



Consulta pública de CESR sobre la propuesta de extender el régimen de comunicación de participaciones significativas a instrumentos con efectos económicos similares a acciones y derechos sobre acciones. (Consultation paper: Proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares)

Enlace al documento: [Consultation paper: Proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares.](#)

1.- A quien va dirigido (potenciales interesados):

- Sociedades Cotizadas.
- Empresas de Servicios de Inversión y Entidades de Crédito.
- Participantes en los mercados en general.

2.- Nota Informativa

Este documento, preparado por el grupo de transparencia si bien los trabajos ulteriores serán llevados a cabo por el Corporate Finance Standing Committee (resultante de la remodelación interna de CESR), pretende coordinar los esfuerzos de las distintas jurisdicciones en esta área, y el resultado de este trabajo será parte de un informe que se elevará a la Comisión Europea para la futura revisión de la Directiva de Transparencia (en adelante, la DT).

Existen una serie de instrumentos –distintos de las acciones y derechos sobre acciones- que pueden ser utilizados para adquirir, ejercer influencia o intentar adquirir el control de una sociedad cotizada exponiendo al emisor a un riesgo económico prolongado en el tiempo. Tales instrumentos incluyen opciones, swaps sobre acciones y contratos por diferencias (CfDs).

Estos instrumentos constituyen una importante fuente de liquidez para el mercado por lo que no se pretende desincentivarlos, sino que el objetivo de este trabajo es que su riesgo económico sea transparente para el mercado sin que se difunda información innecesaria o potencialmente engañosa.

Ámbito de la Directiva de Transparencia.

El régimen de participaciones significativas pretende permitir a los inversores que van a adquirir o disponer de acciones tener conocimiento de los cambios en la estructura de votos.

Los instrumentos que no dan derecho a adquirir por iniciativa propia de su tenedor acciones ya emitidas que lleven aparejados derechos de voto de un emisor cuyas acciones han sido admitidas a negociación en un mercado secundario no están sujetos

al ámbito de la DT, si bien indirectamente podría considerarse su inclusión a través del artículo 10 g) (derechos de voto poseídos por un tercero en nombre propio por cuenta de una persona física o jurídica).

La estructura del instrumento tipo es la siguiente:

.- Suscriptor de un instrumento con efectos similares a acciones o derechos sobre acciones: no tiene riesgo económico y desea tener el mismo beneficio que el tenedor del instrumento largo.

.- El comprador tiene un cierto grado de control a través del suscriptor sobre los derechos de voto adjuntos a las acciones sostenidas como garantía; tiene información ventajosa sobre el resto del mercado en cuanto al free float ya que conoce el volumen de las acciones del suscriptor (cobertura) que no llega al resto de los participantes en el mercado.

.- El tenedor de una posición larga se beneficia de una subida de precios; su posición económica puede estar basada en acciones o en instrumentos referenciados a dichas acciones que permiten la separación de derechos económicos y de voto.

.- Los inversores pueden tener más derechos de voto que económicos y viceversa lo que da lugar a titularidades ocultas y derechos de voto vacíos, restando eficiencia a los precios y transparencia a las transacciones en relación con el free float. También se puede evitar el lanzamiento de una oferta obligatoria a precio equitativo dañando la posibilidad de éxito de la minoría de los accionistas.

Casos recientes e iniciativas nacionales.

Se relatan brevemente 5 casos famosos en los que tales instrumentos fueron utilizados con la intención de influenciar o adquirir el control de una compañía con la adquisición de un paquete de control y afectar al gobierno de la compañía. Por ejemplo, el caso Fiat (2005) en el que el titular de referencia contrató swap sobre acciones de la compañía que, antes del cierre, se pactó que se liquidara en acciones con lo que la mantuvo el control del 30% sin necesidad de lanzar una opa.

Fuera de la Unión Europea (Suiza, Hong Kong y Australia) han empezado a dar distintos pasos para incluir cierta transparencia en estos instrumentos. Algunas jurisdicciones europeas (Reino Unido, Francia, Portugal y Holanda) están incluyendo (o van a incluir) tales instrumentos en el régimen nacional de información sobre participaciones significativas o van a establecer reglas específicas de información. La DT, al ser de mínimos, permite tales iniciativas.

Propuesta de CESR.

El documento propone extender la comunicación de participaciones significativas para incluir a todos aquellos instrumentos que producen similares efectos económicos a la tenencia de acciones y derechos sobre acciones, con independencia de que su liquidación se realice en metálico o con entrega física de acciones. Por ejemplo, CfDs,

swaps sobre acciones, opción de compra con liquidación en metálico y venta de opciones de venta.

CESR entiende que el actual ámbito de aplicación no cubre el objetivo del régimen de información de participaciones significativas que es clarificar quién puede ejercer influencia en la compañía emisora, y entiende que los actuales umbrales de la DT deberían aplicarse a estos instrumentos, porque es probable que un inversor con un significativo interés en una posición larga busque influir en la emisor.

CESR considera que la posible compensación entre posiciones brutas (corta y largas) no impide del acceso a los derechos de voto y, por lo tanto, otorga la posibilidad de ocultar los paquetes de acciones. En consecuencia, a los efectos de la comunicación de participaciones significativas, la compensación no debe permitirse. La compensación de posiciones cortas se está estudiando en el Task Force de ventas en corto (short selling) incluyendo a los tomadores de posiciones cortas netas y no limitándose a los tenedores de acciones que tiene una posición larga. El régimen propuesto para ventas en corto (short selling) podría tener la consecuencia no intencionada de hacer más transparentes situaciones de votos vacíos.

Si bien una lista no exhaustiva de instrumentos podría servir de guía al mercado, es más práctica una definición amplia del concepto efecto económico similar a la tenencia de acciones y derechos sobre acciones, para lo cual se proponen dos opciones: a) extender la definición más allá de la definición de instrumento financiero en MiFID y posiblemente excluir ciertos tipos de transacciones/acuerdos o b) limitar la definición a lo previsto para instrumentos financieros en MiFID.

La primera opción es más amplia y haría necesarias determinadas excepciones lo que podría dar lugar a cierta incertidumbre legal. La segunda opción es más segura, si bien es discutible que ciertos instrumentos, como contratos privados, acuerdos de recompra o derechos de recompra de valore prestados, quedaran adecuadamente incluidos en la definición de instrumento financiero de la MiFID o en los artículos 9, 10 o 13 de la DT.

Cálculo de los umbrales.

CESR considera que las opciones y excepciones que permite la DT podrían permitir que estos instrumentos sean notificados de forma agregada a las acciones y derechos sobre acciones, si bien también se puede considerar su notificación por separado.

La forma de calcular los umbrales exige calcular el equivalente de estos instrumentos en términos de potenciales derechos de voto. Hay dos aproximaciones para el cálculo: base nominal o base delta ajustada. En un cálculo nominal, un instrumento es contabilizado como el número de acciones al cual es referenciado. Este cálculo es el que contempla actualmente la DT en el artículo 13. El cálculo es fácil, tiene poco coste, y el tenedor solo debe recalcularlo si la posición es alterada en el tiempo. En un cálculo delta ajustada, la equivalencia de acción está basada en la delta que representa el número de acciones que el tenedor de un instrumento necesita para cubrir su riesgo. Por ejemplo, un contrato por diferencias tiene un delta 1 puesto que refleja el precio del subyacente, mientras que la delta de las opciones fluctúa, por lo que deberá ser recalculado diariamente y puede resultar que los umbrales se crucen de forma pasiva.

Ámbito del régimen que se propone y excepciones.

La definición amplia que propone CESR de los instrumentos con efecto económico similar a acciones y derechos sobre acciones debe tener –como decíamos– algunas excepciones:

.- Las transacciones que realicen las empresas de inversión y las entidades de crédito por debajo del 5% siempre que no ejerciten los derechos de voto ni intervengan en la gestión. (Excepción contemplada en la DT como opción que los Estados miembros pueden implementar o no).

.- Las adquisiciones o disposiciones que alcancen o sobrepasen el umbral del 5% por la actuación de un creador de mercado siempre que no intervenga en la gestión ni ejerza influencia en el emisor para comprar las acciones o confirmar el precio.

.- Transacciones en interés de los clientes en las que éstos actúan prácticamente como intermediarios y no con la finalidad de devenir propietarios, al igual que la empresa de inversión.

.- Transacciones intra grupos realizadas por motivos contables.

Por el contrario, una definición limitada estaría basada en términos contractuales que excluyen la posibilidad del tenedor de obtener derechos de voto o influenciar su ejercicio. Ello significa que los instrumentos que potencialmente dan acceso a los derechos de voto subyacente requerirán difusión de información a menos que los requerimientos de puerto seguro (safe harbour) se cumplan de forma que las acciones y los derechos de voto quedan excluidos.

Esta aproximación plantea los problemas siguientes: los términos de un contrato pueden ser cambiados antes de ser cerrado, el puerto seguro depende de la intención del tenedor del instrumento y no siempre se puede evitar la formación de paquetes de acciones de forma no transparente, un cambio de intención puede ser legítimo, y el puerto seguro puede suponer gastos legales en los participantes en los mercados que incluyan provisiones.

Análisis beneficios/costes.

El cambio del ámbito de las notificaciones supondrá unos costes en los participantes en los mercados que necesitarán cambiar sus sistemas para permitir la captura de más instrumentos. También habrá más gastos para inversores, emisores y reguladores en procesos de notificaciones adicionales.

Los beneficios son que se obtendrán son: más transparencia, reducción de titularidades ocultas, votos vacíos (“empty voting” en su denominación internacional) y tomas de control de forma opaca o fraudulenta. También se promoverá la práctica de los suscriptores de votar teniendo en cuenta el interés de los tenedores de los instrumentos.

Una regulación pan-europea dará más certeza legal y proporcionará una información útil sobre el free float.

3.- Solicitud de comentarios

El período de consultas finaliza el **31 de marzo de 2010**.

Las observaciones pueden enviarse directamente a la página web de CESR (www.cesr-eu.org) bajo el encabezamiento "consultations".

Asimismo, se solicita la remisión de una copia de los documentos a la dirección de la CNMV que se indica a continuación:

Dirección de Relaciones Internacionales
c/ Miguel Ángel 11
28010 Madrid

International@cnmv.es