



Revisión de las Directrices MAR sobre el retraso en la difusión de información privilegiada y sus interacciones con la supervisión prudencial. Boletín Internacional de noviembre de 2021.

El artículo 17 del Reglamento (UE) 596/2014 sobre abuso de mercado (MAR, por sus siglas en inglés) establece que los emisores deben divulgar públicamente lo antes posible cualquier información privilegiada que les concierna directamente. De conformidad con la mencionada norma, tiene la consideración de información privilegiada aquella de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores o a uno o varios instrumentos financieros o sus derivados y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de dichos instrumentos o de los instrumentos derivados relacionados con ellos.

Asimismo, cuando se cumplan ciertas condiciones previstas en la norma, los emisores pueden, bajo su propia responsabilidad, retrasar la divulgación de información privilegiada. En este sentido, el apartado 4 del artículo 17 permite el retraso si (1) la difusión inmediata puede perjudicar los intereses legítimos del emisor, (2) el retraso no induce al público a confusión o engaño y (3) el emisor puede garantizar la confidencialidad de la información.

Por otro lado, el apartado 5 del mismo artículo contempla el retraso de información con objeto de preservar la estabilidad financiera.

A este respecto, las actuales Directrices de ESMA sobre el retraso en la difusión de información privilegiada (Directrices MAR) están siendo objeto de revisión, en particular en el contexto de la interacción entre el marco de supervisión prudencial y las obligaciones de transparencia de MAR con respecto a la información privilegiada. El documento de consulta, publicado en julio de 2021, propone la incorporación a la lista de intereses legítimos que justifican el retraso de la difusión de la información privilegiada cuando una entidad pretenda llevar a cabo una reducción de fondos propios y la operación esté pendiente de autorización así como cuando se trate de borradores de decisiones e información preliminar relacionada con los Procesos de Revisión y Evaluación Supervisora (SREP, por sus siglas en inglés). Igualmente, también propone la incorporación de dos nuevas directrices relacionadas con las decisiones definitivas de los SREP sobre requisitos de capital (P2R y P2G).

Autorización supervisora para la reducción fondos propios

En primer lugar, ESMA plantea que las Directrices MAR consideren como uno de los casos donde los intereses legítimos de la entidad pueden verse perjudicados (y, por tanto, poder retrasar la divulgación), aquella información privilegiada relacionada con reembolsos, reducciones y recompras de instrumentos con carácter de fondos propios que, a su vez, requieren la preceptiva autorización de la autoridad prudencial competente en virtud del artículo 77 del Reglamento (UE) 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (CRR, por sus siglas en inglés). En este sentido, el texto propuesto plantea ampliar la Directriz 1 sobre intereses legítimos de los emisores para retrasar la difusión de información privilegiada. Concretamente, se propone incluir el caso de emisores (entidades sujetas a CRR) que vayan a reducir, rescatar, amortizar, reembolsar o recomprar instrumentos de fondos propios (Tier 1 -CET1 y AT1- y Tier 2) y cuya autorización por parte de la autoridad competente aún no se haya producido.

Además, ESMA indica que el artículo 28 del Reglamento Delegado 241/2014, que complementa CRR, estipula que las operaciones de reembolsos, reducciones y recompras de instrumentos de fondos propios por parte de entidades sujetas a supervisión prudencial no se anunciarán a los titulares de los instrumentos hasta que la entidad no haya obtenido la autorización previa de la autoridad competente.

En consecuencia, en la medida en que no sea pública, ESMA considera que, en principio, la decisión de una entidad de realizar reembolsos, reducciones y recompras de instrumentos de fondos propios podría calificar como información privilegiada, lo que generaría la obligación de divulgarlo públicamente lo antes posible.

No obstante, también estima que un anuncio público previo a la autorización del supervisor generaría expectativas en los mercados y podría impedir la calificación de los instrumentos que vayan a ser objeto de reembolso, reducción o recompra (Tier 1 -CET1 y AT1- y Tier 2) como fondos propios, de acuerdo con las definiciones proporcionadas en CRR, lo que implicaría un perjuicio del interés legítimo de la entidad. Cabe recordar que la normativa prudencial exige, entre otros criterios, que para que los instrumentos financieros puedan ser calificados como Tier 1 o 2, por un lado, las disposiciones que los regulen no deben contener ninguna indicación, explícita o implícita, sobre su posible reducción o reembolso, salvo en caso de liquidación y, por el otro, que la entidad no haya formulado tal indicación.

Proceso de Revisión y Evaluación Supervisora (SREP): Pilar 2

Borradores de las decisiones de los SREP

El resultado del análisis realizado por las autoridades prudenciales competentes en relación con el SREP y las acciones correctivas necesarias se anticipan a menudo a las entidades mediante intercambios de información provisional y borradores de cartas antes de la decisión final. Dada la formulación actual de MAR, ESMA considera que la información contenida en los borradores de decisiones de los SREP puede tener carácter de información privilegiada, lo que implicaría cumplir con la obligación de difusión. Más precisamente, MAR estipula que incluso una etapa intermedia de un proceso prolongado tendrá la consideración de información privilegiada si, por sí misma, cumple los criterios establecidos. No obstante, ESMA reconoce el probable impacto que en las entidades tendría la divulgación pública inmediata de cualquier posible información privilegiada incorporada en los borradores de decisiones de los SREP y la información preliminar adjunta. Hay que tener en cuenta que las entidades tienen la oportunidad de alegar y aportar aclaraciones con carácter previo a la decisión final del SREP. Además, debe considerarse el posible efecto que pudiera tener esta divulgación sobre el precio de los instrumentos financieros emitidos por una entidad, y derivados relacionados, así como el consecuente impacto en su financiación, sin perjuicio de que la decisión final del SREP pudiera ser diferente en último término.

Por todo lo anterior, ESMA propone la inclusión en la Directriz 1 de la información privilegiada contenida en los borradores de las decisiones de los SREP y su información preliminar como uno de los casos donde los intereses legítimos de la entidad pueden verse perjudicados (y, por tanto, poder retrasar la divulgación).

Decisiones de los SREP: P2R

P2R (Pillar 2 Requirements) es el requisito de capital que se exige a las entidades para ajustar los requisitos de capital mínimo comunes de Pilar 1 y cubrir así los riesgos subestimados, a partir de las necesidades de capital derivadas del perfil de riesgo individual de cada entidad. Su determinación en los SREP, realizados cada año por las autoridades prudenciales competentes, es vinculante para las entidades.

Las entidades deben considerar, caso por caso, si la información contenida en P2R cumple con la definición de información privilegiada y, si ese es realmente el caso, debe divulgarse públicamente lo antes posible de acuerdo con los requisitos MAR, a menos que la entidad evalúe que se cumplen las condiciones para su retraso. En cualquier caso, y con carácter general (salvo limitadas excepciones), el documento de consulta de ESMA considera que P2R tiene carácter de información privilegiada y, por consiguiente, debe divulgarse lo antes posible.

En consecuencia, ESMA propone incorporar en sus Directrices MAR una sección específica que trate sobre las decisiones de los SREP en relación con P2R (nueva Directriz 3) que estipule su consideración como información privilegiada por ajustarse a la definición existente en MAR. Asimismo, también quedará reflejada en la directriz la aplicación del requisito de difusión pública. Cabe destacar que desde junio de 2021 las entidades deben divulgar sus P2R anualmente como parte de cada ciclo del SREP de conformidad con CRR2¹. Pero no existe un calendario de divulgación uniforme a ese respecto sino que la publicación debe coincidir con la publicación de los estados financieros anuales de la entidad, (o, al menos, lo más próxima posible). No obstante, este momento para la divulgación obligatoria puede no estar sincronizado con el momento en que las entidades reciben las decisiones finales del SREP.

Resulta relevante que, a diferencia de la divulgación impulsada por CRR2, y siempre que se considere P2R como información privilegiada, MAR estipula su divulgación pública lo antes posible, es decir, el momento en que se informa a una entidad de su P2R específico, siempre que no se cumplan las condiciones para el retraso de la divulgación. A ese respecto, ESMA plantea que una divulgación en origen del P2R por parte de la autoridad prudencial competente, de forma simultánea a la comunicación a las entidades supervisadas, podría garantizar un pleno enfoque uniforme a nivel de la Unión Europea.

Decisiones de los SREP: P2G

P2G (Pillar 2 guidelines) es una métrica de seguimiento de supervisión que indica a las entidades el nivel adecuado de capital que deben mantener para así proporcionar un colchón suficiente que sirva para resistir situaciones de estrés. Es una herramienta de supervisión que genera una expectativa, por parte de las autoridades prudenciales competentes, para que las entidades incorporen lo determinado en el P2G a su propia gestión de riesgos y planificación de capital. Más aún, aunque no tiene carácter obligatorio, en caso de incumplimientos repetidos o prolongados de P2G, la autoridad prudencial competente podrá considerar la aplicación de las medidas previstas en el artículo 104 bis (1)(e) de la CRD², orientadas a exigir que las entidades mantengan fondos propios adicionales superiores a los requisitos establecidos en CRR.

En la misma línea que con P2R, la entidad pertinente debe considerar si la información contenida en P2G cumple con la definición de información privilegiada. A este respecto, ESMA considera que esta información cumple con la mayoría de las condiciones requeridas. No obstante, respecto al criterio considerado por MAR sobre la posibilidad de influir en los precios de los instrumentos financieros emitidos por la entidad y los derivados relacionados, se ha estimado oportuno la necesidad de concretar determinados supuestos que implicarían situaciones donde la influencia en los precios no sería evidente y, por tanto, P2G dejaría de calificar como información privilegiada.

En consecuencia, ESMA propone incorporar una nueva directriz (Directriz 4) en las Directrices MAR que incorpore el supuesto relacionado con P2G. Concretamente, se estipula que las entidades lleven a cabo una evaluación sobre el impacto que P2G puede tener en los precios de los instrumentos financieros emitidos por la entidad o derivados relacionados. Este ejercicio deberá valorar si la diferencia entre el nivel actual de capital de la entidad y el indicado en P2G requiere una ampliación de capital para cumplir con el último, junto con el momento más adecuado para llevarla a cabo. No obstante, también puede ocurrir que el nivel actual de capital de la entidad sea superior al indicado en P2G. En definitiva, una vez se lleve a cabo la evaluación oportuna y se verifique el cumplimiento de todas las condiciones contenidas en MAR si P2G califica definitivamente como información privilegiada deberá ser divulgado lo antes posible una vez que se reciba la decisión de la autoridad prudencial competente.

Decisiones de los SREP: Otras medidas de supervisión

Además de P2R y P2G, las decisiones del SREP también pueden requerir que las instituciones adopten medidas de liquidez y otras medidas cualitativas.

En este sentido, respecto a los requisitos de liquidez, CRD prevé una serie de medidas que incluyen la posibilidad de aplicar sanciones u otras medidas administrativas, incluidos gravámenes prudenciales, y cuyo nivel deberá guardar una relación amplia con la disparidad entre la posición de liquidez actual de la entidad y los requisitos de financiación estable previstos a nivel nacional o de la Unión. Asimismo, en términos cualitativos, la autoridad prudencial competente puede requerir que la institución refuerce sus acuerdos de gestión y control de riesgos o sus acuerdos de gobierno, limitando o prohibiendo distribuciones de dividendos y pagos de intereses, además de imponer requisitos de información adicionales.

No obstante, a diferencia de P2R y P2G, para ESMA es difícil extraer de antemano una conclusión general en cuanto al carácter concreto y el impacto en los precios de las decisiones contenidas en otras medidas supervisoras del SREP. En consecuencia, ESMA indica en el documento de consulta su intención de no incorporar ninguna directriz específica sobre esta cuestión, sin perjuicio de la obligación de evaluación ex profeso de las entidades a fin de identificar la presencia de información privilegiada en la sección de otras medidas supervisoras. Ante esta situación, la entidad deberá proceder a su divulgación, de acuerdo con lo estipulado en MAR y sus Directrices.

¹**Reglamento (UE) 2019/876 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013**

²**Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión**

Enlace de interés:

[ESMA consults on amendments to MAR Guidelines on delayed disclosure of inside information \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-on-amendments-to-mar-guidelines-on-delayed-disclosure-of-inside-information)