 80 del Reglamento (UE) 2024/2809, de 23 de octubre).

De este modo, en el caso de las personas jurídicas, el criterio principal para determinar las sanciones pecuniarias será su cifra de volumen de negocios anual total, estableciéndose límites máximos en función de la conducta sancionada, que varían entre un máximo del 0,8% y el 15% del volumen de negocios anual total o entre 1 millón de euros y 15 millones de euros.

De otro lado, excepcionalmente se faculta a las autoridades nacionales competentes para establecer umbrales máximos más altos cuando la sanción administrativa en función del volumen de negocios anual total del emisor sea desproporcionadamente baja, o más bajos para las pymes.

Área de Mercado de Capitales de ECIJA

Contacto:

Miguel Sánchez Ruiz - Socio

msanchezr@ecija.com

Telf.: + 34 917 816 160