



Recopilación de la Jurisprudencia

CONCLUSIONES DEL ABOGADO GENERAL
SR. MELCHIOR WATHELET
presentadas el 18 de diciembre de 2014¹

Asunto C-628/13

Jean-Bernard Lafonta
contra
Autorité des marchés financiers (AMF)

[Petición de decisión prejudicial planteada por la Cour de cassation (Francia)]

«Aproximación de las legislaciones — Servicios financieros — Directiva 2003/6/CE — Concepto de “información privilegiada” — Información “de carácter concreto” — Directiva 2003/124/CE — Influencia potencial en un sentido determinado en los precios de los instrumentos financieros»

I. Introducción

1. La presente petición de decisión prejudicial, presentada en la Secretaría del Tribunal de Justicia el 2 de diciembre de 2013 por la Cour de cassation (Francia), se refiere a la interpretación del artículo 1, punto 1, de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado),² y del artículo 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado.³

2. La cuestión planteada por el órgano jurisdiccional remitente se inserta en un litigio entre el Sr. Lafonta y la Autorité française des marchés financiers (en lo sucesivo, «AMF») en relación con una operación financiera que permitió a Wendel SA (en lo sucesivo, «Wendel»), de cuyo consejo de administración el Sr. Lafonta era presidente en la época en que se produjeron los hechos del litigio principal, adquirir una participación significativa en el capital de la sociedad Saint-Gobain. La AMF consideró que, al no poner en conocimiento del público la información relativa a la ejecución de esta operación, el Sr. Lafonta infringió las disposiciones nacionales relativas a la divulgación de información privilegiada y le aplicó una sanción pecuniaria por un importe de 1,5 millones de euros.

1 — Lengua original: francés.

2 — DO L 96, p. 16.

3 — DO L 339, p. 70. Es preciso señalar que, en aplicación del artículo 37 del Reglamento (UE) n° 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6 y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión (DO L 173, p. 1), quedan derogadas las Directivas 2003/6 y 2003/124 con efecto a partir del 3 de julio de 2016. Sin embargo, conviene destacar que el artículo 7 del Reglamento 596/2014 titulado «Información privilegiada» recoge el contenido del artículo 1, punto 1, de la Directiva 2003/6 y del artículo 1 de la Directiva 2003/124 y delimita el ámbito de aplicación de este concepto.

II. Derecho de la Unión

A. Directiva 2003/6

3. El artículo 1, punto 1, de la Directiva 2003/6 establece que:

«A efectos de la presente Directiva, se entenderá por:

- 1) *información privilegiada*: la información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos.

[...]»

4. El artículo 2 de dicha Directiva tiene el siguiente tenor:

«1. Los Estados miembros prohibirán a cualquier persona de las citadas en el párrafo segundo que posea información privilegiada utilizar dicha información adquiriendo o cediendo o intentando adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha información.

El primer párrafo se aplicará a cualquier persona que esté en posesión de esa información:

- a) por su condición de miembro de los órganos de administración, gestión o control del emisor;
- b) por su participación en el capital del emisor;
- c) por tener acceso a dicha información debido al ejercicio de su trabajo, de su profesión o de sus funciones, o
- d) debido a sus actividades delictivas.

2. Cuando las personas a las que se refiere el apartado 1 sean personas jurídicas, la prohibición expresada en dicho apartado se aplicará también a las personas físicas que hubieren participado en la decisión de proceder a la operación por cuenta de la persona jurídica en cuestión.

3. El presente artículo no se aplicará a las transacciones realizadas en cumplimiento de una obligación, ya vencida, de adquirir o ceder instrumentos financieros, cuando esta obligación esté contemplada en un acuerdo celebrado antes de que la persona de que se trate esté en posesión de la información privilegiada.»

5. A tenor del artículo 6, apartados 1 y 2, de dicha Directiva:

«1. Los Estados miembros garantizarán que los emisores de instrumentos financieros hagan pública cuanto antes la información privilegiada que afecte directamente a esos emisores.

[...]

2. Un emisor podrá, bajo su propia responsabilidad, retrasar la divulgación pública de la información privilegiada a que se refiere el párrafo primero para no perjudicar sus intereses legítimos, siempre que tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de esta información. Los Estados miembros podrán exigir que el emisor informe inmediatamente a la autoridad competente sobre su decisión de retrasar la divulgación pública de la información privilegiada.»

B. Directiva 2003/124

6. El artículo 1 de la Directiva 2003/124, titulado «Información privilegiada», prevé:

«1. A efectos de la aplicación del punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE, se entenderá que la información es de carácter preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir [...] el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes.

2. A efectos de la aplicación del punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE, se entenderá por “información que, si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes”, la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión.»

III. Litigio principal y cuestión prejudicial

7. Entre diciembre de 2006 y junio de 2007, Wendel celebró con cuatro entidades de crédito (en lo sucesivo, «bancos») contratos de «Total Return Swaps» (permutas de rendimiento total; en lo sucesivo, «TRS») cuyo activo subyacente eran las acciones de la sociedad Saint-Gobain. Para constituir su cobertura, los bancos adquirieron un total de 85 millones de títulos de Saint-Gobain.

8. Durante la vigencia de los contratos, Wendel debía pagar una remuneración a los bancos y, a su vez, recibía de ellos el importe de los dividendos vinculados a las acciones de Saint-Gobain. La diferencia entre el «precio de referencia», correspondiente al valor del título en el momento de la constitución de las TRS y el «precio de liquidación», correspondiente al valor del título en el momento de la liquidación, debía calcularse en el momento de la liquidación de los contratos, que podía producirse en la fecha prevista o de manera anticipada a iniciativa de Wendel. En caso de plusvalía, ésta debía ser abonada a Wendel; por el contrario, en caso de incurrir en pérdidas, Wendel debía pagar la diferencia al banco.

9. Paralelamente a la celebración de las TRS, Wendel obtuvo de los bancos y de otra entidad de crédito financiación por un importe total cercano al valor de las TRS.

10. Al haber decidido el 3 de septiembre de 2007 liquidar progresivamente las TRS, Wendel adquirió, entre dicha fecha y el 27 de noviembre de 2007, más de 66 millones de acciones, que representaban el 17,6 % del capital de la sociedad Saint-Gobain, y declaró sucesivamente a la AMF, entre el 26 de septiembre de 2007 y el 26 de marzo de 2008, el rebasamiento de los umbrales del 5 %, 10 %, 15 % y 20 % del capital de Saint-Gobain.

11. La AMF consideró que, si bien el consejo de administración de Wendel tomó oficialmente la decisión de transformar la exposición económica ante Saint-Gobain en tenencia física de títulos de esta última sociedad el 3 de septiembre de 2007, los elementos contenidos en el informe de investigación de la dirección de investigación y de supervisión del mercado de la AMF sobre las condiciones del aumento de capital de la sociedad Saint-Gobain por Wendel, así como la concomitancia entre la firma de los contratos de TRS y la obtención por esta última sociedad de financiación que en un futuro le permitiría adquirir los títulos de Saint-Gobain cedidos por los bancos en el marco de la liquidación de las TRS, demuestran que desde el inicio existía la voluntad de adquirir una participación significativa en el capital de la sociedad Saint-Gobain y que la operación se había puesto en marcha con esta finalidad.

12. En consecuencia, la AMF reprochó a Wendel y al Sr. Lafonta no haber dado a conocer al público las principales características de «la operación financiera» preparada por Wendel y «destinada a permitirle adquirir una participación significativa en el capital de la sociedad Saint-Gobain», «a más tardar el 21 de junio de 2007, fecha en la que se habían celebrado todas las TRS con los establecimientos bancarios» y no haber dado a conocer al público, antes de estar sujeta a la obligación de declaración de rebasamiento del umbral del 5 %, la información privilegiada consistente en la «realización, por la sociedad Wendel, de la operación antes descrita, con el fin de poder adquirir una participación sustancial en el capital de la sociedad Saint-Gobain».

13. Mediante resolución de 13 de diciembre de 2010, la comisión sancionadora de la AMF declaró probada cada una de estas alegaciones e impuso una sanción pecuniaria a Wendel y al Sr. Lafonta por un importe de 1,5 millones de euros.

14. El Sr. Lafonta interpuso un recurso ante la cour d'appel de París, que confirmó la resolución de la AMF. El Sr. Lafonta interpuso un recurso de casación contra la citada sentencia ante el órgano jurisdiccional remitente.

15. Según el Sr. Lafonta, la información sólo se considera «concreta», si permite a quien la posea prever en qué sentido variará la cotización del título del correspondiente emisor cuando esta información se haga pública. Sostiene que sólo la información que permita prever si el precio del título de que se trate va a subir o a bajar permite a quien la posee saber si debe comprar o vender y, por consiguiente, le proporciona una ventaja con respecto a todos los demás participantes en el mercado que no dispongan de tal información. El Sr. Lafonta añade que, en el caso de autos, era imposible prever cuáles podrían ser las consecuencias, al alza o a la baja, sobre la cotización del título de Wendel, de la divulgación de la información relativa a la adquisición por esta sociedad de una participación en el capital de la sociedad Saint-Gobain.

16. La AMF considera que tal exigencia va más allá del tenor literal de las Directivas 2003/6 y 2003/124, que no mencionan el sentido del posible efecto de la información sobre el precio de los instrumentos financieros de que se trate. Alega que «la distinción entre la información concreta y la información inconcreta reside en sus efectos potenciales sobre el mercado, de manera que toda información de la que sea posible concluir que, si fuera conocida, podría acarrear una variación del precio, constituye por este mero hecho una información de carácter concreto, debiendo completarse dicho carácter por la demostración de la influencia significativa que el acontecimiento en cuestión podría tener sobre el precio del título».

17. En este contexto, la Cour de cassation (Francia) decidió suspender el procedimiento y plantear al Tribunal de Justicia la siguiente cuestión prejudicial:

«¿Deben interpretarse los artículos 1, punto 1, de la Directiva 2003/6 y 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124 en el sentido de que sólo puede constituir información de carácter concreto o preciso, a efectos de dichas disposiciones, aquélla de la que sea posible deducir, con un grado de probabilidad suficiente, que influirá potencialmente en un sentido determinado en los precios de los instrumentos financieros de que se trate, una vez que se haya hecho pública?»

IV. Procedimiento ante el Tribunal de Justicia

18. El Sr. Lafonta, los Gobiernos francés, checo, alemán, italiano y polaco y la Comisión Europea han presentado observaciones escritas. El Sr. Lafonta, los Gobiernos francés y polaco, así como la Comisión, formularon observaciones en la vista celebrada el 7 de noviembre de 2014.

V. Análisis

A. Observaciones preliminares

19. La cuestión planteada por el órgano jurisdiccional remitente se refiere al concepto de «información privilegiada», tal como se define en el artículo 1, punto 1, de la Directiva 2003/6 y, más concretamente, al «carácter concreto» de este tipo de información, tal como se define en el artículo 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124.

20. Como su título indica, la Directiva 2003/6 tiene por finalidad combatir las operaciones con información privilegiada y el abuso del mercado.

21. Para alcanzar los citados objetivos, la Directiva 2003/6 establece, en particular, en su artículo 2, apartado 1, la prohibición de operaciones con información privilegiada,⁴ a saber, la prohibición de uso ilícito de información privilegiada,⁵ y, en su artículo 6, apartado 1, párrafo primero, la obligación de los emisores de instrumentos financieros de hacer pública cuanto antes la información privilegiada que afecte directamente a esos emisores. Por otra parte, el artículo 14, apartado 1, de la Directiva 2003/6 establece que los Estados miembros garantizarán que se tomen las medidas administrativas apropiadas, o que se impongan sanciones administrativas,⁶ contra las personas responsables, en particular, del incumplimiento de dichos artículos 2, apartado 1, y 6, apartado 1, párrafo primero.⁷

22. Con arreglo a sus considerandos 2 y 12, la Directiva 2003/6 prohíbe las operaciones con información privilegiada con objeto de garantizar la integridad de los mercados financieros y aumentar la confianza de los inversores, confianza que se basa, entre otras cosas, en la garantía de que estarán en igualdad de condiciones y de que estarán protegidos contra el uso ilícito de información privilegiada.⁸ En el considerando 15 de la Directiva 2003/6, el legislador de la Unión sostiene que las

4 — En el apartado 48 de la sentencia Spector Photo Group y Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806), el Tribunal de Justicia declaró que «la prohibición de las operaciones con información privilegiada enunciada en el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6 consiste en garantizar la igualdad entre las partes contractuales que intervienen en una operación bursátil, evitando que uno de ellos, poseedor de una información privilegiada que lo sitúa en una posición ventajosa con respecto a los otros inversores, saque provecho de ello en detrimento de la otra parte que desconoce tal información».

5 — Véase la sentencia Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397), apartado 33 y jurisprudencia citada.

6 — Los Estados miembros garantizarán estas medidas y sanciones administrativas «sin perjuicio de [su] derecho [...] a imponer sanciones penales». Véase el artículo 14, apartado 1, de la Directiva 2003/6.

7 — A este respecto, los Estados miembros deben asegurarse de que estas medidas tienen un carácter efectivo, proporcionado y disuasorio (artículo 14, apartado 1, de la Directiva 2003/6).

8 — Véase la sentencia Spector Photo Group y Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806), apartado 47.

operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado impiden la total y adecuada transparencia del mercado, que es un requisito previo de negociación para todos los agentes económicos que participan en los mercados financieros integrados. La primera frase del considerando 24 de la Directiva 2003/6 prevé que la divulgación rápida y adecuada de información al público aumenta la integridad del mercado, mientras que la divulgación selectiva por los emisores puede llevar a una pérdida de confianza de los inversores en la integridad de los mercados financieros.⁹

23. De ello se deduce que el concepto de «información privilegiada», tal como se define en el artículo 1, punto 1, de la Directiva 2003/6, es un concepto clave que reviste una importancia fundamental de cara al papel principal que desempeña en los artículos 2, apartado 1, y 6, apartado 1, párrafo primero, de esta Directiva. Además, la obligación de los Estados miembros de aplicar sanciones en virtud del artículo 14, apartado 1, de dicha Directiva, requiere que la definición de dicho concepto sea clara y que responda a las exigencias de la seguridad jurídica.

24. Los hechos que dieron lugar al presente asunto se refieren a la obligación, prevista por el artículo 6, apartado 1, párrafo primero, de la Directiva 2003/6, de hacer pública cuanto antes la información privilegiada. Esta obligación «positiva»,¹⁰ que incumbe a los emisores de instrumentos financieros, tiene por finalidad garantizar la transparencia necesaria con objeto de alcanzar los objetivos de dicha Directiva.¹¹

25. El artículo 1, punto 1, de la Directiva 2003/6 recoge los cuatro elementos fundamentales que integran el concepto de información privilegiada aludiendo, en primer lugar, a su carácter concreto, en segundo lugar, a que no se haya hecho pública, en tercer lugar, a que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros y, en cuarto lugar, a que, de hacerse pública, podría tener repercusiones significativas sobre ellos.¹²

26. Con el fin de reforzar la seguridad jurídica de los participantes en el mercado, entre los que se encuentran los emisores de instrumentos financieros, la Directiva 2003/124 recoge una definición más exacta de dos de los cuatro elementos fundamentales de la definición de información privilegiada,¹³ a saber, la naturaleza precisa de la información (primer elemento) y el alcance de su efecto potencial sobre los precios de los instrumentos financieros de que se trate o de los instrumentos financieros derivados correspondientes (cuarto elemento).

27. En el apartado 53 de la citada sentencia *Geltl*, el Tribunal de Justicia declaró que los dos elementos constitutivos de la información privilegiada recogidos, respectivamente, en los apartados 1 y 2 del artículo 1 de la Directiva 2003/124, constituyen condiciones mínimas, cada una de las cuales debe cumplirse, para que la información se pueda calificar como «privilegiada» en el sentido del artículo 1, punto 1, de la Directiva 2003/6.

9 — Véase, asimismo, en este sentido, la sentencia *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397), apartado 34.

10 — En cambio, el artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2003/6, impone una obligación «negativa», a saber, una obligación de abstenerse de llevar a cabo determinados comportamientos en el mercado en caso de poseer información privilegiada.

11 — Véanse los puntos 20 a 22 de las presentes conclusiones.

12 — Véanse, en este sentido, las sentencias *Spector Photo Group* y *Van Raemdonck* (C-45/08, EU:C:2009:806), apartado 52, y *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397), apartado 25.

13 — Considerando 3 de la Directiva 2003/124.

28. Por otra parte, el Tribunal de Justicia ha resaltado la naturaleza autónoma de cada uno de estos dos elementos. El carácter concreto de una información no depende de su capacidad para tener un efecto significativo en la cotización de los instrumentos financieros afectados.¹⁴ En efecto, con arreglo a las observaciones del Gobierno francés, «no corresponde preguntarse, en la fase de determinación de la naturaleza precisa de la información, si dicha información puede servir de base para las decisiones de un inversor razonable».

29. A este respecto, me gustaría señalar que, con frecuencia, la información «de carácter concreto» tiene en la práctica un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros y que, por tanto, constituye información privilegiada. No obstante, es preciso señalar una vez más que la apreciación del carácter concreto de la información y su posible efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros constituyen dos criterios obligatorios y, a la vez, jurídicamente independientes.

B. El concepto de carácter concreto

30. A tenor del artículo 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124, se entenderá que una información es de carácter concreto si concurren dos condiciones acumulativas. Por un lado, esa información debe indicar una serie de circunstancias existentes o que puede esperarse razonablemente que existan, o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca. Por otro lado, esa información debe ser suficientemente específica para que de ella se pueda deducir una conclusión sobre el posible efecto de esa serie de circunstancias o de ese hecho en la cotización de los instrumentos financieros correspondientes o de los instrumentos financieros derivados relacionados con éstos.¹⁵

31. La cuestión planteada por el órgano jurisdiccional remitente versa sobre la segunda de estas condiciones y tiene por objeto, en esencia, que se dilucide si esta condición debe interpretarse en el sentido de que, para que una información sea considerada de «carácter concreto», es necesario que permita prever el sentido —al alza o a la baja— de una variación de los precios de los instrumentos financieros de que se trate.

32. Todos los Estados miembros que han presentado sus observaciones escritas y la Comisión coinciden en que procede responder de manera negativa a esta cuestión.

33. Sólo el Sr. Lafonta propone una respuesta distinta, dado que considera que la ruptura de la igualdad entre inversores tiene lugar únicamente cuando el poseedor de la información es capaz de prever el sentido (al alza o a la baja) en que el mercado evolucionará cuando esta información se haga pública. Según él, solo una previsión de este tipo le permite decidir si debe comprar o vender el título en cuestión para obtener beneficios. De no ser así, el inversor corre el mismo riesgo que el resto del mercado al tomar una decisión sobre el título en cuestión.

34. Del artículo 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124, se desprende claramente que se entenderá que la información es «de carácter concreto» cuando sea suficientemente concreta¹⁶ o específica¹⁷ para permitir que se pueda llegar a concluir el posible efecto sobre los precios de los instrumentos correspondientes.

14 — Véase la sentencia *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397), apartado 52.

15 — El Tribunal de Justicia interpretó la primera de estas condiciones, que no es objeto de la presente petición de decisión prejudicial, en la sentencia *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397).

16 — El Tribunal de Justicia empleó la expresión «carácter concreto» en el apartado 48 de la sentencia *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397).

17 — Véanse, en este sentido, en particular, las versiones española («suficientemente específica»), checa («dostatečně konkrétní»), alemana («spezifisch genug»), inglesa («specific enough»), italiana («sufficientemente specifica»), neerlandesa («specifiek genoeg»), y eslovaca («dostatočne konkrétna»).

35. En cambio, es preciso señalar que ni el artículo 1, punto 1, de la Directiva 2003/6, ni el artículo 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124, hacen referencia de manera concreta a una información que permita prever el sentido —al alza o a la baja— de una variación de los precios de dichos instrumentos.¹⁸ Es evidente que tal información constituiría una información de carácter concreto.¹⁹ Sin embargo, la cuestión planteada al Tribunal de Justicia consiste en determinar si, a falta de este elemento, puede considerarse que dicha información tiene carácter concreto.

36. Por otra parte, es preciso señalar que el artículo 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124, ha sido redactado en términos muy generales e inclusivos.²⁰

37. En efecto, es evidente que la expresión «*que se pueda llegar a concluir el posible efecto*»²¹ tiene un alcance muy amplio y que no puede interpretarse de manera restrictiva en el sentido de que únicamente se refiere a aquella información que hace posible determinar el sentido que podría adoptar una variación del precio de los instrumentos financieros correspondientes.²²

38. Es cierto que esta disposición excluye de la definición de «información privilegiada» aquellas informaciones imprecisas o generales que, debido a su falta de precisión o especificidad, no permiten que se pueda llegar a una conclusión sobre sus consecuencias o el posible efecto sobre el precio de los instrumentos financieros de que se trate.²³ Por su naturaleza, este tipo de información no es concluyente y, por tanto, no puede perjudicar los objetivos de la Directiva 2003/6. En consecuencia, es preciso excluir este tipo de información del concepto de «información privilegiada» a fin de evitar un exceso de información inútil para los participantes en el mercado que podría, por una parte, «abrumarlos» y, por otra, imponer obligaciones excesivas a los emisores de instrumentos financieros.

18 — El Gobierno checo señala que las Directivas 2003/6 y 2003/124 no establecen nada sobre la necesidad de determinar el sentido en el que probablemente evolucionará el precio de los instrumentos financieros. Según el Gobierno francés, del tenor literal del artículo 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124, no se desprende «que, para que pueda considerarse precisa, la información debe cumplir una condición adicional, consistente en que dicha información permita prever el sentido de la variación del precio de los instrumentos financieros de que se trate, una vez que se haya hecho pública.»

19 — Una información de este tipo cumpliría la condición concreta del efecto significativo prevista en el artículo 1, apartado 2, de la Directiva 2003/124, ya que, en mi opinión, se trata de «la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión».

20 — Es preciso señalar que las Directivas 2003/6 y 2003/124 se muestran contrarias a una «divulgación selectiva». Véase el considerando 24 de la Directiva 2003/6.

21 — El subrayado es mío.

22 — Véase, por analogía, la sentencia *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397), apartado 46. Como ha puesto de manifiesto el Gobierno italiano, la Directiva 2003/124 «se refiere claramente, en el artículo 1, apartado 1, a “llegar a concluir que el *posible* efecto [...] sobre los precios” y no el “*probable* efecto [...] sobre los precios”». Este Gobierno considera que basta apreciar que la información podría tener un efecto significativo, desde el punto de vista técnico, en el precio del instrumento financiero de que se trate. El Gobierno alemán considera que la expresión «de carácter concreto» se limita «únicamente a descartar la información de carácter general o accesorio, que no podría razonablemente tener ningún efecto en los precios y que, en consecuencia, no podría servir de base para evaluar dichos precios, como [...] un rumor privado sobre un elemento de hecho constitutivo adecuado».

23 — En el punto 73 de sus conclusiones en el asunto *Geltl*, C-19/11, EU:C:2012:153, el Abogado General Mengozzi señala que «la Directiva 2003/124 sólo establece los requisitos mínimos sin los cuales una noticia no puede considerarse precisa y, respecto de la interpretación de la expresión “esperar razonablemente”, no exige un alto nivel de probabilidad de que se produzca la circunstancia de que se trate, ni que la información sea precisa hasta el punto de llegar a conclusiones seguras o casi seguras sobre el posible efecto sobre la cotización de los instrumentos financieros de que se trate o de los instrumentos financieros derivados relacionados con ellos». En la nota 16 de sus conclusiones, el Abogado General Mengozzi añade que una «noticia no será precisa cuando se considere que un evento es *imposible o improbable* según un criterio de racionalidad, y no existe la mencionada racionalidad porque, por ejemplo, la noticia no pasa de ser un rumor o es tan poco específica que no se puede llegar a conclusiones sobre el posible efecto en la cotización de los instrumentos financieros de que se trata o de los instrumentos derivados relacionados con ellos». El subrayado es mío.

39. Además, considero que, habida cuenta de la dificultad que existe en infinidad de ocasiones para evaluar²⁴ *ex ante* si una información puede provocar un incremento o una bajada de los precios de los instrumentos financieros en cuestión, limitar el ámbito del concepto de información «de carácter concreto» únicamente a aquella información que permita prever el sentido de una variación de los precios de dichos instrumentos vaciaría prácticamente de contenido a las Directivas 2003/6 y 2003/124.²⁵ Ello daría pie a una divulgación selectiva de la información por parte de los emisores contraria a los objetivos de la Directiva 2003/6.

40. Sin embargo, el Sr. Lafonta alega que su posición viene confirmada por la doctrina del Comité de responsables europeos de reglamentación de valores (en lo sucesivo, «CESR»)²⁶. En efecto, en el punto 1.8 del documento titulado «Market Abuse Directive, Level 3 — second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market» de julio de 2007 (segundo conjunto de orientaciones e informes del CESR sobre la aplicación común de la Directiva en el mercado: nivel 3 de la Directiva de abuso del mercado; en lo sucesivo, «Guía»),²⁷ el CESR señala que una información es suficientemente específica, por ejemplo, en dos circunstancias. En primer lugar, cuando la información es tal que pueda permitir a un inversor razonable tomar una decisión de inversión sin (o con muy poco) riesgo, es decir, cuando le permita evaluar con seguridad cómo afectará dicha información al precio del instrumento financiero de que se trate o de los instrumentos financieros derivados correspondientes una vez que se haya hecho pública. Por ejemplo, una persona que sepa que un determinado emisor está a punto de lanzar una oferta pública de adquisición puede estar seguro de que el precio de la acción del emisor aumentará una vez que la oferta se haga pública. En segundo lugar, cuando la información es de tal naturaleza que probablemente sería explotada inmediatamente en el mercado.²⁸

41. Procede señalar, en primer lugar, que en el punto 8 del Feedback Statement (síntesis de las aportaciones) del CESR²⁹ sobre la Guía, publicado a la vez que ésta, el CESR señaló que el objetivo de la Guía era, en particular, aportar ejemplos de informaciones que podrían constituir eventualmente «información privilegiada». Es preciso observar que la Guía carece de valor jurídico vinculante y no puede ser invocada para establecer excepciones a las disposiciones de las Directivas 2003/6 y 2003/124 y, además, se publicó antes de las sentencias *Spector Photo Group* y *Van Raemdonck* (C-45/08, EU:C:2009:806) y *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397).

42. Considero, en línea con las observaciones presentadas por la Comisión durante la vista, que el primer ejemplo que se cita en el punto 1.8 de la Guía es muy extremo y contempla una situación poco frecuente en la que información es clara, completa y no deja lugar a dudas. Como ha puesto de manifiesto la Comisión, no es necesario tal grado de certeza para que una información pueda considerarse privilegiada. Por otra parte, la Comisión señaló acertadamente que el punto 1.15 de la

24 — El Gobierno checo afirmó que «prácticamente nadie es capaz de predecir con exactitud la evolución de los precios en el mercado financiero; en otras palabras, nadie tiene una “bola de cristal”».

25 — Véase, por analogía, la sentencia *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397), apartado 47. Según el Gobierno polaco, «valiéndose de la existencia de posibles diferencias sobre el efecto de la divulgación de la información en cuestión sobre el precio de los instrumentos financieros, los emisores eludirían fácilmente la obligación de divulgación de información privilegiada prevista por el artículo 6 de la Directiva. Esta situación sería claramente contraria a los objetivos de la Directiva 2003/6, a saber, garantizar la igualdad de trato de los inversores en materia de acceso a la información e incrementar la confianza de los inversores en el mercado de capitales. Al mismo tiempo, los medios previstos por las Directivas 2003/6 y 2003/124 a fin de combatir el fraude en el mercado se verían seriamente amenazados».

26 — El CESR fue creado mediante Decisión 2001/527/CE de la Comisión de 6 de junio de 2001, (DO L 191, p. 43). Según el artículo 2 de esta Decisión, en su versión modificada por el artículo 1 de la Decisión 2004/7/CE de la Comisión, de 5 de noviembre de 2003 (DO 2004, L 3, p. 32), el CESR «tendrá por misión asesorar a la Comisión, a petición de ésta, dentro de un plazo que ella podrá fijar según la urgencia del asunto, o por propia iniciativa del Comité, en particular sobre la preparación de proyectos de medidas de aplicación en el ámbito de los valores mobiliarios, incluidos los relativos a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios». La Decisión 2001/527 fue derogada por la Decisión 2009/77/CE de la Comisión, de 23 de enero de 2009, por la que se crea el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores (DO L 25, p. 18). El artículo 2 de esta Decisión reproduce en esencia el contenido del artículo 2 de la Decisión 2001/527.

27 — CESR/06-562b.

28 — Desde mi punto de vista, este segundo ejemplo no hace referencia al criterio de la información de carácter concreto, sino que su objeto es aclarar el concepto de efecto significativo previsto en el artículo 1, apartado 2, de la Directiva 2003/124.

29 — CESR/07-402.

Guía recoge otros ejemplos de hechos que respaldan mi teoría de que la información sobre el sentido de la variación de los precios no es necesaria a efectos del concepto de «información privilegiada». El octavo guión del punto 1.15, que se refiere en particular a la «adquisición o transmisión de participaciones u otros activos o ramas de actividad», parece contemplar de manera muy precisa la información del asunto Lafonta, es decir, las TRS. Según la Guía, se trata de un caso típico de información privilegiada. Además, los guiones tercero, séptimo y penúltimo del punto 1.15 de la Guía muestran también varios ejemplos de «información privilegiada», pese a que de ella no puede preverse de ningún modo la evolución de los precios. En conclusión, suponiendo que la Guía resultase pertinente, considero que el Sr. Lafonta no puede invocarla para apoyar su razonamiento.

43. Por consiguiente, considero que el artículo 1, punto 1, de la Directiva 2003/6 y el artículo 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124 deben interpretarse en el sentido de que se entenderá que la información es «de carácter concreto» «si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca», y que cabe afirmar que este conjunto de circunstancias o este hecho pueden dar lugar a un cambio o a una fluctuación en el precio de los instrumentos financieros. Una información de este tipo deberá ser «suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir el posible efecto [de esa serie de circunstancias o de ese hecho] en la cotización de los instrumentos financieros [...]».

44. En cambio, no es necesario que pueda deducirse, con un grado de probabilidad suficiente, que influirá potencialmente en un sentido determinado en los precios de los instrumentos financieros de que se trate, una vez que se haya hecho pública.

C. Efecto significativo en los precios

45. La cuestión prejudicial planteada por el órgano jurisdiccional remitente no hace referencia al efecto «significativo»³⁰ de la información en los precios de los instrumentos financieros. Por tanto, únicamente abordaré esta condición de forma muy breve en aras de la exhaustividad.

46. Es preciso recordar, en línea con las observaciones de la Comisión, que el carácter significativo del efecto que puede tener la divulgación de cierta información sobre los precios no es relevante a los efectos de la condición de concreción exigida por el artículo 1, punto 1, de la Directiva 2003/6.³¹ Así pues, una información, incluso de «carácter concreto», no es contraria a los objetivos de la Directiva 2003/6 y 2003/124 si sólo afecta a los precios de forma insignificante y, en consecuencia, no constituye «la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión» con arreglo al artículo 1, apartado 2, de la Directiva 2003/124.³²

47. El artículo 1, apartado 2, de la Directiva 2003/124, que se refiere al alcance del efecto potencial de una información sobre los precios de los instrumentos financieros en cuestión, tiene por objeto excluir o filtrar la información, incluso de carácter concreto, que tendría un efecto *insignificante* sobre dichos precios y que, en consecuencia, no afectaría a la integridad del mercado.³³

30 — Véanse los artículos 1, punto 1, de la Directiva 2003/6 y 1, apartado 2, de la Directiva 2003/124.

31 — Véanse los puntos 28 y 29 de las presentes conclusiones.

32 — Tanto el artículo 1, apartado 2, de la Directiva 2003/124, como el artículo 1, apartado 1, de dicha Directiva, han sido redactados en términos muy generales. Como se desprende del considerando 1 de la Directiva 2003/124, los inversores razonables basan sus decisiones de inversión en la información de la que ya disponen. Este considerando 1 añade que «esta evaluación tiene que tomar en consideración el efecto anticipado de la información teniendo en cuenta la totalidad de la actividad relacionada con el emisor, la fiabilidad de la fuente de información y otras variables del mercado que pudieran afectar al instrumento financiero correspondiente o al instrumento financiero derivado relacionado en esas circunstancias determinadas». Véase, asimismo, en este sentido, el apartado 55 de la sentencia *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397).

33 — Cabe considerar esta disposición como una regla *de minimis*.

48. Desde mi punto de vista, al igual que sucede en el artículo 1, apartado 1, de la Directiva 2003/142, el artículo 1, apartado 2, de esta Directiva no se limita tampoco a la información que permita determinar el sentido del cambio en el precio de los instrumentos financieros. Una información que se refiera a la posible volatilidad de un título, al alza o a la baja, podría ser utilizada en determinados casos por un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión.

49. De la documentación aportada al Tribunal de Justicia se desprende que existen mecanismos financieros que permiten que un inversor obtenga un beneficio en caso de que se dé un cambio significativo en el precio de un título, al alza o a la baja, si se cumplen ciertas condiciones de mercado.

50. En consecuencia, es preciso apreciar caso por caso si una información sobre la propia posibilidad de un cambio significativo podría ser una información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión, incluso si esta información no expresa en qué sentido se producirá este cambio.

51. Por último, me gustaría hacer referencia a los ejemplos que el Gobierno polaco ha aportado durante la vista sobre informaciones que, a pesar de no indicar el sentido de un posible cambio en los precios, deben considerarse asimismo como privilegiadas en el sentido de las Directivas 2003/6 y 2003/124. De este modo, la jubilación del consejero delegado de una empresa del sector de la construcción que podría ser sustituido por un directivo que cuente con una larga trayectoria en el ámbito de las telecomunicaciones puede constituir una información de carácter concreto que puede ser tenida en cuenta por inversores razonables. Algunos de estos inversores considerarán que dicha sustitución podría dar un nuevo impulso a la empresa, mientras que otros opinarán que la contratación de un dirigente que no forma parte del sector podría tener un efecto negativo.³⁴ En cualquiera de estos dos casos, la información deberá hacerse pública cuanto antes con arreglo al artículo 6 de la Directiva 2003/6.

VI. Conclusión

52. A la luz de las consideraciones anteriormente expuestas, propongo al Tribunal de Justicia que responda a la cuestión prejudicial planteada por la Cour de cassation (Francia) de la siguiente manera:

«El artículo 1, punto 1, de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), y el artículo 1, apartado 1, de la Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado, no debe interpretarse en el sentido de que sólo puede constituir información de carácter concreto, en el sentido de dichas disposiciones, aquella de la que sea posible deducir, con un grado de probabilidad suficiente, que influirá potencialmente en un sentido determinado en los precios de los instrumentos financieros de que se trate, una vez que se haya hecho pública.»

34 — Asimismo, el Gobierno polaco ha puesto como ejemplo el caso de una empresa de producción de lácteos que se transforma en una empresa de construcción y utiliza como terrenos de construcción las propiedades inmobiliarias que solía dedicar a la producción de leche. El efecto de esta modificación sobre el sentido del precio de las acciones de la empresa en cuestión resulta igualmente imprevisible.