
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