

César y la información privilegiada¹

La Comisión Nacional del Mercado de Valores ha publicado para su consulta pública el que se ha empezado a conocer como Código César de información privilegiada. En él se recogen orientaciones y ejemplos de lo que va a ser considerado información privilegiada y de los casos en que, por existir un interés legítimo, se puede retrasar la divulgación de la información.

El nuevo texto precisa los cuatro elementos que una información debe tener para ser considerada privilegiada. Debe ser una información precisa, sobre un emisor o un valor, que no se haya hecho pública y sensible para la cotización. Como todo esto es algo abstracto, se ofrecen ejemplos de información privilegiada. Así, en relación con los emisores de valores, tienen este carácter los cambios de control, la sustitución del auditor, la revocación de líneas de crédito o los litigios significativos. Por otro lado, también se especifica en que casos las órdenes recibidas de los clientes pueden ser consideradas información privilegiada. Esta matización es importante porque afecta a los empleados de los intermediarios quienes no podrán utilizar esa información en su propio beneficio. En este sentido, para determinar si la orden de un cliente constituye información privilegiada, habrá que ir caso por caso, atendiendo a su tamaño, la liquidez del mercado, el plazo de ejecución y la identidad de cliente, pues esta identidad también puede ser relevante a efectos de determinar en que medida se verá afectado el mercado al conocerse la ejecución de la orden.

¿Qué hacer con la información privilegiada? La información privilegiada debe ser inmediatamente divulgada al mercado, salvo que exista un motivo legítimo para retrasar su publicación. El nuevo texto ofrece también ejemplos ilustrativos de casos en los que está justificado retrasar la divulgación, como los relacionados con situaciones competitivas en las que se esté negociando un contrato y la revelación de la existencia de las negociaciones pondría en peligro su conclusión.

Este es a grandes líneas el contenido de la propuesta. Son normas que provienen del Comité Europeo de Reguladores de Valores, al que

pertenece nuestra CNMV. Este comité es conocido como Comité César por la cercanía de este término con la forma en que se pronuncian sus siglas en inglés (CESR). Y es además una denominación que resulta adecuada atendiendo a las funciones que están asumiendo este tipo de autoridades. Los reguladores del mercado cada vez se parecen más a la figura del César por la acumulación de poder que están alcanzando. Participan en la ordenación del mercado como legisladores, lo supervisan con funciones de policía y sancionan a los infractores, como si fueran jueces. Además ahora añaden una función polémica entre nosotros, la de interpretar las normas que rigen el mercado.

El denominado Código César de información privilegiada es pues una norma interpretativa que proviene de los reguladores financieros. Un desarrollo que en Bruselas califican de nivel 3, por completar lo dispuesto por el Parlamento y la Comisión Europea en el nivel 1, de los principios, y en el nivel 2, del desarrollo reglamentario. Vuelven así, lo que con poco acierto en la elección de la denominación, Juan Fernández-Armesto calificó de cartas-circulares de la CNMV. Cartas que tuvieron una vida azarosa, pues su sucesora en el cargo de la presidencia de la CNMV, Pilar Valiente, se apresuró a retirarlas de la web del supervisor y Blas Calzada mantuvo en el olvido. Formula que, renovada por César, retoma ahora con su natural impulso Manuel Conthe. Es una técnica que merece una valoración favorable. Son interpretaciones necesarias pues ofrecen seguridad a quienes participan en el mercado de valores. Sirven para entender y clarificar las complejas reglas del mercado y anticipan la lectura que de las mismas va a hacer el policía del mercado.

Fernando Zunzunegui,

fernando@zunzunegui.net

¹ Publicado en El Economista, 28 de noviembre de 2006, p. 4.