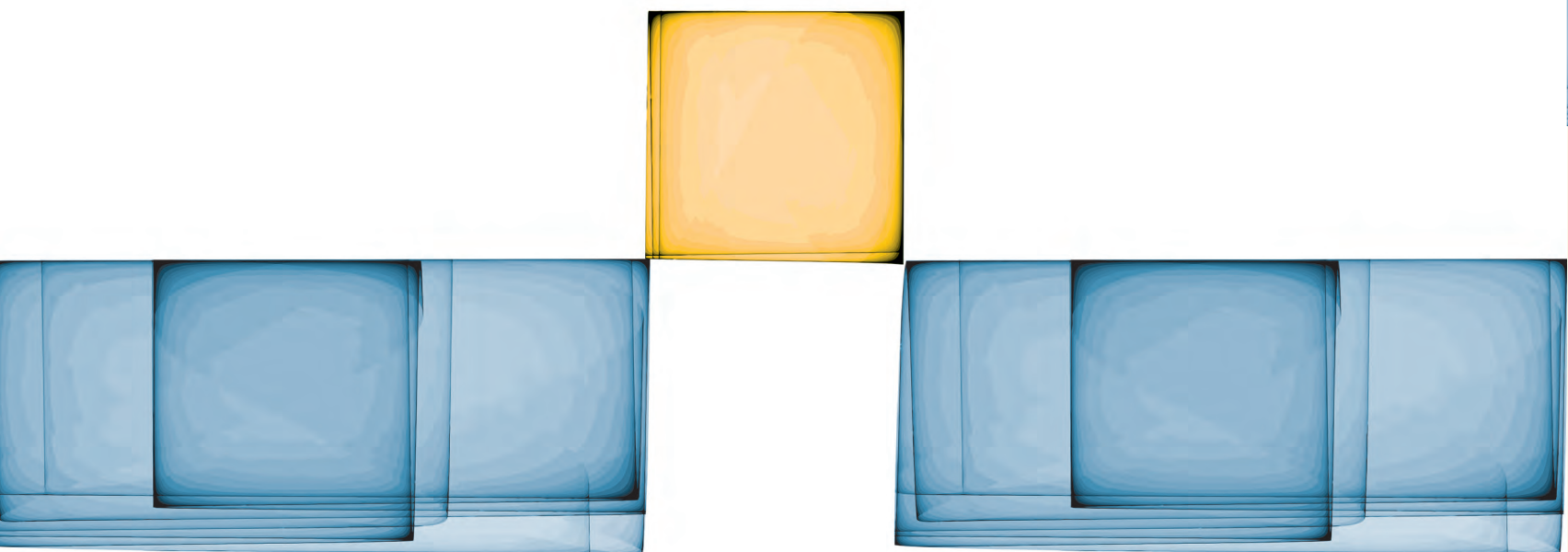




Prepared for the European Commission  
Internal Market and Services DG  
Final Report

# Directiva Sobre Transparencia Informe De Valoración





# Resumen y conclusión analítica

# Índice

<b>Resumen .....</b>	<b>5</b>
1. Claridad y adecuación de la Directiva .....	6
2. La emisión de información periódica.....	8
3. Información y notificación de participaciones importantes.....	10
4. La difusión y el almacenamiento de la Información Regulada .....	14
5. Uso del lenguaje para la divulgación de información regulada .....	16
6. Supervisión.....	16
7. Impacto de la Directiva en la atracción del Mercado Único .....	17
<b>Posibles mejoras.....</b>	<b>18</b>

## Resumen

La Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado (la “Directiva”, la “Directiva sobre Transparencia” o “DT”) requiere que los emisores cuyos valores se admiten a negociación en mercados regulados en la Unión Europea aseguren a los inversores la apropiada transparencia a través de un flujo regular de información, publicando información periódica y constante y distribuyendo dicha información al público en la Comunidad. La información regulada consiste en informes financieros, información sobre proporciones importantes de derechos de voto e información publicada de acuerdo con la Directiva sobre Abuso del Mercado (2003/6/CE). La Directiva sobre Transparencia lleva más de dos años operativa en la Unión Europea. Es una de las Directivas FSAP clave (Financial Services Action Plan – Plan de Acción de Servicios Financieros) sobre el funcionamiento de la transparencia y, por lo tanto, de atracción, del Mercado Único.

Uno de los principales objetivos de este estudio es proveer evidencia cuantitativa y cualitativa para asistir a la Comisión en el cumplimiento de su obligación de acuerdo con el Artículo 33 de la Directiva de informar sobre la operativa de la Directiva sobre Transparencia al Parlamento y Consejo Europeos. El informe de la Comisión será emitido en el año 2010 y examinará si la aplicación y obligaciones de la Directiva sobre Transparencia cumplen con sus objetivos de forma completa.

La Comisión abrió una licitación (MARKT/2008/07/F) el 13 de junio de 2008 para realizar un estudio sobre la aplicación de ciertas obligaciones de la Directiva sobre Transparencia. Tras un proceso competitivo de licitación, Mazars consiguió el contrato el 29 de diciembre de 2008.

Para cumplir con los objetivos del estudio, el enfoque para recopilar evidencias sobre la percepción de las partes interesadas, operativa de la Directiva sobre Transparencia y comparación entre países, ha incluido las siguientes metodologías: cuestionarios online (con una tasa global de respuesta del 12%), entrevistas a partes interesadas, revisiones de cumplimiento de informes financieros; y revisiones sobre la implantación legal. Si el número de respuestas para una categoría específica de partes interesadas y/o Estado Miembro en particular era insuficiente, hemos intentado compensar esta falta de información realizando entrevistas con dichas partes interesadas o con sus asociaciones.

Los Estados Miembros de la Unión Europea incluidos en el estudio son los siguientes: Austria, República Checa, Francia, Alemania, Hungría, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Polonia, España, Rumania, Eslovaquia, Suecia y Reino Unido. Los países no miembros de la Unión Europea son: Estados Unidos, Japón, China, India, Hong Kong y Suiza. Las categorías de partes interesadas incluidas en el estudio son: Emisores de acciones, Emisores de obligaciones u otros valores, Inversores institucionales, Asociaciones de inversores, Medios de comunicación, Analistas financieros, Bolsas de Valores, Otras asociaciones de partes interesadas y Supervisores. Los Intermediarios financieros respondieron al cuestionario como emisores de acciones u obligaciones o como Inversores institucionales.

Los resultados presentados en este Resumen y en el Informe completo deberán ser leídos junto con sus anexos, que detallan las estadísticas y un comentario sobre las metodologías utilizadas en el estudio, las principales fuentes de información y el material empleado.

Este estudio fue concebido como complemento a los informes exhaustivos sobre el funcionamiento de la Directiva, publicados, en particular, por la Comisión Europea y el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR). Por lo tanto, no será objetivo de este estudio repetir los hallazgos y conclusiones de dichos informes. Asimismo, se debe tener en cuenta que el periodo de tiempo transcurrido desde la fecha de aplicación efectiva de la Directiva en todos los Estados Miembros es demasiado corto como para obtener datos de información cuantitativos que permitan medir el impacto de la Directiva. La mejor tentativa en este sentido corresponde a los dos estudios encargados por la Comisión sobre el impacto económico del FSAP y sobre el coste de cumplir con ciertas medidas FSAP (ver “Cómo saber más sobre la Directiva sobre Transparencia”, sección 5 del Anexo sobre Metodología).

A partir de la investigación realizada para este estudio, se pueden establecer las siguientes conclusiones:

## 1. Claridad y adecuación de la Directiva

Sobre todo, se debe subrayar que una gran mayoría de las partes interesadas considera que la Directiva es útil para un adecuado y eficaz funcionamiento del mercado. De hecho, el 65% de las partes interesadas considera que las disposiciones de la Directiva son adecuadas para conseguir sus objetivos de presentar información exacta, completa y puntual al mercado. Sin embargo, con frecuencia se recalcaron dos puntos sobre la estructura general de la Directiva:

- El hecho de que se trata de una Directiva mínima de armonización que proporciona la posibilidad a los Estados Miembros de adoptar requisitos más estrictos, lo cual ha creado problemas de implantación reales y costosos.
- La ausencia de reglas más flexibles para Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES)\* hace que dichas sociedades deban hacer frente a requisitos demasiado exigentes y costosos. Esto incluso genera ciertas ineficiencias en el mercado.

*\* Se utiliza el término PYME frecuentemente en este informe, pero no deberá ser entendido como referencia a una definición existente en la Ley Comunitaria. Sería necesaria una definición específica de PYME cuyos valores sean admitidos a negociar en un Mercado Regulado si se implementase un sistema específico.*

No hemos encontrado interlocutores que cuestionen la existencia o los méritos de la legislación. Todos los emisores entrevistados dejaron extremadamente claro, sin embargo, que no se les debería imponer ningún requisito adicional de publicación de información financiera. Adicionalmente, el 81% de las partes interesadas cree que las disposiciones de la Directiva son lo suficientemente claras, en concreto porque numerosas disposiciones clave ya existían en la mayoría de los Estados Miembros. Cuando se señala una falta de claridad, en la mayoría de los casos las partes interesadas consideran que es consecuencia de las transposiciones nacionales o de las prácticas de mercado y muy pocos consideran que se deba a la Directiva en sí.

El 62% de las partes interesadas considera que la Directiva es lo suficientemente detallada, excepto por: (i) ciertas disposiciones (por ejemplo, el contenido de las Declaraciones Intermedias de Gestión Trimestrales), (ii) cuando se permite una divergencia excesiva en la implantación nacional (por ejemplo, en la notificación de umbrales), y (iii) ciertas definiciones que provocan obligaciones (por ejemplo, “acciones concertadas”).

El 45% de las partes interesadas considera que la armonización es suficiente y, en las entrevistas, los inversores expresaron una clara tendencia en favor de una máxima armonización. Esto queda particularmente claro en el caso del requisito sobre traspaso de umbrales, donde las divergencias nacionales crean un aumento de trabajo. Se requiere una máxima armonización por múltiples razones prácticas: definiciones, alcance, excepciones, cálculos, nivel de umbrales, fechas de entrega y formularios de notificación. Se debe tener en cuenta que a los emisores les preocupa menos la falta de armonización porque se benefician del principio de autoridad nacional competente impuesto por la Directiva; sin embargo, los usuarios de información regulada (analistas financieros e inversores institucionales) sí se manifiestan puesto que se enfrentan con frecuencia a diferencias internacionales. Para compensar esta falta de armonización, el 44% de las partes interesadas aceptaría contar con mayor orientación y asistencia para cumplir con requisitos específicos de la Directiva. En concreto, estarían a favor de una orientación armonizada emitida por el CESR (Committee of European Securities Regulators – Comité Europeo de Reguladores de Valores). Una clara mayoría de emisores fuera de la Unión Europea, en concreto cuando cotizan en el extranjero, están a favor de orientación adicional en relación con las obligaciones de la Directiva.

En cuanto a la relevancia de un sistema específico de transparencia para las PYMES, el 59% de las partes interesadas que opina sobre este asunto, en general y como principio, está a favor de normas de transparencia diferentes aplicables a las PYMES. La principal dificultad parece ser la fecha límite de publicación de informes semestrales. Al definir a las PYMES, se menciona con frecuencia una capitalización de mercado de entre 250 millones y 1 billón de euros. Los analistas financieros apoyan fuertemente la divulgación de informes financieros en un periodo de tiempo más prolongado.

En general, las partes interesadas no creen que la Directiva tenga un impacto ni en las principales emisiones de valores ni en las cotizaciones:

- El 50% de las partes interesadas no expresa opinión alguna sobre este asunto o creen que la Directiva no afecta a las principales emisiones. Un mayor número de emisores de obligaciones u otros valores se inclinan a creer que la Directiva ha favorecido las emisiones.
- El 50% de las partes interesadas considera que la Directiva no ha afectado al mercado primario. La situación actual del mercado primario se explica más fácilmente por la crisis financiera.

Las Sociedades que no cotizan en su Estado Miembro han expresado frustración porque el principio del Estado Miembro de origen de la Directiva debería simplificar los problemas existentes, y no sienten que éste sea el caso – sigue existiendo una duplicidad de informes y cumplimiento de dos normativas diferentes porque las prácticas de los supervisores exceden los requisitos de la Directiva.

Finalmente, el 60% de las partes interesadas apoyaría unas normas de transparencia menos exigentes en el caso de mercados secundarios o alternativos y, por lo tanto, se oponen a aumentar los requisitos de la Directiva en dichos mercados.

Los comentarios aquí indicados reflejan una tendencia general. Para cada tema, las opiniones difieren en cada categoría de parte interesada y entre los diferentes Estados Miembros. Se requiere una lectura del informe completo para obtener una visión global y mejor comprensión de estos asuntos.

El análisis legal de la operativa de la Directiva confirma que su redacción, en general, es suficientemente clara, excepto por lo siguiente:

- Ciertas definiciones se deberían revisar para tener en cuenta sistemas específicos o mecanismos legales (por ejemplo, la definición de “emisor” debería considerar más claramente a fiduciarios y fondos comunes), y el uso de diferentes términos con significados similares (como en el caso de “hechos relevantes” y “acontecimientos importantes”) debería ser más consistente.
- Las normas sobre la notificación de participaciones importantes (contempladas en la sección 3).

## 2. La emisión de información periódica

En una valoración general derivada de revisiones específicas, opinión de partes interesadas y valoraciones legales, las disposiciones de la Directiva sobre la publicación de información periódica por parte de emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado son apropiadas y cumplen con los objetivos.

De hecho, el 82% de las partes interesadas considera que la información periódica publicada por los emisores cotizados es útil para la inversión. El 70% de las partes interesadas también considera que el contenido de la información es pertinente para realizar una evaluación informada sobre la situación financiera de un emisor. Una revisión sistemática, de hecho, muestra que los emisores publican voluntariamente más de lo mínimamente requerido sobre información financiera semestral y trimestral. Adicionalmente, el 71% mantiene que los emisores producen suficiente información en comparación con lo requerido. Además, el 69% de las partes interesadas no considera que el coste del cumplimiento con las obligaciones de información periódica sea demasiado oneroso.

La percepción de las partes interesadas es que la información periódica se publica de manera oportuna (82%). En una revisión sistemática de cumplimiento, se puede comprobar que la realidad es incluso mejor (con ciertas dificultades en los Estados Miembros recientes).

Desde el punto de vista de los emisores, el 69% no ha tenido dificultades en cuanto a las fechas límites de publicación. Sin embargo, esto implica que el 26% de los emisores de acciones u obligaciones confiesa tener problemas para cumplir con las fechas límite de publicación. En la mayoría de los casos (87%), la dificultad reside en la fecha límite de dos meses para publicar informes semestrales. Las PYMES han expresado con fuerza su falta de satisfacción en cuanto a esta fecha límite. Los usuarios de información financiera, y en concreto los analistas financieros, indican que este atasco en la publicación de información al final del segundo mes perturba al mercado, desviando la atención de analistas y prensa financiera sobre las PYMES, dado que se centran más en los “blue chips”. Adicionalmente, ya sea por obligación o de forma voluntaria, el 80% de los emisores audita sus informes semestrales o se los revisa un auditor externo (en 5 Estados Miembros, es obligatorio) y esto contribuye a dificultar el cumplimiento con las fechas límites. Por lo tanto, distribuir las publicaciones en un periodo de tiempo prolongado aliviaría a las PYMES y contribuiría a un funcionamiento más fluido del mercado. El 26% de las partes interesadas apoya la idea de que las PYMES cuenten con diferentes fechas límites. Así lo ha recomendado recientemente la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y así se hace en la actualidad en los Estados Unidos.

Las partes interesadas apoyan el equilibrio conseguido por la Directiva para evitar el “efecto cortoplacista” de la publicación de informes completos trimestrales. El 69% de las partes interesadas cree que la información trimestral es útil para la transparencia y funcionamiento del mercado. El 62% de los usuarios de información financiera considera más valiosa la información publicada en las Declaraciones Intermedias de Gestión (Interim Management Statements – IMS) que los informes financieros trimestrales. Sin embargo, numerosas partes interesadas se quejan sobre la falta de claridad y detalle del contenido de las IMS (Artículo 6.1 de la Directiva). El CESR indicó cierta previsibilidad y comparabilidad en octubre de 2009 (ver Preguntas Frecuentes sobre la Directiva sobre Transparencia – Referencia 09-965).

Las visiones de las partes interesadas sobre el uso de XBRL son muy variadas. Los usuarios de información financiera se inclinan a favor del uso de tecnología de datos interactiva común (tal y como recomienda la IOSCO), pero los emisores han adoptado una actitud de espera y, en cualquier caso, son contrarios al uso obligatorio de XBRL. Las partes interesadas fuera de la Unión Europea conocen mejor el XBRL que las partes interesadas de mercados europeos. En octubre de 2009, el CESR lanzó una amplia consulta sobre los pros y contras del uso de un Formato de Emisión Estándar para Informes Financieros (Referencia 09-859).

Sólo un 35% de las partes interesadas cree que la Directiva ha mejorado la comparabilidad de sociedades activas en el mismo sector. De hecho, consideran que las IFRS son la fuerza motriz en la mejora de una comparabilidad. Un elemento de frustración se basa en que los inversores particulares no creen que la Directiva les haya hecho invertir más en sociedades extranjeras cotizadas.

Desde un punto de vista legal, las disposiciones sobre información periódica son claras. No se han identificado grandes lagunas o problemas de cumplimiento. Sin embargo, se debe tener en cuenta lo siguiente:

- Se podrían introducir ciertas mejoras técnicas sobre, por ejemplo, el contenido de las declaraciones efectuadas por los responsables en las declaraciones semestrales o requisitos de información bajo la sección 16.3 de la Directiva sobre la divulgación de nuevos préstamos.
- Las declaraciones efectuadas por los responsables en los informes financieros anuales y semestrales aumentan la responsabilidad de dichas personas, pero no llevan a un sistema de responsabilidad unificado sobre declaraciones falsas o engañosas. En esta área, una armonización aumentada sería beneficiosa para conseguir mayor transparencia.

### 3. Información y notificación de participaciones importantes

De acuerdo con las partes interesadas y la valoración legal de la operativa legal en los Estados Miembros, las disposiciones de la Directiva sobre la información constante y la notificación de los principales umbrales son altamente problemáticas.

No se cuestionan los principios fundamentales de la Directiva. De hecho, el 79% de los usuarios de información financiera (analistas financieros e inversores institucionales) opina que la información divulgada sobre las participaciones importantes (incluyendo instrumentos financieros) es útil para la inversión. Adicionalmente, el 58% de las partes interesadas indica que las obligaciones de notificación de la Directiva no generan un aumento irracional de la carga. En ningún caso se ha opinado que la Directiva haya causado la comunicación de demasiada información al mercado, sino un llamamiento para la divulgación de más situaciones.

Sin embargo, cuando las partes interesadas expresan su opinión sobre medidas más detalladas o prácticas de la Directiva, su insatisfacción se hace visible. La principal razón para ello es que la posibilidad de los Estados Miembros de adoptar requisitos más exigentes ha minado el intento de armonización de la Directiva. Como aclaración: la Directiva sobre Transparencia no ha simplificado la notificación de participaciones importantes en la Unión Europea. Una de las consecuencias de esta falta de armonización es que la carga de declarar los umbrales no ha disminuido, a pesar de adoptar la Directiva. Se ha perdido la oportunidad de reducir los costes de cumplimiento. El otro factor que explica la frustración de partes interesadas es que la innovación financiera o las disposiciones poco claras de la Directiva permiten que ciertos actores en el mercado eludan los requisitos de transparencia. En otras palabras, las disposiciones de la Directiva sobre participaciones importantes no son resistentes al mercado (se basan demasiado en las reglas y no suficientemente en los principios).

Las siguientes tendencias de percepción ilustran esta opinión general sobre las debilidades de la Directiva:

- Sólo un 15% de las partes interesadas cree que la Directiva ha facilitado la declaración internacional de umbrales.
- El 83% de los analistas financieros, así como el 87% de inversores institucionales y particulares declara haber sido afectado negativamente por el hecho de que los Estados Miembros impongan menores umbrales iniciales.
- El 55% de las partes interesadas cree que la cesión de derechos de voto debería ser más transparente.
- El 86% de las partes interesadas opina que la Directiva debería incluir disposiciones para evitar el ‘voto vacío’.
- El 90% de las partes interesadas expresa una opinión a favor de incluir contratos de intercambio de acciones o contratos que requieren pago en efectivo para las diferencias en el cálculo de umbrales (completamente, o sobre un cierto umbral).
- El 58% de las partes interesadas apoya el hecho de que se debería requerir que los inversores que adquieran una participación significativa (como un 10%, 15% o 20%) proporcionen información más detallada.
- Algunas partes interesadas están a favor de establecer el umbral inicial de la Directiva bajo el 5%, como ocurre en varios Estados Miembros.

Las partes interesadas también expresaron su insatisfacción sobre las medidas prácticas para notificar el traspaso de umbrales. El 66% cree que deberían reducirse las diferencias nacionales para la notificación de participaciones importantes. El 60% está a favor de un grupo de normas únicas armonizadas para la divulgación de participaciones importantes. Finalmente, un 62% de partes interesadas apoya claramente el uso de un formulario electrónico común para notificar el traspaso de umbrales en la Unión Europea. Desde un punto de vista legal, la mayoría de las preocupaciones sobre la Directiva están relacionadas con los requisitos sobre la notificación de participaciones importantes. Los problemas están relacionados con casi todas las disposiciones, centrándose en posibles lagunas sobre cesión de acciones, “votos vacíos” y el uso de derivados (en concreto, cuando requieren pago en efectivo).

Sobre las disposiciones generales de la Directiva, una aclaración sería particularmente útil en los siguientes temas:

- La definición de “ejercicio concertado” (sección 10.2) debería aclararse en mayor profundidad, en concreto en relación al límite entre las discusiones o acciones tomadas colectivamente entre accionistas y el “activismo de accionistas”. Más específicamente, la noción de “política común duradera” conlleva muchas dudas. Se necesita un análisis de situaciones prácticas para promover mayores especificaciones. Sin embargo, cualquier revisión de legislación o conjunto de principios orientativos debería continuar “basándose sobre los principios”.
- Se deberían aclarar las obligaciones de los emisores para hacer pública la notificación (sección 12.6), en concreto cuando el formulario de notificación recibido de los inversores no es satisfactorio o incluye errores de cálculo.

Se deberían tratar los siguientes temas en una revisión de la Directiva o en una orientación más profunda:

- En relación con el Artículo 9 de la Directiva, en cuanto a la obligación central de notificación: la forma en que deberían tenerse en cuenta los recibos de depósito y las restricciones a los derechos de voto y la forma en que computa el denominador.
- En cuanto a la sección 12.3, en relación con la definición de control que debería usarse, se da el caso en el que existe más de un accionista con control.

El alcance de ciertas excepciones debería aclararse o ampliarse, en concreto en relación con:

- La extensión de la excepción que beneficia a instituciones de crédito que actúan por sí mismas (sección 9.6 de la Directiva) al actuar como aseguradores (y en concreto para opciones “*greenshoe*” y similares).
- La extensión de la excepción del Artículo 12.4 a firmas de gestión de activos no UCITS (la excepción actual sólo aplica a gestoras cubiertos por la Directiva UCITS (85/611/CE).

Para evitar lagunas y previendo un sistema aumentado de transparencia, se han tenido en cuenta los siguientes mecanismos:

- Disposición “escoba”: En Austria, existe una amplia provisión “escoba” que podría ser útil para evitar lagunas. Impone obligaciones de notificación a “***personas que tengan derecho a ejercer derechos de voto sin ser el propietario legal de las respectivas acciones.***” En Estados Unidos, existe una disposición anti-evasión que ha sido útil en el contexto de un uso abusivo de derivados.
- Divulgación aumentada para participaciones significativas: Se ha comprobado que, en aras de una mayor información que sea útil para la inversión, aquellos que adquieran participaciones significativas (por ejemplo, un 10% o 20%) deberían divulgar información adicional. La información a divulgar puede incluir la adquisición potencial de control, la voluntad de continuar comprando acciones, la intención de cambiar la composición del consejo y cualquier plan de cambiar la estrategia de la compañía. Si fuese posible, se puede requerir al inversor que informe sobre el marco temporal de la inversión, fuentes de financiación y si las acciones se mantienen en propiedad completa o mediante un acuerdo de préstamo de acciones. Este sistema, que existe en Francia y Alemania, es similar al sistema de divulgación de Estados Unidos, que requiere cumplimentar una amplia información en el Anexo 13 D cuando se superan el umbral de 5% y cada 1% adicional.

En todas las jurisdicciones revisadas de la Unión Europea, los típicos acuerdos de préstamo de valores resultan en una transferencia de propiedad de las acciones prestadas. Bajo el Artículo 9 de la Directiva, la transacción por tanto debería ser notificada tanto por el prestamista como por el prestatario. Algunos países, como el Reino Unido, consideran que el prestamista no necesitar ser notificado.

La explicación para ello es que, en un acuerdo estándar de préstamo de acciones, según el cual el prestamista mantiene el derecho de exigir la devolución de las acciones, existe la disposición simultánea de derechos sobre

las acciones y la adquisición del derecho correspondiente de readquirirlas. El prestamista en dicho acuerdo puede «netear» la disposición y adquisición y, por lo tanto, no contar la transacción bajo sus obligaciones de divulgación. Existe la preocupación de que la divulgación en ambas partes de la transacción lleve a divulgaciones confusas y conflictivas que puedan perjudicar la información de mercado disponible para terceros.

Sin embargo, es necesaria una divulgación ampliada para contar con una imagen global de la situación en cualquier momento. Sólo se podría entregar información completa y consistente al mercado si tanto el prestamista (quien divulgaría su cambio de propietario total a titular de un derecho para readquirir las acciones) como el prestatario (quien declararía su estado de propietario y obligación de devolver las acciones), declaran la transacción. En este caso, no existiría riesgo de confusión. Por el contrario, eliminaría el riesgo de doble contabilización de las acciones (una primera ocasión para el prestamista y una segunda para el prestatario, lo cual potencialmente sería engañoso o, al menos, confuso). Asimismo, el sistema sería más simple, dado que la misma norma sería de aplicación a todas las transacciones de préstamo de acciones, independientemente de los términos contractuales específicos (cuya complejidad puede conllevar interpretaciones divergentes). En Italia y Luxemburgo se aplica un sistema que impone requisitos de divulgación al prestamista.

En cuanto al “voto vacío” (es decir, el voto sin la exposición económica que conllevan las acciones), existe un amplio consenso de que dicha práctica es contraria a los principios básicos de la ley de sociedades. El apoyo de una mayor regulación se basa en la idea de que se confiere poder de voto a accionistas porque ellos soportarán las consecuencias, negativas y positivas, de sus decisiones. Por el contrario, el voto vacío incluye la posibilidad de ejercer influencia sobre sociedades sin ninguna consecuencia financiera para los inversores. En otras palabras, la persona que ejerce los derechos de voto no es la persona que soporta las consecuencias de la decisión. Como resultado de ello, se podrían tomar decisiones que fueran perjudiciales a otros inversores y al emisor. Numerosos casos destacados mostraron el potencial de abuso resultante de este tipo de conductas (por ejemplo, el caso Laxey Partners en Reino Unido, el caso OMV / MOL en Hungría, el caso Perry/Milan en Estados Unidos o el caso Henderson Land en Hong Kong). La investigación seminal producida por Bernard Black y Henry Hu\* y la investigación específica en Europa de Michael Schouten\*\* proporcionan una descripción completa del mecanismo y sus efectos potencialmente perjudiciales. La posición de numerosos representantes de la industria financiera (como la International Securities Lending Association, la International Corporate Governance Network o el Hedge Fund Standard Board) demuestra también que la comunidad financiera comparte ampliamente la preocupación sobre el voto vacío.

Las posiciones en favor del voto vacío (en concreto, el hecho de que pueda facilitar el control de la gestión) no parecen demasiado fuertes por lo que se expone más arriba. En teoría, este asunto podría ser tratado mediante la divulgación o la prohibición. Una divulgación completa obligatoria no cambiaría la contradicción entre la práctica de “voto vacío” y los principios básicos de la ley de sociedades. Establecer un sistema de divulgación podría incluso percibirse como un reconocimiento legal implícito de la práctica. Por lo tanto, en resumen, nos inclinamos a recomendar una prohibición de esta práctica.

\* Hu, Henry T.C. y Black, Bernard S., *Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*. *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, pp. 343-367, 2007

\*\* Schouten, Michel, C., *The Case for Mandatory Ownership Disclosure* (21 de abril de 2009). *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Forthcoming

Los **derivados que requieren pago en efectivo** han causado numerosos comentarios por su uso en varias jurisdicciones para evitar los requisitos de notificación (Porsche / VW, Schaeffler / Continental, SGL Carbon, TCI / CSX, Laxey Partner / Implenia, Victory / Sulzer, Glencore International / Austral Coal, Fiat). En la mayoría de jurisdicciones, estos productos derivados son considerados como un riesgo identificado de posible abuso. Se han impuesto los requisitos adecuados de divulgación en el Reino Unido, Suiza y Hong Kong, y recientemente se han implantado requisitos de divulgación en Francia. Parece que hay posibilidad de cubrir la laguna. Por lo tanto, sugerimos la implantación de un sistema de notificación.

#### 4. La difusión y el almacenamiento de la Información Regulada

Las partes interesadas consideran que las disposiciones de la Directiva sobre la difusión de información regulada de emisores con valores cotizados en un mercado regulado son satisfactorias. De hecho, la Directiva no ha introducido cambios significativos en las prácticas de mercado. La única novedad es el requisito de una difusión de información regulada en toda la Unión Europea.

Un 70% de las partes interesadas que utiliza la información cree que los emisores usan los medios apropiados para difundir la información financiera que producen y un 45% no cree que la Directiva haya cambiado la forma en la que se publica la información financiera. El 50% de los usuarios de información financiera cree que la información llega al inversor fácilmente. El hecho de que algunos Estados Miembros aún requieren una publicación en papel de cierta información regulada en periódicos se considera que tiene más relación con la financiación de la prensa que con la difusión de información.

Un asunto muy comentado es la pobre difusión internacional de información regulada por las PYMES y el poco interés por parte de los analistas e inversores en dichas compañías (“Agujero negro”). El 72% de los usuarios de información financiera no expresa opinión alguna sobre el impacto de la Directiva en un mejor acceso a la información financiera divulgada por Pequeñas y Medianas Empresas. El 83% de los emisores cree que las disposiciones de la Directiva sobre difusión no tienen ningún efecto en su visibilidad internacional o no expresa opinión alguna sobre este asunto.

Si el tema está bien identificado, no se ha planteado solución real alguna en nuestras entrevistas y el consenso general es que la ley o las normas no pueden cubrir la necesidad y que únicamente se lograría si hubiese un cambio en la actitud de los participantes en el mercado. En esta situación, los analistas e inversores financieros centran su atención en las mejores sociedades, lo cual hace que las PYMES se pregunten si de hecho vale la pena hacer un esfuerzo por comunicarse más ampliamente. Si embargo, se puede considerar que las autoridades públicas en la Unión Europea o a nivel nacional podrían desempeñar un papel en la promoción de un mercado secundario más internacional para PYMES cotizadas. Esto podría incluir el estímulo de investigación financiera más internacional, índices internacionales por sector, fondos de inversión internacional por sector, etc.

Las partes interesadas, en general, aceptan las disposiciones de la Directiva para el almacenamiento de información regulada divulgada por emisores cuyos valores se negocian en un mercado regulado.

Un 85% de las partes interesadas considera que el almacenamiento de información histórica sería útil. El 50% opina que lo que debe almacenar es relevante (informes periódicos e información sobre precios); los inversores incluso están a favor de almacenar más información. Un 70% de las partes interesadas está de acuerdo en que la información debería ser almacenada durante al menos cinco años. Existen diferentes opiniones sobre el impacto de la Directiva sobre prácticas de almacenamiento, pero un 63% de los emisores percibe que la Directiva es neutra.

Las opiniones se dividen, y en algunos casos son paradójicas, sobre el mecanismo de almacenamiento y el acceso a la información almacenada. Parece haber una preferencia por un sistema central de almacenaje (45%), tal y como recomienda la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). Incluso si el 38% de los inversores confía más en la información obtenida a través de un Mecanismo Designado Oficialmente (Officially Appointed Mechanism – OAM), los mecanismos independientes nacionales de almacenamiento no son conocidos, dado que sólo el 5% de los usuarios de información financiera confía en ellos como fuente principal de información sobre una compañía específica. De hecho, el caso comercial en OAMs no queda claro (en algunos Estados Miembros, no existen solicitudes para convertirse en OAM). Un 60% de las partes interesadas cree que el Supervisor o la Bolsa debería ser el punto de acceso central para la información almacenada, con preferencia por el Supervisor. Finalmente, el 63% de las partes interesadas que expresó su opinión estaría a favor de un sistema central de almacenamiento de la Unión Europea para facilitar búsquedas de información entre mercados.

En otras palabras, dos años después de la presentación de la Directiva, aún no hay una visión estable y consensuada sobre la forma en la que acceder a la información almacenada en cada país y en la Unión Europea. No se ha llevado a cabo ningún análisis real de coste-beneficio, teniendo en cuenta los intereses de todos los accionistas.

Se pueden derivar tres posibles escenarios de las opiniones expresadas por las partes interesadas:

- Confiar exclusivamente en la página Web de los emisores. Para que esto funcione, la forma en que se almacena información en una sección específica de la página Web de los emisores debería estar consensuada y ser obligatoria en la Unión Europea.
- Mejorar el funcionamiento y visibilidad de los mecanismos de almacenamiento nacionales. Esto implicaría requisitos técnicos más simplificados y armonizados que permitiesen una interconexión eficaz a nivel regional o paneuropeo, y una mayor flexibilidad en la forma en la que dichos sistemas funcionan para mejorar su “Business case”.
- Crear una entrada de datos única en la Unión Europea. Una posibilidad es que el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) se encargue de esta labor, dando acceso a una lista de sociedades cotizadas en la Unión Europea, con un enlace directo a la sección específica de la página Web de la sociedad, donde la información regulada estaría almacenada.

## 5. Uso del lenguaje para la divulgación de información regulada

Las disposiciones de la Directiva sobre el lenguaje a usar para la divulgación de información regulada no crean un problema particular para las partes interesadas. De hecho, el 89% de las partes interesadas no expresa opinión alguna o cree que la Directiva no ha cambiado las prácticas del mercado. Un 59% de las partes interesadas que usa la información financiera divulgada considera que esta información está fácilmente disponible y accesible en un lenguaje habitual en la esfera de las finanzas. El 56% de los usuarios de información financiera declara que consulta notas de prensa o información financiera en idiomas diferentes al inglés. Un 50% de los usuarios de información financiera cree que la ausencia de información financiera publicada en inglés es un obstáculo en las decisiones de inversión. Por el contrario, el 42% de los emisores cree que el uso de inglés en la publicación de su información financiera ha aumentado su visibilidad en el extranjero.

## 6. Supervisión

Como complemento al mapeo exhaustivo de poderes reguladores y supervisores de autoridades competentes bajo la Directiva, publicado por el CESR en julio de 2009 (CESR/09-058), se puede indicar que la percepción de los accionistas sobre la forma en que los supervisores llevan a cabo su labor es positiva.

Las partes interesadas, en general (55%), creen que su relación con su regulador no ha cambiado con la Directiva. El 48% cree que los supervisores han emitido suficiente orientación para el cumplimiento diario de las obligaciones de la Directiva.

El 46% de las partes interesadas cree que el control y las sanciones derivados de las obligaciones de transparencia por parte de los supervisores es adecuada, mientras que los inversores preferirían que los supervisores fuesen más estrictos. Es interesante tener en cuenta que el 50% de los usuarios de información financiera no tiene una visión clara sobre quién el supervisor relevante para cada emisor. Finalmente, los emisores, al seleccionar el país de incorporación, no consideran que la forma en la que las obligaciones de la Directiva son implantadas y se hacen cumplir sea determinante.

Las partes interesadas han subrayado la falta de transparencia en el proceso de evaluación de la equivalencia de los sistemas de transparencia de terceros países y su resultado consolidado a nivel de la Unión Europea.

Las partes interesadas se sienten relativamente indiferentes en cuanto a la oportunidad de ampliar la excepción de 10 años para publicar informes semestrales para los emisores de bonos cotizados antes de 2005 (sección 30.4). Recomendamos dejar que la excepción caduque en 2015, sujeto a una identificación más específica de los emisores de deuda que probablemente sean afectados y a una evaluación del impacto.

## 7. Impacto de la Directiva en la atracción del Mercado Único

Desde un principio, se debería tener en cuenta que las partes interesadas fuera de la Unión Europea no han mostrado demasiado interés en comentar el funcionamiento del sistema de transparencia de la Unión Europea creado por la Directiva. La tasa de ‘no opinión’ por parte de las partes interesadas fuera de la Unión Europea a numerosas preguntas del cuestionario online es mucho mayor que en el caso de partes interesadas de la Unión Europea. El conocimiento y comprensión global de las obligaciones de la Directiva es bajo (32%) y sólo un 16% de emisores fuera de la Unión Europea cree que la Directiva proporciona suficiente claridad y previsibilidad.

Sin embargo, cuando expresan una opinión, la percepción de las partes interesadas fuera de la Unión Europea sobre la accesibilidad del Mercado Único no es muy positiva.

Los inversores institucionales expresan las opiniones más positivas: el 66% de los inversores institucionales fuera de la Unión Europea considera que el nivel de transparencia de los propietarios de sociedades cotizadas de la Unión Europea es suficiente y que tiene un acceso satisfactorio a la información financiera almacenada por sociedades cotizadas de la Unión Europea. El 55% opina que el cumplimiento de la Directiva no ha resultado en un aumento de las molestias. Finalmente, las partes interesadas fuera de la Unión Europea no consideran que el lenguaje sea un obstáculo en el acceso a los mercados de la Unión Europea.

Los emisores fuera de la Unión Europea tienen una opinión más severa sobre el atractivo de los mercados financieros en la Unión Europea. Sólo el 14% de los emisores fuera de la Unión Europea considera que existe orientación suficiente sobre los requisitos de la Directiva y un 77% agradecería una mayor orientación. El 63% percibe el acceso a los mercados en la Unión Europea como complicado (algunos incluso hablan de la Unión Europea como el “mercado más complicado del mundo”). Adicionalmente, un 57% de emisores fuera de la Unión Europea indicó que las obligaciones para cotizar en la Unión Europea son costosas (por ejemplo, se considera que la amplia difusión de información regulada en la Unión Europea es demasiado exigente). Los inversores institucionales fuera de la Unión Europea confiesan que el marco legal creado por la Directiva no les ha incitado a cambiar su deseo de inversión en la Unión Europea.

Dicho lo anterior, las partes interesadas fuera de la Unión Europea apoyan aquellas medidas que puedan facilitar su acceso a mercados en la Unión Europea. Un 66% de las partes interesadas fuera de la Unión Europea estaría a favor de un formulario electrónico común para la notificación de participaciones importantes (el 77% no conoce la existencia del Formulario Estándar actual o no cree que el Formulario Estándar se utilice mucho). Adicionalmente, un 89% apoya la idea de un punto central de acceso de la Unión Europea a información almacenada por emisores cotizados en la Unión Europea.

# Posibles mejoras

Como resultado de los hallazgos indicados en el informe central, donde se proporcionan evidencias detalladas, y de las conclusiones analíticas del funcionamiento de la Directiva, se podrían sugerir las siguientes mejoras:

## Claridad general e idoneidad de la Directiva

- 1. Si la Directiva (o ciertas disposiciones de la Directiva) fuese de máxima armonización, se solucionarían numerosos problemas prácticos de implantación internacional, sobre todo aquellos relacionados con la notificación del traspaso de umbrales.*
- 2. Un sistema específico para las PYMES, limitado a medidas bien identificadas, crearía un entorno más favorable para las cotizaciones y, si éste estuviera relacionado con el momento de publicación de información periódica, contribuiría a la eficacia del mercado. Sin menoscabar la protección al inversor, estas medidas podrían incluir fechas de entrega más flexibles y la exoneración de ciertas obligaciones iniciales de divulgación.*
- 3. Para el beneficio en la aplicación diaria de un número de asuntos prácticos, descritos en el informe y en las recomendaciones, una orientación **adicional y armonizada del CESR** (o normas de licitación de su sucesor), facilitaría el cumplimiento diario de los requisitos de la Directiva por parte de los participantes en el mercado. Dicha orientación adicional debería ser rigurosamente y uniformemente implementada por las autoridades competentes.*

## Información periódica

- 4. Fecha límite para la publicación de informes semestrales: Si se ampliase el tiempo límite establecido para la publicación de informes semestrales, se aumentaría la eficacia del mercado. Se podría concebir una ampliación de la fecha límite para una categoría predefinida de PYMES. Como alternativa, esto sería posible estableciendo una fecha diferente para los emisores cuyo informe semestral fuese revisado o auditado por un auditor externo (ya sea de forma obligatoria o voluntaria). Se considera que una fecha límite de tres meses sería razonable.*
- 5. Principio de Estado Miembro de Origen: Una aplicación más rigurosa del Principio de Estado Miembro de Origen de la Directiva ayudaría a evitar discriminar a las sociedades que elijan cotizar en un mercado regulado fuera del Estado Miembro en el que están registradas.*
- 6. Uso de XBRL: Sería necesario contar con una mayor experiencia en los países en los que se utiliza XBRL antes de que la Unión Europea tomase una decisión o emitiese una recomendación sobre el uso de XBRL.*

## Participaciones Importantes

- 7. Máxima armonización para la notificación de umbrales:** para simplificar el cumplimiento internacional con los requisitos de notificación, se podría conseguir una máxima armonización en las disposiciones sobre participaciones importantes de la Directiva, incluyendo: la definición de la categoría de instrumentos financieros o productos a incluir en el cálculo del umbral, las excepciones, los límites de tiempo establecidos para la notificación y divulgación, así como los umbrales (iniciales y posteriores) y el contenido de la notificación. Para estos dos últimos, se podrían presentar explícitamente varias opciones específicas, siempre y cuando añadan valor al funcionamiento del Mercado Único. Para garantizar una validez duradera de la legislación, el Nivel 1 de la Directiva debería incluir más principios resistentes al mercado sobre transparencia en la propiedad, y un Nivel 2 debería especificar datos conformados y detalles prácticos en una medida de implantación bajo el enfoque Lamfalussy. En resumen, una mejor combinación de enfoques basados en Principios y Normas.
- 8. Reducir el umbral inicial a 3%:** sin sufrir una interrupción en el mercado, numerosos Estados Miembros con mercados financieros significativos han decidido reducir el umbral inicial durante el proceso de transposición nacional por debajo del 5%. Esto debería quedar reflejado en una legislación común para la Unión Europea para conseguir una mayor transparencia, pero no debería perjudicar los umbrales existentes para las excepciones. Reducir el umbral inicial a un 3% parece ser una medida que permite una máxima armonización.
- 9. Hacer que la cesión de derechos de voto sea más transparente:** en nuestra opinión, la correcta aplicación del Artículo 9 de la Directiva implica un requisito de notificación por parte del prestamista y del prestatario. Como resultado de ello, se debería imponer la aplicación de este principio. Si existe un verdadero deseo de modificar la Directiva, la norma general sobre la divulgación por parte de prestatarios da lugar a excepciones específicas, tales como las excepciones aplicable en el Reino Unido, Italia o Luxemburgo para las transacciones a muy corto plazo (como acciones recibidas en préstamo por el cierre del negocio al día siguiente), siempre y cuando dichas excepciones no pongan en peligro la eficacia del sistema general de divulgación. Si fuese necesario, basándose en datos cuantitativos entregados por fuentes independientes y fiables, y en una evaluación del impacto, se podría realizar una excepción específica para las transacciones por debajo de un cierto porcentaje.
- 10. Limitar las prácticas de ‘voto vacío’:** se podría contemplar una mayor transparencia sobre el voto vacío (con reservas sobre esta opción, dado que la creación de un régimen de divulgación podría promover un marco legal que respalde el voto vacío). La propuesta de notificación requeriría que la exposición económica de todos los accionistas (sobre un cierto umbral) fuese notificada en la fecha de cada junta general, en tanto que dicha exposición económica neta no fuese divulgada tras una notificación previa (no se requeriría una doble notificación si no se indica nueva información). Cualquier cambio en la exposición económica neta entre la fecha de registro y la fecha de la junta general deberá ser notificado inmediatamente. Este sistema sería exhaustivo y no conllevaría una gran carga porque sólo se requeriría una

notificación extra (sujeto a actualizaciones, que serían limitadas). Este mecanismo evitaría asimismo capturas ocultas de registro de fechas. Una respuesta más directa y radical a las prácticas de “voto vacío” sería considerar su prohibición completa. Con tal propósito, los instrumentos legislativos adecuados podrían contar con la posibilidad de suspender los derechos de voto para inversores titulares, directos o indirectos, de sus acciones sobre la base de un préstamo de acciones o una transferencia temporal similar.

**11. Requerir la divulgación de contratos de intercambio de acciones que requieren pago en efectivo o productos financieros similares:** para cubrir una importante laguna que afecta la Directiva, el sistema específico se podría basar en los siguientes principios:

- Creación de un umbral mínimo bajo el cual no se requiriera una notificación de derivados. Por ejemplo, el umbral podría establecerse en un 5% (la cifra exacta debería derivarse de datos cuantitativos entregados por fuentes independientes y fiables y de una evaluación de impacto). Esta excepción quedaría sujeta al hecho de que (i) el comprador de derivados se compromete a no adquirir un número correspondiente de acciones subyacentes durante la duración del derivado y durante un cierto periodo de tiempo tras el vencimiento y (ii) las transacciones que requieren pago en efectivo bajo el umbral que queden sujetas a requisitos de emisión de informes con los supervisores (entonces se requeriría que dichos supervisores entregasen cifras agregadas al mercado de forma regular).
- Integración de todos los derivados (sobre el umbral de 5%) con las acciones para computar los umbrales de notificación y notificar si se traspasan umbrales relevantes.
- Los asuntos relacionados con cestas de acciones y equivalencia entre derivados y acciones subyacentes deberían tratarse en la legislación de nivel 2.

Por ejemplo, un inversor titular de un interés del 4,5% con derivados y un interés del 4,5% en acciones no estaría sujeto a requisitos de notificación (si el umbral específico para los derivados queda establecido en 5%), pero si los derivados representan un 5,5% y las acciones un 3%, se requeriría una notificación.

**12. Introducir requisitos de divulgación ampliados para participaciones significativas:** los umbrales de aplicación deberían ser lo suficientemente importantes para ser significativos (por ejemplo, 10% y 20%). La información deberá incluir una declaración sobre la intención del inversor (sobre la posible adquisición de control, el deseo de continuar adquiriendo acciones, la disposición de cambiar la composición del Consejo, la intención de modificar la estrategia de la sociedad), si fuera posible, cierta información sobre las fuentes de financiación y el horizonte temporal de la inversión, y el estado del inversor (completamente expuesto al riesgo económico de las acciones, o no).

**13. Crear un único formulario electrónico de notificación:** Se puede obtener una simplificación considerable preparando un formulario electrónico común obligatorio de notificación para la Unión Europea, especialmente si se introduce una armonización adicional en la Directiva. Se deberían tener en cuenta las especificaciones de la ley de sociedades nacional en las subsecciones del formulario común. El formulario electrónico podría concebirse de forma que un error básico podría quedar señalado antes de su validación, y que el formulario fuese enviado al emisor relevante y a la autoridad competente.

## Difusión y almacenamiento de información financiera

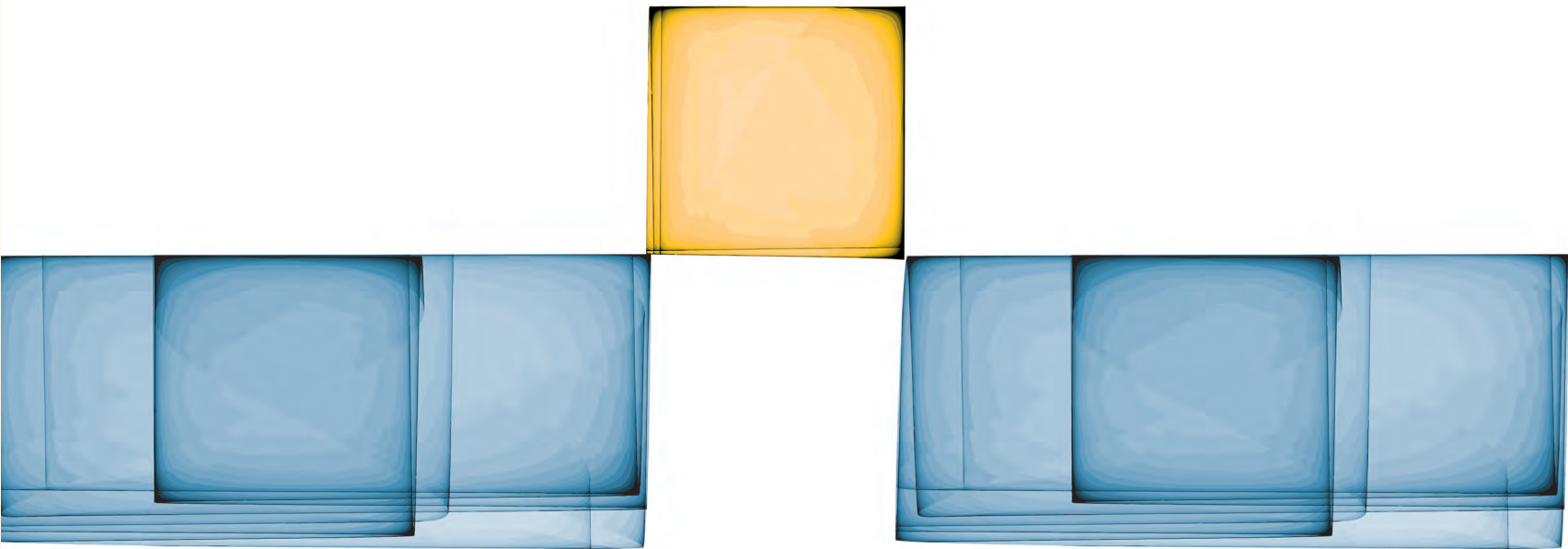
**14. Un único acceso a información regulada en la Unión Europea:** Es el momento de que la Unión Europea establezca un único punto de acceso a información almacenada, basándose en un serio análisis de coste beneficio y teniendo en cuenta los recientes avances en tecnología. Una opción sería crear un único punto de acceso de la Unión Europea a nivel de CESR, con un enlace directo a una sección obligatoria y armonizada de la página Web del emisor, donde se almacene la información.

## Supervisión

**15. Equivalencia de sistemas de transparencia de terceros países:** el mercado se beneficiaría de una mayor transparencia por parte de los supervisores sobre: (i) sus procesos de toma de decisiones al evaluar la equivalencia y (ii) el resultado de su decisión, publicando una lista consolidada de los sistemas de transparencia de terceros países considerados equivalentes.

**16. Sección 30.4 excepción para emisores de bonos:** Basándose en una identificación más precisa de emisores de valores de deuda que probablemente se vean afectados (y en concreto aquellos con Eurobonos en circulación tras el 1 de enero de 2015) y en la evaluación del impacto de dicha decisión sobre esos emisores, la Comisión podría considerar mantener la caducidad de la excepción de diez años de publicar informes financieros semestrales (sección 30.4) hasta 2015.







Informe preparado por:

**Fabrice DEMARIGNY**

*Socio, Director del Grupo de Actividades de Mercados de Capital  
Mazars*

Email: [fabrice.demarigny@mazars.com](mailto:fabrice.demarigny@mazars.com)

**Christophe CLERC**

*Abogado, Socio  
Marccus Partners*

Email: [christophe.clerc@marccuspartners.com](mailto:christophe.clerc@marccuspartners.com)

*Sobre Mazars*

Mazars es una organización internacional, integrada e independiente, especializada en auditoría, contabilidad y servicios fiscales, legales y de consultoría.

**[www.mazars.com](http://www.mazars.com)**

*Sobre Marccus Partners*

Marccus Partners es una firma legal europea, miembro del Grupo Mazars, especializada en operaciones internacionales, capitales, finanzas y fiscalidad.

**[www.marccuspartners.com](http://www.marccuspartners.com)**