

Comentarios de CCBE sobre la propuesta de una Directiva que modifique la Directiva sobre la Transparencia 2004/109/CE

Nota sobre la inclusión de liquidar en efectivo exclusivamente los derivados de cálculo cuando se superan los umbrales

El Consejo General de la Abogacía Europea (CCBE) es la organización representativa de alrededor 1 millón de abogados europeos a través de sus abogacías miembros de 31 países miembros de pleno derecho y 11 asociados, además de los países observadores.

CCBE tiene los siguientes comentarios en la propuesta de modificación de la Directiva sobre Transparencia: La Comisión Europea publicó el 25 de octubre de 2011 una propuesta de Directiva que modifica la Directiva sobre la Transparencia. Entre los elementos contemplados en esta propuesta, está la inclusión de liquidar en efectivo exclusivamente los derivados de cálculo cuando se superan los umbrales.

Se propone modificar el artículo 13 de la Directiva sobre la Transparencia en relación con la obligación de notificación para la adquisición o cesión de participaciones importantes, es decir, declaraciones sobre el umbral excedido, como sigue:

“1. Los requisitos de notificación establecidos en el artículo 9 se aplicarán, asimismo, a toda persona física o jurídica que posea, directa o indirectamente:

a) Instrumentos financieros que, a su vencimiento, den al titular, bajo acuerdo formal, ya sea el derecho incondicional de adquirir o la discreción respecto a su derecho a adquirir, acciones que lleven aparejadas derechos de voto, ya emitidos, de un emisor cuyas acciones han sido admitidas a negociación en un mercado regulado.

b) Instrumentos financieros con efectos económicos similares a los referidos en el apartado (a), den o no derecho a una liquidación en efectivo.

La notificación requerida debería incluir un desglose según el tipo de instrumentos financieros de acuerdo con el punto (a) del primer párrafo y los instrumentos financieros de acuerdo con el punto (b) de dicho párrafo”

En el estado actual de la Directiva sobre la Transparencia, sólo las operaciones para la adquisición y disposición de acciones están sujetas a requisitos de declaración cuando se superan los umbrales. Si se adoptara la enmienda propuesta del artículo 13, todos los instrumentos financieros con efectos económicos que son equivalentes a las acciones estarán sujetos a los mismos requisitos de declaración.

La enmienda tiene por objeto liquidar en efectivo exclusivamente los derivados tales como permutas y CFDs. Si bien estas inversiones proporcionen derechos económicos a sus titulares en las empresas, se ignoran en la actualidad en el cálculo de las explotaciones en relación con los umbrales de declaración que se superen, de conformidad con la Directiva sobre la Transparencia.

Algunos estados miembros han tomado ya, sin embargo, la iniciativa de incluir estos complejos instrumentos derivados con acciones en el cálculo de los límites que se informa. Este es el caso de Suiza, Reino Unido, Portugal y también de Alemania.

Sin embargo, como se indica en el Considerando número 10 de la Directiva propuesta, la armonización de las normativas en este ámbito resulta necesaria para que las medidas implantadas por la Directiva sobre la Transparencia sean efectivas:

“Un régimen armonizado para la notificación de participaciones importantes en los derechos de voto, especialmente en cuanto a la agregación de participaciones de acciones con las carteras de instrumentos financieros, podrían mejorar la seguridad jurídica, aumentar la transparencia y reducir la carga administrativa para los inversores transfronterizos”

El interés de los requisitos de declaración para los umbrales que se han excedido es proporcionar al mercado con una verdadera imagen de los emisores, su capital y de las intenciones que puedan tener los terceros. Este objetivo se ve amenazado cuando la meta es sostener los derivados complejos que favorecen al aumento de capital oculto.

También se señala en el Considerando 8 de la Directiva propuesta:

“La innovación financiera ha llevado a la creación de nuevos tipos de instrumentos financieros que permite a los inversores la exposición económica a las empresas, la revelación de que no haya sido previsto en la Directiva 2004/109/EC. Estos instrumentos pueden ser usados para adquirir acciones secretas en compañías que podría resultar en el abuso de mercado y dar una imagen falsa de la propiedad económica de empresas que cotizan en bolsa. Para asegurar que los emisores y los inversores tienen conocimiento pleno de la estructura de la propiedad corporativa, la definición de instrumentos financieros en que la Directiva debería abarcar todos los instrumentos con similares efectos económicos a mantener acciones y derechos para adquirir acciones”.

CCBE ha dado la bienvenida a esta propuesta que reflejará mejor la realidad económica de las empresas y compensará la falta de legislación, que ahora está indefensa en situaciones de incremento de capital a través del uso de derivados.

Esto ha ocurrido recientemente en Francia donde el aumento gradual de la participación de LVMH en la compañía Hermès a través de permutas generó litigios importantes. Casos parecidos se encontraron en Alemania (Porsche c. Volkswagen y Continental c. Schaeffler) o Reino Unido (Philip Green c. Marks & Spencer y BAE Systems c. Alvis).

Algunos miembros de CCBE lamentaron que el texto propuesto no fuera más específico sobre la descripción de derivados (el texto se refiere a instrumentos financieros con efectos económicos parecidos a las acciones). Sin embargo, el uso de términos generales es relevante porque estos instrumentos financieros están sujetos a innovación constante. Se teme que al prestar una definición más precisa de estos instrumentos, el texto restrinja la efectividad de la Directiva: Nuevos instrumentos podrían crearse y usarse para eludir los requisitos de declaración para los umbrales excedidos.

Además, es lamentable que el proyecto de Directiva no aborde la relación entre el régimen de declaración de umbrales que se superaron y el esquema de inicio de la oferta obligatoria de adquisición.

En efecto, la Directiva 2004/25/EC de ofertas públicas de adquisición prevé el inicio obligatorio de una oferta pública de adquisición:

“1. Cuando una persona física o jurídica que, como resultado de su propia adquisición o la adquisición por personas que actúan en concierto con ella, posee valores de una sociedad como refiere el artículo 1 (1) que, sumados a las posibles participaciones existentes de los valores que tenga y de las explotaciones de los valores de las personas que actúen en conjunto con ella, directa o indirectamente le proporciona un porcentaje específico de los derechos de voto en esa empresa, dándole el control de la compañía, los Estados Miembros velarán porque tal persona esté obligada a hacer una oferta a fin de proteger a los accionistas mayoritarios de esa compañía”.

Los instrumentos financieros de liquidación en efectivo, no confieren por definición ningún derecho de voto, quedan fuera del ámbito de aplicación de los valores incluidos en el cálculo del umbral para iniciar una oferta pública de adquisición obligatoria.

Algunos miembros estimaron que sería conveniente establecer una identidad para el alcance de instrumentos financieros cuando se calculan umbrales, ya sea para obtener información de mercado o para iniciar una oferta pública de adquisición. Otros creyeron que cada identidad no es necesaria, como los derivados son instrumentos financieros a corto plazo, mientras que la iniciación de ofertas públicas de adquisición obligatoria se basa en la posesión de instrumentos financieros a largo plazo.

CCBE sin embargo conviene en la necesidad de una revisión cuidadosa de la gestión, en particular trabajando en la Directiva 2004/25/EC.