



*Documentos de Trabajo del Departamento de  
Derecho Mercantil*

---

2013/80

diciembre 2013

---

**«PROPIEDAD OCULTA» Y «VOTO VACÍO» EN LA ARMONIZACIÓN  
DE LA TRANSPARENCIA CORPORATIVA**

***HIDDEN OWNERSHIP AND EMPTY VOTING ON THE HARMONIZATION OF CORPORATE  
TRANSPARENCY***

M<sup>a</sup> de la Sierra Flores Doña

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.  
Universidad Complutense.  
Ciudad Universitaria s/n.  
28040 Madrid  
00 34 -913 94 54 93  
[msierra@der.ucm.es](mailto:msierra@der.ucm.es)  
<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/>

*Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense*  
<http://www.ucm.es/eprints>  
Copyright © 2009 por el autor

**«PROPIEDAD OCULTA» Y «VOTO VACÍO» EN LA ARMONIZACIÓN  
DE LA TRANSPARENCIA CORPORATIVA  
*HIDDEN OWNERSHIP AND EMPTY VOTING ON THE HARMONIZATION OF CORPORATE  
TRANSPARENCY***

**M<sup>a</sup> DE LA SIERRA FLORES DOÑA  
CATEDRÁTICA ACREDITADA DERECHO MERCANTIL  
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**

**Resumen:** La Resolución Legislativa del Parlamento Europeo, de 12 de junio de 2013, aprobó en primera lectura, la Propuesta para la modificación de la Directiva 2004/109/CE, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

En el presente trabajo se realiza un estudio valorativo de los fundamentos y principales aspectos de la regulación del deber de informar la participación importante alcanzada mediante derivados financieros e instrumentos con efecto económico similar, con independencia de la liquidación física o en efectivo de los mismos. Esta es una de las principales modificaciones introducida a la Directiva de Transparencia 2004/109/CE y que se sustenta en la necesidad de evitar que mediante la contratación de derivados financieros se acceda ocultamente a la propiedad de la sociedad cotizada o se fortalezca la influencia en la misma mediante la estrategia del voto vacío, sin la consiguiente aplicación de la normativa de transparencia.

**Abstract:** *The European Parliament legislative resolution of 12 June 2013 approved, on first reading, the proposal for the amendment of Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2004/109/EC on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC.*

*The purpose of this paper is to make an evaluative study on the foundations and key aspects of the regulation in connection with the duty to report a relevant equity interest acquired through financial derivative instruments with similar economic effect, regardless of their the physical or cash settlement. This is one of the main amendments to the Transparency Directive 2004/109/CE. It is based on the need to prevent the secretly-access to ownership of a listed company or the influence caused by empty-voting strategies through the use of financial derivatives, without the subsequent application of the transparency rules*

**Palabras clave:** derivado financiero, directiva de transparencia, propiedad oculta, vaciamiento del voto.

**Keywords:** *derivative financial, transparency directive, hidden ownership, empty voting*

**«PROPIEDAD OCULTA» Y «VOTO VACÍO» EN LA ARMONIZACIÓN  
DE LA TRANSPARENCIA CORPORATIVA  
*HIDDEN OWNERSHIP AND EMPTY VOTING ON THE HARMONIZATION OF CORPORATE  
TRANSPARENCY*<sup>1</sup>**

**M<sup>a</sup> DE LA SIERRA FLORES DOÑA  
CATEDRÁTICA ACREDITADA DERECHO MERCANTIL  
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**

## **Sumario**

<b>I. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>3</b>
<b>II. EL DEBER DE COMUNICAR Y DE DIFUNDIR LA PARTICIPACIÓN IMPORTANTE ALCANZADA MEDIANTE DERIVADOS FINANCIEROS E INSTRUMENTOS DE EFECTO ECONÓMICO SIMILAR.....</b>	<b>5</b>
1. Planteamiento. Fundamentos y caracterización .....	5
2. Principales opciones del modelo armonizado de transparencia .....	18
2.1. Elevación de las normas de producción y aplicación comunitarias .....	18
2.2. La regla de revelación de la participación importante alcanzada por derivados financieros e instrumentos de efecto económico similar .....	21
2.3. La flexibilización del principio de armonización máxima para los deberes de comunicación a la sociedad emisora y a la autoridad de supervisión .....	30
3. Marco sancionador. Publicación de las sanciones y Recurso .....	32
3.1. Cuadro de infracciones y de sanciones .....	33
3.2. Criterios ordenadores en la aplicación del régimen sancionador .....	35
3.3. Publicación de las sanciones y recurso .....	36
<b>III. CONCLUSIÓN.....</b>	<b>38</b>
<b>IV. BIBLIOGRAFÍA Y DOCUMENTACIÓN .....</b>	<b>39</b>

## **I. INTRODUCCIÓN**

El mejor conocimiento de la identidad de la persona física o jurídica que ostenta una participación importante o significativa en

---

<sup>1</sup> Texto de la intervención presentada en el XI Congress Harvard- Complutense, «Restructuring of the financial system and new negotiation strategies». El Congreso se celebró entre los días 7- 9 de octubre de 2013 en la Harvard Law School, con el patrocinio del Ilustre Colegio Notarial de Madrid, el Ilustre Colegio de Registradores de España, Allen & Overy y el Banco de Santander.

una sociedad cuyos valores se cotizan en los mercados regulados constituye un principio fundamental para el Mercado y una necesidad para los interesados en la sociedad: el propio emisor, la autoridad de supervisión y los accionistas e inversores. Esta idea sustenta una de las principales modificaciones que han orientado la reforma de la Directiva de Transparencia (2004/109/CE), cuya Propuesta de modificación se aprobó en primera lectura, por la Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 12 de junio de 2013, 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. Paralelamente a la revisión de la Directiva de Transparencia 2004/109/CE, los reguladores nacionales han incorporado los derivados financieros liquidados por diferencias en el ámbito del deber de comunicación de las participaciones importantes. Así, Alemania en el año 2012, Portugal en el año 2010. Y anteriormente Francia y el Reino Unido, en el año 2009.

En la Propuesta de Directiva, aprobada el 12 de junio de 2013, se mejora la transparencia relativa a la estructura de la propiedad y del control de las sociedades cotizadas, ya que si bien se conserva la estructura del modelo primitivo para las participaciones importantes, se modifica su ámbito y marco sancionador. En este sentido, se mantiene el deber de comunicación de la participación importante al emisor y a la autoridad nacional de supervisión financiera (arts. 9-11 y 13), seguido de la puesta a disposición de la información comunicada en la *website* del emisor y/o de la autoridad de supervisión (art. 12). Dentro de este marco normativo, se amplía el ámbito objetivo de las participaciones alcanzadas mediante derivados financieros referenciados a acciones de la sociedad objetivo desde la Directiva 2007/14/CE (art. 13 y 13 *bis*). Y también se fortalecen las disposiciones sobre incumplimientos esenciales al deber de información y publicidad de las participaciones importantes (arts. 28, 28 *bis*, 28 *ter*, 28 *quater*). A continuación analizamos las principales líneas y orientaciones que han guiado el nuevo modelo armonizado de la transparencia, con especial atención al deber de información sobre la participación importante alcanzada mediante la contratación de derivados financieros e instrumentos con efecto económico

similar<sup>2</sup>. Las opciones adoptadas por el legislador se valoran desde la perspectiva del Derecho de sociedades y del Mercado de valores, por situarse en estos dos ámbitos, los diversos intereses implicados en el conocimiento de la estructura de la propiedad y del control de la sociedad anónima cotizada. De una parte, los de la sociedad, administradores, accionistas. De otra, los inversores y la autoridad de supervisión de los mercados financieros.

## **II. EL DEBER DE COMUNICAR Y DE DIFUNDIR LA PARTICIPACIÓN IMPORTANTE ALCANZADA MEDIANTE DERIVADOS FINANCIEROS E INSTRUMENTOS DE EFECTO ECONÓMICO SIMILAR**

### **1. Planteamiento. Fundamentos y caracterización**

La transparencia sobre la estructura de la propiedad y del control en sociedades cuyas acciones están admitidas a cotización en los mercados regulados constituye el fundamento general del deber de «información continua», relativo a las «participaciones importantes» impuesto en los arts. 9 a 16 de la Directiva de Transparencia 2004/109/CE, en la nueva redacción aprobada en primera lectura, por la Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 12 de junio de 2013<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> El presente trabajo actualiza y amplía parcialmente el estudio realizado sobre los antecedentes y el proceso de la reforma de la Directiva de Transparencia 2004/109/CE, bajo el título «La extensión del régimen de participación importante a los instrumentos financieros derivados», Capítulo XXVI, de la obra *Estudios jurídicos de los derivados financieros* [(ALONSO, A./ALONSO, C., dirs.), Madrid 2013, págs. 721-741].

El trabajo ya publicado y el que ahora se realiza han sido desarrollados en el marco del Proyecto de Investigación: «¿Hacia un sistema financiero de nuevo cuño?: análisis crítico de las soluciones implementadas en otros ordenamientos y propuestas de modificaciones legales en Europa y en España». [DER 2011-28265 del Departamento de Investigación y Gestión del Plan Nacional de I+D+i del Ministerio de Ciencia e Innovación].

<sup>3</sup> La Resolución Legislativa del Parlamento Europeo Reglamento, de 12 de junio de 2013, se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea, *DO L 201*, de 27 de julio de 2012, pp. 1-59. La versión electrónica está disponible en la *website* del Parlamento europeo <http://www.europarl.europa.eu>.

La consulta a cualquiera de los textos relacionados con la Directiva de Transparencia es posible a través de la *website* de la U.E.

En la reforma de la Directiva, se conserva la estructura del modelo armonizado por la Directiva 2004/109/CE para las participaciones importantes, ampliándose el ámbito y el nivel de armonización requerido para la divulgación de la participación importante, así como el marco sancionador previsto para el incumplimiento de los deberes de comunicación y difusión.

En cuanto a la estructura del modelo armonizado de transparencia impuesto para las participaciones importantes, se mantienen el deber de comunicación al emisor y a la autoridad nacional de supervisión financiera (arts. 9, 10, 11, 13 y 13 *bis*), al que se relaciona el de puesta a disposición de la información comunicada a través de la *website* del emisor y de la autoridad nacional de supervisión (art. 12). Junto a esta última se prevé, que a partir del 1 de enero de 2018, la publicación al mercado se realice también a través del «punto de acceso electrónico europeo» (art. 21 *bis*)<sup>4</sup>.

El ámbito y contenido general de la comunicación es, en síntesis, el siguiente: cualquier persona (s) que, directa o indirectamente, posea los derechos de voto correspondientes a las acciones admitidas en un mercado regulado, en una proporción determinada ha de comunicarlo al emisor y a la autoridad nacional de supervisión. A estos efectos, el deber de comunicación comprende al poseedor de los derechos de voto, ya en condición

---

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/transparency/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm).

Asimismo, la documentación relacionada con el Proyecto de normas técnicas que elaborará ESMA puede consultarse en la *website* de esta Autoridad europea de supervisión, <http://www.esma.europa.eu/page/transparency>.

<sup>4</sup> Este estudio forma parte de una línea de investigación sobre la transparencia de las participaciones significativas o importantes en el Derecho de sociedades anónimas. Entre ellos, FLORES DOÑA, M<sup>a</sup>.S.: «Contenido y efectos del concepto de participación significativa», *RdS* núm. 22/2002, págs. 55-85; Idem: «El modelo armonizado de publicidad en el *Sitio Internet* de las autoridades supervisoras de los mercados de valores», *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal*. Libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde, Madrid 2007, Tomo II, págs. 563-600.

Los antecedentes y el estudio del régimen societario y del mercado de valores, construido desde mediados del siglo XX en las legislaciones europeas y española, así como en la Directiva 88/627/CEE constituyeron el objeto y el contenido de la monografía: Idem: *Participaciones significativas en sociedades anónimas*, Madrid 1995.

de accionista, ya como legitimado para el ejercicio de los mismos en virtud de un acuerdo de concierto, depósito y otros similares. (arts. 9 a 11). A similar obligación está sometida «la persona física o jurídica que posea, directa o indirectamente: a) instrumentos financieros que, a su vencimiento, den al tenedor, en virtud de un acuerdo formal, el derecho incondicional a adquirir o la facultad discrecional de adquirir acciones ya emitidas que lleven aparejados derechos de voto, de un emisor cuyas acciones han sido admitidas a negociación en un mercado regulado; b) instrumentos financieros que no estén incluidos en la letra a), pero que estén referenciados a acciones mencionadas en dicha letra y que tengan un efecto económico similar a los instrumentos financieros mencionados en dicha letra, den o no derecho a liquidación física» (art. 13.1).

La ampliación del ámbito de la información a los instrumentos financieros está asociada a la necesidad de adecuar la realidad jurídica armonizada a la evolución y dinámica empresarial en el contexto de la Unión Europea. En este sentido, la creciente aparición de productos financieros se ha visto impulsada por los avances científicos experimentados en los campos del conocimiento, de la economía financiera y de cálculo matemático, conjuntamente con la elevación continua de las necesidades de financiación empresarial y la rapidez de las comunicaciones alcanzadas con las Tecnologías de la Información y de la Comunicación. La integración de esta múltiple innovación, de carácter financiero, científico y tecnológico, ha acelerado la consecución de beneficios de las inversiones, al tiempo que ha reducido el riesgo económico para los operadores económicos. Pero con la revolución de los derivados y otros desarrollos del capital se amenaza el patrón de las empresas cotizadas, representado por una acción-un voto. Este riesgo se advirtió en la literatura científica<sup>5</sup>. También fue objeto de algunos expedientes

---

<sup>5</sup> En la investigación realizada por HU, H. y BLACK se demostraba, que este principio de proporcionalidad entre el «poder de voto» y la «propiedad económica» incentiva a que los accionistas votasen en orden al aumento de valor de la empresa y motivaba a que los administradores ejercieran sus poderes lealmente sobre los bienes que no son de su propiedad. Pero esta proporcionalidad se había quebrado hace tiempo y, en este sentido, había que recordar la tesis de Berle-Means, sobre la «separación de la propiedad y el control» para significar que los accionistas tienen muy poca voz sobre las acciones de la empresa. Pese a todo, los mecanismos de votación de los accionistas arraigados, en conjunción con la lucha por el poder y las

sancionadores en distintos países (entre ellos, Alemania, Francia e Italia) y fue denunciado por la Autoridad Europea de Valores y del Mercado, con ocasión de la evaluación de la Directiva de Transparencia. En los informes elaborados al respecto se declaraban, que los votos correspondientes a las acciones subyacentes a un contrato de derivado y poseídos por depositarios autorizados o fundación anti-Oferta Pública de Adquisición, frecuentemente se estaban utilizando con objetivos de gobierno corporativo, mediante la conclusión de contratos por diferencias (CFD o *CfDs*), bajo el tipo de permuta financiera «swap» o cualquier otro instrumento que permitiera alcanzar al inversor, normalmente un fondo, un número de votos superior al interés económico ligado al contrato de derivado. De este modo se podía orientar el ejercicio de los votos en interés del inversor y acceder ocultamente a la propiedad de la empresa<sup>6</sup>. En estos casos, la aplicación de la Directiva de Transparencia solía evitarse, ya que los derechos de votos correspondientes a las acciones subyacentes no eran tenidos en cuenta para calcular el umbral de comunicación de la participación importante, porque la aplicación del modelo armonizado a los instrumentos financieros se restringía a los «que den derecho a adquirir, por iniciativa propia de dicho tenedor exclusivamente, bajo acuerdo formal, acciones ya emitidas que lleven aparejados derechos de voto de un emisor cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado» (art. 13.1 ). Y, por otra parte, las autoridades nacionales de supervisión mantuvieron opiniones diferentes a la hora de sancionar o no los incumplimientos del deber de notificar los derivados financieros. Lo

---

ofertas de pública adquisición de la empresa, limitaban a los administradores a no alejarse demasiado de la búsqueda del interés de los accionistas, de maximizar el valor de la empresa». A este respecto señalaban que, «tanto los inversores externos «outside investors» como los iniciados «insiders» podían fácilmente separar la propiedad económica de las acciones de los derechos de voto a dichas acciones. Esta disociación - que llamamos «la nueva compra de votos» «the new vote buying» - está a menudo oculta a la vista del público y se desarrolla al margen de la regulación vigente. En este ámbito, los «Hedge Funds» han sido especialmente creativos en el diseño de estrategias de disociación de los derechos de voto de la propiedad económica, con el resultado de disponer de un número superior de votos al que correspondería por la proporción de propiedad económica» («Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms», *The Business Lawyer*, 2006, pág. 1.011).

<sup>6</sup> En el Informe ESMA/2012/415 (págs.. 5-7)



cierto es que la disciplina de la transparencia se venía mostrando insuficiente para evitar el potencial abuso que suponía la toma de decisión por quien no asumía el riesgo económico de la misma y que se desplegaba con la estrategia de «propiedad oculta» y de «voto vacío» asociada a la utilización de los «Contratos por diferencias» (*CfD*) y *equity swaps*.

A este respecto en los Informes de evaluación de la Directiva se declaró, que algunas inversiones en derivados *equity swap* tenían un efecto económico similar al que se producía mediante la adquisición de acciones o derechos sobre las mismas y que las consecuencias de la no comunicación del interés sobre las acciones subyacentes, como la contratación de derivados referenciadas a las acciones, se utilizaba para acceder o fortalecer la influencia en la sociedad o en el gobierno corporativo, sin que la proporción representativa del interés económico ligado a las acciones subyacentes se computase a los efectos de comunicación de la participación importante<sup>7</sup>.

En todos los casos, el nacimiento del deber de comunicar se impone por la Directiva cada vez que se alcance, supere o disminuya alguno de los umbrales de participación elegidos (5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% y el 75%) (art. 9.1<sup>8</sup>). En la

---

<sup>7</sup> Vid. más ampliamente en FLORES DOÑA, M<sup>a</sup>.S.: «La extensión del régimen de participación importante a los instrumentos financieros derivados», núm. III «La necesidad de adecuar la Directiva de Transparencia a la innovación financiera», págs. 727-728.

<sup>8</sup> El art. 9 de la Directiva 2004/109/CE se refiere a la Notificación de la adquisición o cesión de participaciones importantes. Y dice:

«1. El Estado miembro de origen garantizará que, cuando un accionista adquiera o ceda acciones de un emisor cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado y que lleven aparejados derechos de voto, dicho accionista notifique al emisor la proporción de los derechos de voto del emisor detenida por el accionista como resultado de la adquisición o cesión cuando esa proporción alcance o franquee por encima o por debajo, los umbrales del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% y el 75% (...).».

En los estudios anglosajones sobre los porcentajes elegidos para la revelación de la propiedad destacan los que siguen una metodología cuantitativa. A través de índices se codifican las reglas jurídicas. El número de índices y variables oscila entre los autores y ha variado en el tiempo, desde el número de inicial de ocho índices hasta el actual, de aproximadamente cincuenta. Estos datos se incorporan a bases de datos.

comunicación constará el número total de votos, seguido de la identidad del accionista, de la cadena de empresas, la fecha en la que el umbral se alcanzó, se superó o descendió (art. 12.1). En el caso de los instrumentos financieros se «incluira el desglose por tipos de los instrumentos financieros que se posean de conformidad con la letra a) y los instrumentos financieros que se posean de conformidad con la letra b), distinguiendo entre los instrumentos financieros que den derecho a liquidación física y los instrumentos financieros que den derecho a liquidación en efectivo» (art. 13.1, segundo apartado). La comunicación se dirigirá

---

Entre los estudios que siguen una metodología cuantitativa puede citarse, el de SCHOUTEN, M. y SIEMS, M. Se trata de un estudio empírico sobre la evolución de la disciplina en 25 países, durante el período comprendido entre los años 1995-2004. La investigación se sustenta en una base de datos en la que, a su vez, se han volcado de manera codificada las reglas de propiedad en la muestra recogida por el Centro de investigación para los negocios de la Universidad de Cambridge «Centre for Business Research (CBR)». El resultado ha manifestado una mayor restricción de la disciplina durante el tiempo observado (descenso del umbral de revelación inicial, mayor convergencia, explicación de las diferencias entre países atendiendo al grado de desarrollo económico del país, relación positiva entre el rigor de las reglas de revelación de la propiedad y el nivel de dispersión de la propiedad. («The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries», *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 10/2010, pág.2). Esta metodología cuantitativa se aplica también al estudio del conjunto de reglas de gobierno corporativo, el grado de convergencia alcanzado entre ellas y las consecuencias económicas de las mismas es un tema de gran interés desde la primera década del siglo XXI (LELE, P., SIEMS, M.: «Sharedowner protection: a lexicometric approach», *Working paper*, núm. 324/2006, Centre for Business Research, University of Cambridge, págs. 1-46), tanto en lo que concierne a sus aspectos metodológicos, como en el que respecta a los criterios a seguir en la selección de las reglas jurídicas relevantes, el carácter nominal o funcional para determinar los parámetros de medición. Vid., BEBCHUK, L., HAMDANI, A. : «The elusive quest for global governance standards», *University of Pennsylvania Law Review*, working paper, núm. 4/2009, págs. 1-53; SIEMS, M.: «Convergence in Corporate Governance: a lexicometric approach», *The Journal of Corporation Law*, vol. 35:4/2009, págs. 729-756.

En la valoración de esta metodología cuantitativa, HOPT, K.. ha resaltado su interés desde el punto de vista de las nuevas herramientas para la investigación, para la inversión y para la elaboración de las normas. También ha destacado la influencia de los índices y medidas (leximetrics) que se desarrollaron en las bases de esta investigación empírica. Pero en su opinión acerca de la aplicación de esta metodología a la investigación jurídica tropieza con algunas dificultades de política jurídica, entre ellas, las dificultades conceptuales, las operaciones erróneas y la fuerte resistencia en cuanto a su avance por el continuo enfrentamiento entre culturas jurídicas (América y el viejo continente) y de áreas de conocimiento (economistas y juristas). («American Corporate Governance indices as seen from a European perspective», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 158, núm. 27/2009, págs. 27- 38.)

al emisor y a la autoridad nacional de supervisión (art. 9). Por regla general, la comunicación al emisor se realizará lo antes posible (art. 12.4) y la información comunicada se hará pública por el emisor a través de la *website* de la empresa o mediante la *website* de la autoridad nacional de supervisión (art. 12.6).

De esta manera, el legislador comunitario contribuye a identificar al propietario real de la empresa. La dificultad de conocer este último dato se produce, no sólo por la ausencia de una definición suficientemente general de la participación importante comprendida en el ámbito de la transparencia, sino también porque es todo un reto para el legislador trasladar al ámbito de la disciplina (hechos y negocios a través de los que se adquiere la propiedad y el control, criterios para determinar el umbral de participación importante, mecanismos para detectar los supuestos de incumplimiento), la realidad heterogénea y cambiante de los hechos y negocios que dinamizan la estructura de la propiedad y del poder en el ámbito de las sociedades cotizadas. En este contexto, la Propuesta de la Directiva aprobada en primera lectura, el 12 de junio de 2013 afronta la problemática del acceso oculto a la propiedad y al control de la sociedad emisora, a través de la contratación de derivados financieros con acceso potencial a los derechos de votos correspondientes a las acciones subyacentes o a la orientación del ejercicio de aquéllos. Como es sabido, el acceso oculto a la propiedad y al control de la sociedad emisora se integra en el fenómeno de la llamada propiedad oculta «hidden ownership» y del voto vacío «empty voting». En síntesis, el término propiedad oculta (latente) «hidden (morphable) ownership» se asocia a aquéllos casos en los que a través de la propiedad económica de acciones no revelada, se ha accedido al poder sobre los derechos de votos correspondientes a las acciones»<sup>9</sup>. La expresión «voto vacío» es un patrón que viene a significar que se posee más propiedad económica que los votos que corresponden. Y el «votante vacío», «empty voters» puede definirse como aquella persona cuyos derechos de voto exceden sustancialmente el valor neto de su propiedad económica. A su vez, los dos términos pueden comprenderse en la expresión «new vote buying o

---

<sup>9</sup> HU, H. y BLACK, B.: «The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership», Reprinted from *Southern California Law Review*, vol. 79, may 2006, núm. 4/2006, pág. 815.

decoupling»<sup>10</sup>. Y la regulación de este fenómeno es compleja, no sólo por la múltiple heterogeneidad e interdependencia entre los tipos de estrategias, sino también porque en la operativa de ambas estrategias se relacionan dos campos, con dos regulaciones no siempre coordinadas. De una parte, el campo de la sociedad anónima, gobernada por el Derecho de sociedades. De otra, el campo del mercado financiero, regulado por el Derecho del Mercado Financiero.

La comunicación impuesta a nivel comunitario versa sobre información de carácter corporativo<sup>11</sup>. A este fin responde la necesidad de informar sobre estructura de la propiedad y del poder en la sociedad cotizada, ya que el objeto y el contenido de la comunicación se refiere, a los derechos de voto correspondientes a las acciones y el voto es un derecho anudado a la condición de accionista. En este sentido, el deber de comunicar la participación importante es un mandato que, entre sus aspectos contemplados, proyecta el ámbito de la transparencia a la identidad de quien posee la titularidad de los derechos de voto o la legitimación para su ejercicio correspondiente a las acciones en una determinada proporción, por lo que el ámbito de la transparencia corporativa puede coincidir o no con la persona del socio (s) titular de las acciones<sup>12</sup>, así como a los derechos de votos ejercicio por otras

---

<sup>10</sup> *Vid. supra*. Según estos autores, En los últimos años, la nueva compra de votos ha afectado a las batallas de OPAS y al control de compañías cotizadas en, al menos. Australia, Canadá, Alemania, Hong Kong, Italia, Japón, Nueva Zelanda (pág. 816).

<sup>11</sup> La Directiva de Transparencia clasifica la información que ha de proporcionarse al mercado en dos bloques. El Capítulo II sobre la información periódica, comprende preferentemente una información de carácter patrimonial; en concreto, los Informes financieros anuales (art. 4), semestrales (art. 5) y las declaraciones de gestión (art. 6), mientras que el Capítulo III sobre la información continua, comprende una información de carácter preferentemente administrativa, puesto que la comunicación persigue la transparencia de la organización del poder en la sociedad cotizada. Vid. más detalle en FLORES DOÑA, M<sup>a</sup>.S.: «Contenido y efectos del concepto de participación significativa», págs. 73 y ss.

<sup>12</sup> En su modalidad más simple, el deber de divulgación surge cuando se adquiere un cierto número de derechos de votos asociados a acciones. Pero las reglas de divulgación de la propiedad son más complejas, en aquellos casos en los que la obligación de divulgar no se produce sólo como consecuencia de la posesión de derechos de voto, sino como consecuencia de tener acceso a los derechos de votos, ya sea directa o indirectamente. Esta es la clave para asegurar que el último propietario pueda ser identificado «ejemplo, el beneficiario» (SCHOUTEN, M. y

personas. De este modo se desprende, del contenido necesario impuesto en el contenido de la comunicación, en relación con el sujeto directo e indirecto «la identidad de la persona/empresa a través de las que se ejercen los derechos de voto» (art. 12), el número de votos, «la proporción de los derechos de voto del emisor poseídos por el accionista o por otra persona, igual, inferior o superior a los umbrales del 5%, 10%, 15%, 20%, 30%, 50% y el 75% (...)» (art. 9.1) y los criterios para determinar los umbrales de participación (cómputo de todas las acciones que lleven aparejados derechos de voto, inclusión de los derechos de votos poseídos en propiedad o en virtud de negocios legitimadores de su ejercicio, de manera actual (usufructo, garantía) o potencial (concierto y derivados financieros con acciones subyacentes) (arts. 9, 10, 13).

Por ello, el concepto de participación importante es un concepto funcional, que se extiende a toda persona que, por la proporción que represente en el capital o en los derechos de votos correspondientes a las acciones emitidas por la sociedad y admitidas a cotización en un mercado regulado, sitúan a la persona que la posee en una posición de «influencia» respecto del resto de los accionistas y/o poseedores de los derechos de votos en la Junta General, con la consiguiente posibilidad de adquirir la empresa objetivo o de desplazar a quien en ese momento ostenta el control de la sociedad. Este concepto funcional puede inferirse de los arts. 9-13 de la Directiva de Transparencia y al mismo se aproximan las definiciones que pueden extraerse o inferirse de las respectivas legislaciones y de la doctrina que la interpreta. No obstante, es un reto identificar al último propietario, no sólo por la ausencia de una definición suficientemente general de la participación comprendida en el ámbito de la transparencia<sup>13</sup>, sino también por el porcentaje, como elemento variable para medir el rigor de la obligación de

---

SIEMS, M.: «The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries», pág. 479).

<sup>13</sup> Este problema fue ampliamente analizado en el Informe sobre el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en la UE. A este respecto se indicó, que «la identidad revelada del agente en quien reside el control de un bloque significativo de voto no es completamente fiable en cada uno de los estados miembros» (BECHT, M.: «European Corporate Governance Network Executive Report» *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure* 1997, págs., 33 y ss.).

divulgación de la propiedad. Ambas variables tienen que ser utilizadas en el campo de la participación importante<sup>14</sup>.

El emisor es la persona directamente protegida por el legislador, ya que el mismo es el destinatario de la comunicación (art. 9.1 Directiva). Por lo que podría decirse que la información continua exigida por el legislador comunitario en relación con la participación importante es un reconocimiento implícito a una especie de «derecho» que la sociedad tiene para conocer en todo momento sus accionistas reales<sup>15</sup>. El emisor es, además y, a través

---

<sup>14</sup>«Un índice de los requisitos de divulgación respecto a la estructura de participaciones del emisor en la propiedad es igual a 0. Igual a uno si la ley o las normas de cotización exigen divulgar la participación, el nombre y la propiedad de cada accionista que, directa o indirectamente, controla el 10% o más de los valores en la votación del emisor, es igual a la mitad, si los requisitos de información a los accionistas es del 10% del Emisor no son propiedad indirecta, o si sólo su propiedad agregada debe ser revelada, y es igual a cero cuando se la ley no obliga a revelar el nombre y la participación en la propiedad de los accionistas el 10% del Emisor. Nosotros combinamos los grandes requerimientos de información de los grandes accionistas en empresas con las exigencias impuestas entre ellos». Tomo la cita de SCHOUTEN, M. y SIEMS, M.: «The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries», pág. 482.

<sup>15</sup> La necesidad de reconocer a la sociedad emisora el derecho a conocer en todo momento a sus accionistas reales se propone para el Derecho español, por ALONSO, A., GARCIMARTIN, F., PERDICES, A. y GOMEZ-SANCHA, I. «Transparencia accionarial y gobierno corporativo», *Centro de Gobierno Corporativo*, 2010, págs.. 7-98.. En este trabajo se señala, que «el derecho de la sociedad emisora a conocer en todo momento sus accionistas reales constituye una herramienta necesaria para la gestión del buen gobierno corporativo, y por tanto se inserta dentro de las exigencias de protección de la eficiencia de los mercados y de los propios inversores como principio configurador del tipo sociedad cotizada» (pág. 91). Por esta razón, el legislador español debe reconocer «el derecho de la sociedad emisora a poder conocer en todo momento la identidad de sus socios reales o finales» superando en este sentido el «desarrollo insuficiente del principio de transparencia como elemento configurador del tipo sociedad cotizada» (pág. 90).

Hasta la posible aprobación del derecho de la sociedad cotizada, en el que el derecho a conocer la identidad de sus accionistas se contempla expresamente (art. 282-4 de la Propuesta de Código Mercantil, de junio de 2013), la configuración del deber de comunicación y divulgación de las participaciones importantes en la Directiva de Transparencia que se impone a los Estados miembros se concreta, en la posibilidad de que la autoridad nacional de supervisión pueda suspender el ejercicio de los derechos de votos a quien incumpla con el deber de comunicación, de conformidad con el nuevo art. 28 *bis ter* 2, de la Directiva de Transparencia. En cambio, no se contempla el derecho de investigación de la sociedad emisora, contrariamente al reconocimiento de este derecho u otro mecanismo funcionalmente similar existente en otros ordenamientos comparados. En efecto, la C.A. de 2006 reconoce un derecho de investigación a la sociedad emisora, al declarar que «si una *public company* conoce o tiene causas razonables para creer

de sus administradores, quien deberá publicar la información contenida sobre la estructura de la propiedad y del control comunicada (art. 12.6)<sup>16</sup>. Esta función instrumental de la comunicación sobre participación importante coincide con la comunicación que se dirigirá simultáneamente a la autoridad nacional de supervisión (art. 19.3)<sup>17</sup>. En efecto, la recepción de la comunicación es un mecanismo que facilita a la autoridad de supervisión el ejercicio de sus potestades de vigilancia y de supervisión respecto de quienes están obligados a comunicar su participación importante. Pero al mismo tiempo, permite al supervisor satisfacer los objetivos implícitos en la comunicación de participación importante, relacionados con la transparencia del mercado y de protección del inversor.

El objetivo de transparencia respecto de la estructura de la propiedad/poder tiene una perspectiva estática y dinámica. Es estática, puesto que la información que deberá proporcionarse al emisor respecto de la estructura de la participación se refiere al instante en el que concurre el umbral de participación. En relación con esta última, el sujeto está obligado a comunicar al emisor, la

---

que una persona está interesada en acciones que representen una parte importante de acciones de capital o que lo haya tenido en los tres años anteriores (...) puede requerir por escrito que la persona lo confirme o deniegue el hecho, incluyendo información acerca de cualquier otra persona que tenga interés en las acciones» [s. 793]. Este derecho de investigación tiene sus antecedentes en la reforma de 1991, introducida a la s. 212 de la C.A. 1985, en cuya s. 214 también se reconocía un derecho de minoría para solicitar a la sociedad una investigación, siempre que existieran fundamentos razonables (...). No obstante, la sociedad podría obtener dicha información, activando el ejercicio de las potestades reconocidas a las autoridades nacionales en materia de supervisión y control de las participaciones importantes. (FLORES, M<sup>a</sup>.S.: «Los distintos contenidos y efectos del concepto de participación significativa», págs. 1234 y 1235). Y en cuanto a otros mecanismos alternativos funcionalmente equiparables al derecho de investigación anglosajón, estos se establecen en relación con el deber de comunicación establecido en el Derecho general de la sociedad anónima [FLORES, M<sup>a</sup>.S.: *Participaciones significativas en sociedades anónimas*, Madrid 1995, págs. 133-166].

<sup>16</sup> El art. 12.6 de la Propuesta de Directiva de Transparencia, en el texto aprobado el 12 de junio de 2013, declara: «A la recepción de la notificación contemplada en el apartado 1, pero antes de que transcurran dos días de mercado, el emisor hará pública toda la información contenida en la notificación».

<sup>17</sup> Art. 19.3 de la Directiva: «La información que debe notificarse al emisor de conformidad con los artículos 9, 10, 12 y 13 se presentará al mismo ante la autoridad competente del Estado miembro de origen»

situación resultante, en términos de derechos de voto, la cadena de empresas controladas a través de las cuales se ejercen efectivamente derechos de voto, la fecha en la que el umbral fue alcanzado o traspasado, la identidad del accionista, aun cuando éste no tenga derecho a ejercer derechos de voto (...) y de la persona física o jurídica con derecho a ejercer los derechos de voto en nombre de tal accionista) (art. 12). Estos umbrales son los fijados en el artículo 9 de la Directiva de Transparencia: necesariamente, el 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% (art. 9.1) o entre 1 dentro de cada grupo de los siguientes: el 30% o el de un tercio, el 75% o el de dos tercios (art. 9.3). Y la información tiene una dimensión dinámica porque la comunicación ha de realizarse sucesivamente, es decir, en los posteriores cambios producidos en la participación. Esta doble perspectiva de la transparencia sobre las participaciones importantes se confirma con la inclusión sistemática de la obligación de comunicación por la Directiva dentro de la clase «información continua» (Capítulo III. Sección I. Art. 9). Con lo que el cumplimiento de los deberes de comunicación por el partícipe significativo o importante proporcionará al emisor el conocimiento detallado y actualizado de la estructura del capital y el poder, así como la identidad de la persona (s) que puede o podría estar en condiciones de influir en el funcionamiento y destino de su empresa por situarse a partir de una proporción relevante en los derechos de votos correspondientes al total de las acciones<sup>18</sup>.

Junto a este conocimiento respecto de la estructura de la propiedad y del poder en la sociedad cotizada de la comunicación sobre participación importante, la observancia de la norma también cumple una función instrumental en el ámbito de la transparencia al mercado, a través de la difusión que proporcionarán la sociedad participada y la autoridad de supervisión. Así y en relación con la sociedad participada, la comunicación permitirá a los administradores de la sociedad cumplir con su deber de hacer

---

<sup>18</sup> El porcentaje del 5% es el umbral inicial de revelación en el año 2005, si bien se observa entre las sociedades incluidas en el «CBR Index que los países desarrollados y los países de la UE establecen reglas más estrictas para la revelación de la propiedad que los demás países de la muestra». (SCHOUTEN, M. y SIEMS, M.: «The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries», pág. 19).



pública la información de la comunicación al mercado (art. 12.6 ). Y similar función instrumental cumplirá la comunicación de la participación importante a la autoridad nacional de supervisión (art. 19.3), ya que la divulgación de la comunicación al mercado también se realizará por esta última.

Por lo tanto, la transparencia al mercado de la participación importante se realiza a través de la comunicación y de la publicidad de la información notificada. Y por esta razón, la información sobre la estructura accionarial se considera como elemento particularmente relevante en cuanto a las decisiones de inversión o desinversión<sup>19</sup>, así como de la debida información y transparencia a los mercados sobre participaciones relevantes (...) y de estas participaciones accionariales y la estructura o composición de los consejos de administración<sup>20</sup>. Desde el punto de vista de *lege ferenda* las reglas de revelación de la propiedad pueden servir para avanzar en la eficiencia del mercado y del gobierno corporativo. Esta observación es importante porque implica que la ley de los mercados de valores de los distintos países tienen motivaciones diferentes cuando fijan el nivel de revelación de la propiedad, «when setting the level of ownership disclosure». Esta variable, representada por el nivel de elaboración técnica de la normativa en cada país, ha permitido investigar la relación entre el rigor de las reglas de revelación de la propiedad y otras variables legales y económicas, con vistas a mejorar el futuro de estas reglas <sup>21</sup>.

---

<sup>19</sup> Así, ALONSO, A., GARCIMARTIN, F., PERDICES, A., GOMEZ-SANCHA, I. cuando declaran que: «Esta protección de los mercados y de los accionistas-inversores no sólo se proyecta en obligaciones de transparencia-información sobre (...), sino también sobre la estructura accionarial como un elemento particularmente relevante en cuanto a las decisiones de inversión o desinversión» («Transparencia accionarial y buen gobierno corporativo», pág. 89).

<sup>20</sup> *Vid. supra*

<sup>21</sup> En el plano de la teoría aplicada, SCHOUTEN, M. y SIEMS, M., relacionan positivamente la ley sobre la divulgación de propiedad con otras medidas de protección de los accionistas. En particular, se observa una fuerte relación positiva entre las normas de divulgación de la propiedad y las variables que protegen a los accionistas minoritarios contra los accionistas mayoritarios. Tal vez, sorprendentemente, también existe una relación positiva entre las normas sobre información de propiedad y la propiedad muy extendida. Esto podría interpretarse como una confirmación de la ley y la literatura de las finanzas, pero no es así necesariamente. Después de todo, la política u otros factores que también podrían

## **2. Principales opciones del modelo armonizado de transparencia**

### **2.1. Elevación de las normas de producción y aplicación comunitarias**

Entre las características técnicas más sobresalientes de la disciplina instaurada en las participaciones importantes por la Propuesta aprobada mediante la Resolución del Parlamento Europeo, el 12 de junio de 2013, podemos afirmar, que el régimen, de carácter preferentemente nacional y fragmentario de la materia en la Directiva 2004/109/CE, se desplaza por una regulación, que intensifica su carácter supranacional y vinculante para los Estados miembros. Este carácter supranacional elevará la homogeneidad de las legislaciones entre los Estados miembros, mejorándose la calidad técnica de la regulación existente hasta ahora. La consecución de este objetivo podría alcanzarse con las líneas que configuran el deber de notificación. En primer lugar, por la regla general de armonización mixta, según la cual «El Estado miembro de origen no podrá someter a un accionista o a una persona física o jurídica (...) a requisitos más estrictos que los fijados en la presente Directiva salvo cuando: (...) se fijen umbrales de notificación más bajos que los establecidos en el artículo 9, apartado 1», así como «(...) se apliquen leyes, reglamentos o disposiciones administrativas adoptados en relación con ofertas públicas de adquisición, transacciones de fusión y otras transacciones que afectan a la propiedad o al control de las empresas»(art. 3.1, segundo párrafo<sup>22</sup>). En segundo lugar, por la mayor flexibilidad del ámbito

---

explicar por qué los países con propiedad de los accionistas dispersos tienen más probabilidades de dar un menor juego («The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries», pág. 10).

<sup>22</sup> Enmienda al art. 3, ap.1, segundo párrafo: «El Estado miembro de origen no podrá someter a un accionista o a una persona física o jurídica de las mencionadas en los artículos 10 y 13 a requisitos más estrictos que los fijados en la presente Directiva, salvo cuando: (a) fije umbrales de notificación más bajos que los establecidos en el artículo 9, apartado ; (b) se apliquen leyes, reglamentos o disposiciones administrativas adoptados en relación con ofertas públicas de adquisición, transacciones de fusión y otras transacciones que afectan a la

objetivo incorporado al deber de informar sobre las participaciones importantes con la extensión de la disciplina, de un lado, a los «(...) instrumentos financieros (...)» referenciados a acciones «que vayan a emitirse» (art. 13.1, letra a); de otro, a través de la analogía como recurso técnico para extender el deber de notificación a «los instrumentos financieros de efecto económico similar a los mencionados en la letra a), den o no derecho a liquidación física» [art. 13.1, letra b)]. En tercer lugar, por el mayor rigor del régimen sancionador, conjuntamente con las potestades mínimas que habrán de reconocerse a las autoridades nacionales de supervisión (art. 28 *quater*, coordinado con el art. 28, párrafos 1 y 2). En cuarto lugar, por la uniformidad que significará la elaboración de reglas técnicas de regulación por la Autoridad Europea de Supervisión de Valores y Mercados en el desarrollo de los métodos de cálculo de los derechos de voto<sup>23</sup> (art. 13, ap. 1 bis, tercer párrafo)<sup>24</sup>. En quinto lugar, con las «directrices dirigidas a las autoridades competentes (...), en relación con los tipos de medidas y sanciones administrativas y el nivel de las sanciones pecuniarias» (art. 28 a 28 *quater*).

Desde la perspectiva global de la reforma financiera, el carácter supranacional del modelo seguido por la Propuesta de Directiva de

---

propiedad o al control de las empresas, reguladas por las autoridades de supervisión designadas por los Estados miembros con arreglo al artículo 4 de la Directiva 2004/25/CE ».

<sup>23</sup> El significado y alcance de las reglas técnicas en el marco de las fuentes de producción y aplicación del Derecho comunitario pueden consultarse en FLORES DOÑA, M<sup>a</sup>.S.\_ «Las normas técnicas en el nuevo marco normativo de los mercados financieros» (The technical rules in the new regulatory framework for financial markets)». *RDMV* 10/2012, págs. 9-39. Versión electrónica, [http://eprints.ucm.es/est/index.php?action=show\\_detail\\_eprint:id=14698](http://eprints.ucm.es/est/index.php?action=show_detail_eprint:id=14698).

<sup>24</sup> Art. 13, apartado 1 bis, tercer párrafo: «La AEVM elaborará proyectos de normas técnicas de regulación para especificar: a) el método de cálculo del número de derechos de voto mencionado en el párrafo primero en el caso de los instrumentos financieros referenciados a una cesta de acciones o a un índice; b) los métodos de determinación del delta a los efectos del cálculo de los derechos de voto relacionados con instrumentos que no puedan someterse a liquidación física, como se requiere en el párrafo segundo.

La AEVM presentará estos proyectos de normas técnicas de regulación a la Comisión a más tardar el 31 de diciembre de 2013.

Se delegan en la Comisión los poderes para adoptar las normas técnicas de regulación a que se refiere el segundo párrafo del presente apartado, de conformidad con los artículos 10 a 14 del Reglamento (UE) n° 1095/2010»

Transparencia para el deber de notificación de las participaciones importantes, así como el mayor nivel de vinculación para los Estados miembros es coherente con los fundamentos generales que orientan el sistema de supervisión financiera y los más específicos del régimen sancionador de los servicios financieros. En este sentido, la revisión de la Directiva de Transparencia sigue los parámetros fijados por la Comunicación de la Comisión, COM (2010) 716 final, de 9 de diciembre de 2010, en orden a elevar el rigor del marco sancionador de los servicios financieros [Considerando (14)]. A este respecto, la Comunicación de la Comisión COM (2010) 716 final, señalaba la intención de «establecer un conjunto mínimo de criterios comunes sobre algunos aspectos esenciales de los regímenes sancionadores, que se adaptarían a las especificidades de los distintos sectores». Asimismo, dentro de las Directivas que ordenan los mercados de valores, la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, 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 constituye una de las claves del funcionamiento de las Directivas de los Servicios Financieros (FSAP) y uno de los atractivos del Mercado único. En este sentido se manifiesta, que la regulación sobre la divulgación de propiedad se relaciona positivamente con otras medidas de protección de los accionistas, existiendo una estrecha independencia entre esta disciplina y las variables que protegen a los accionistas minoritarios contra los accionistas mayoritarios<sup>25</sup>. En cambio, se cuestiona la relación entre la variable de la divulgación de la participación importante y la variable de capitalización bursátil<sup>26</sup>.

---

<sup>25</sup> Vid. CHEFFINS, B.: *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed*, Oxford University Press, 2008. SCHOUTEN, M. y SIEMS, M.: «The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries», pág. 28

<sup>26</sup> Vid. el Informe del *Center for Business and Corporate Law*: «Against Mandatory Disclosure of Economic-only positions referenced to shares of European Issuers-Twenty Arguments against the CER Proposal» (CBC 0049/3/2010).

## **2.2. La regla de revelación de la participación importante alcanzada por derivados financieros e instrumentos de efecto económico similar**

La opción de la Propuesta de Directiva de transparencia aprobada en primera lectura por la Resolución legislativa, de 12 de junio de 2013, por la revelación de la participación importante alcanzada mediante derivados con acciones subyacentes de la empresa objetivo supone el abandono de la prohibición de la contratación de derivados con subyacentes de acciones<sup>27</sup>, al tiempo que significa la confianza del valor de la transparencia en la satisfacción del interés del conocimiento al emisor y de la autoridad de supervisión respecto de la identidad de la persona física o jurídica que ostenta una participación importante o significativa en una sociedad cuyos valores se cotizan en los mercados regulados<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> El tratamiento del riesgo potencial del voto vacío en la adquisición de participación importante mediante derivados financieros referenciados a las acciones de la sociedad objetivo se consideró que podría evitarse mediante su prohibición, por contradecir uno de los principios fundamentales del Derecho de sociedades. En la evaluación de la Directiva, tanto el informe externo, Mazard, como el informe del CERS estimaron que la prohibición del voto vacío en el marco de la participación importante encontraría su fundamento en la contradicción que encierra el voto vacío, ya que su admisibilidad supondría permitir que la toma de decisiones empresariales sean adoptadas por quienes no asumen el riesgo económico. En este sentido, pues, la prohibición de la práctica del voto vacío sería la solución recomendable, como técnica para superar la contradicción entre el voto vacío y los principios básicos del Derecho de sociedades en el marco de la participación importante. Pero esta prohibición excedería del ámbito de competencia de la Directiva de Transparencia.

<sup>28</sup> En la aplicación de la Directiva de Transparencia se observó la inoperancia de las reglas de comunicación al emisor respecto de los derechos obtenidos a través de «instrumentos financieros referenciados a acciones». De este modo se resaltó, que la elección de la Directiva de Transparencia había estimulado la utilización de las estrategias de «propiedad oculta», «hidden ownership» y de «voto vacío» «empty voting». En esta misma línea, en el Informe de la Comisión sobre el Impacto de la Propuesta de Directiva se declara, que los problemas vinculados a la notificación de la participación importante «major holdings of voting rights» están relacionados con «(1) la posibilidad de propiedad oculta, (2) las divergencia de las reglas de notificación en la Unión Europea (...) y potencialmente «empty voting», ya que si bien el poseedor de un «cash-settled derivative» no posee directamente los derechos de votos, potencialmente podría influir en el ejercicio de los derechos de voto vinculados a las acciones subyacentes», (Rapport from the Commission (...) Impact Assesment, [SEC (2011)1279 final/2, págs. 17-19]).

La posición del legislador comunitario es acertada, ya que la transparencia de la estructura de la propiedad y del control de la sociedad anónima cotizada es fundamental, porque afecta a todos los interesados en la sociedad. De una parte, al propio emisor, pues dicha información satisface su interés en conocer la identidad de las personas que están o podrían acceder a la propiedad o al control de la sociedad. De otra, a los administradores sociales ya que estos pueden cumplir con la obligación de difundir la información sobre participación importante al mercado. Y en cuanto a los inversores, porque la información respecto de la estructura de la propiedad y del control es una variable significativa en la determinación del valor de cotización de las acciones en el mercado, con la consiguiente evaluación por parte de los inversores respecto de su permanencia, su marcha o su entrada en el capital de la sociedad.

Pero las reglas de transparencia han de ser complementadas por un tratamiento en el ámbito de los principios y disposiciones que regulan la organización y el gobierno de las sociedades anónimas cotizadas; puesto que las estrategias de la propiedad oculta y del vaciamiento del voto realizadas a través de la contratación de derivados financieros referenciados a las acciones de la sociedad objetivo son una manifestación más del más amplio fenómeno de la disociación entre la asunción del riesgo económico y el poder empresarial en las sociedades cotizadas, por cuanto que las consecuencias adversas de las decisiones económicas adoptadas por el inversor, mediante la acumulación de los votos poseídos indirectamente a través de derivados sobre las acciones subyacentes son asumidas por el resto de los socios, en su condición de último titular de las acciones que sirven de referencia a los contratos de derivados financieros. Por ello y aunque la transparencia impuesta por la Directiva es una solución acertada, estas reglas deben complementarse y coordinarse con otros textos comunitarios. En este sentido, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) considera que la transparencia permitirá conocer el fenómeno del voto vacío, «empty voting», en sus múltiples negocios causales y manifestaciones (préstamos de acciones, derivados financieros, procedimiento del ejercicio del derecho de

---

voto). Este conocimiento proporcionará la base para proceder a la regulación transversal de la figura de «empty voting» en el contexto de mejora de los Textos comunitarios sobre mercado de valores y de gobierno corporativo implicados. Entre ellos, la Directiva de OPA (2004/25/EC) y la Directiva de derechos de los accionistas (2007/36/EC).

En la consecución de la finalidad de la Directiva, de mejorar la transparencia de la estructura del capital y del poder en el marco de las sociedades cotizadas, el legislador reforma su modelo técnico seguido, de regla general de revelación (art. 13.1), acompañada por un grupo de excepciones condicionadas a[art. 13.4, en relación con los arts. 9. (4),(5) y (6)].

La regla general de revelación de los instrumentos financieros se contempla en el art. 13, en el que se establece una cláusula de remisión a la notificación de la participación importante realizada mediante adquisición de acciones. En este sentido, el núm. 1 de la Directiva dice : «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 tenedor, en virtud de un acuerdo formal, el derecho incondicional a adquirir o la facultad discrecional de adquirir acciones ya emitidas o que vayan a emitirse que lleven aparejados derechos de voto, de un emisor cuyas acciones han sido admitidas a negociación en un mercado regulado (nueva redacción del art. 13, ap. 1.a)»<sup>29</sup>. Y «b.) Instrumentos financieros que no se hayan incluido en la letra a), pero que estén referenciados a acciones mencionadas en dicha letra y que tengan un efecto económico similar a los instrumentos financieros mencionados en dicha letra a), den o no derecho a liquidación física». La decisión se inspira en las ideas propugnadas por la autoridad de supervisión financiera en el Reino unido, la *Financial Service Act* e incorporadas desde el 1 de junio de 2009 en la regulación nacional contenida en

---

<sup>29</sup> La redacción del apartado letra a) modifica al texto del art. 13.1 de la DT, 2004/109/CE, mantenido por las sucesivas modificaciones y que ahora se restringe a los instrumentos financieros en los que la adquisición de las acciones subyacentes por parte del tenedor descansa en un «derecho incondicional» o en una «facultad discrecional».

las «Disclosure Rules and Transparency Rule», Capítulo V. «Vote holder and issuer notification rules»<sup>30</sup> .

En conexión con la innovación financiera producida en la *praxis* empresarial, la incorporación de los instrumentos financieros análogos en el ámbito de la disciplina se explica por el legislador en los siguientes términos: «La innovación financiera ha dado lugar a la creación de nuevos tipos de instrumentos financieros que dan a los inversores una participación económica en las empresas, cuya divulgación no ha sido prevista en la Directiva 2004/109/CE. Esos instrumentos pueden utilizarse para adquirir en secreto acciones en las empresas, lo que podría dar lugar a un abuso de mercado y transmitir una imagen falsa de la titularidad económica de empresas cotizadas. Para asegurar que los emisores y los inversores conozcan plenamente la estructura de la propiedad corporativa, la definición de instrumentos financieros de la citada Directiva debe abarcar todos los instrumentos de efecto económico similar a la tenencia de acciones y los derechos sobre acciones.» [Considerando (8)].<sup>31</sup>

---

<sup>30</sup> Las declaraciones contenidas en el Informe de Impacto de la Comisión a la Propuesta de Directiva, de 2011 se alinean a los argumentos sostenidos por el legislador en el Reino Unido y que ahora sirven para justificar la elección de la regla general de transparencia. Al respecto se declara: «La transparencia es esencial para la decisión de invertir y para la eficiencia del mercado. Existen huecos en la información vinculada a la laguna de divulgación de los derivados liquidados en efectivo que inciden en una posible ineficiencia del mecanismo de formación del precio, así como de situaciones potenciales de abuso de mercado y de voto vacío. Como resultado, el nivel de confianza del inversor es sub-óptimo y el interés de la compañía a largo plazo son malinterpretados. Algunos Estados miembros han reaccionado ante los riesgos descritos incrementando sus reglas de transparencia en relación con los derivados liquidados por diferencias (...). Pero el más bajo nivel de transparencia es también debido a la laguna de armonización máxima de las reglas para la notificación de la participación importante» (Rapport from the Commission (...) Impact Assesment, [SEC (2011)1279 final/2, pág. 20]).

<sup>31</sup> En igual sentido el Informe del Comité Económico y Social Europeo sobre la Propuesta de Directiva de Transparencia «Ampliar la definición de los instrumentos financieros sujetos a notificación denota la preocupación por adaptar las normas a las innovaciones del mercado y, por consiguiente, de seguir de cerca la evolución. Esta modificación sitúa la Directiva sobre la Transparencia en línea con las medidas ya adoptadas en el Reino Unido y Portugal y con las que están en preparación en otros países de la Unión europea y el resto del mundo. En Francia se lanzó una iniciativa legislativa en esta materia que resultó insuficiente. Si bien puede existir el recelo de que el mercado se vea «inundado» de información innecesaria, la experiencia de los países donde las normas exigen



En efecto, el recurso técnico a la analogía significa que el ámbito de la disciplina se extiende a los derivados liquidados en efectivo «cash-settled derivatives», tales como los «equity swaps» y los «CFD» en general, de conformidad con las reclamaciones realizadas entre los operadores económicos y en la literatura científica, en orden a evitar los riesgos de «potencial abuso» que conlleva la ocultación de la propiedad y la influencia de una empresa a través de derivados financieros liquidados en efectivo, de modo parecido a lo que sucedió en la década anterior con la celebración de Contratos liquidados por diferencias y «equity swaps» entre las empresas que sirvieron de referencia a los informes de evaluación (entre ellas, «Porsche vs Volkswagen», «Schaeffler vs Continental», «Laxey Partner vs Implenia», «FIAT»<sup>32</sup>).

---

ya este tipo de notificación contradice ese recelo y son muchas las partes interesadas que sugieren que se tome nota de la experiencia del Reino Unido» INT/604, de 22 de febrero de 2012, núm. 1.5, pág. 2.

<sup>32</sup> El recurso a las estrategias de «hidden ownership» y de «empty voting» adquirió una dimensión preocupante con los contratos de permuta financiera, cuyas diferencias se venían liquidando en efectivo, «cash-settled contracts for differences o cash-settled equity swaps».

La necesidad de contemplar en el deber de comunicación de las participaciones importantes las operaciones de instrumentos financieros que se habían utilizado para alcanzar ocultamente la participación en una empresa se advirtió por la Comisión en el año 2010 en su Informe sobre la Directiva de Transparencia, 2004/109/CE. Esta advertencia se realizó porque la situación de propiedad oculta, «hidden ownership», es decir, la combinación entre la propiedad económica no divulgada más un probable poder de voto informal se había producido en diferentes casos sin que la normativa de transparencia de las participaciones importantes hubiera funcionado. Por ello, en el mencionado informe se declaró la necesidad de ampliar la comunicación al emisor de los derechos de voto correspondientes a las acciones subyacentes a los contratos de derivados liquidados en efectivo con el fin de evitar el acceso oculto a la propiedad de la empresa objetivo «hidden ownership» que se venía produciendo en la práctica empresarial de varios países. Esta idea y su solución mediante la extensión objetiva de la comunicación a los derivados e instrumentos con efecto económico análogos se conserva en la PDT por considerar, que las reglas de la DT no han garantizado que emisor e inversor tengan conocimiento completo de la información relevante sobre participación importante en los derechos de voto, principalmente en lo que concierne a los contratos derivados financieros liquidados en efectivo, «cash-settled derivatives», y frecuentemente utilizado para «adquirir y ejercer una potencial influencia en una sociedad cotizada o construir secretamente una participación «stake» en dicha compañía evitando u omitiendo «bypassing» las exigencias de divulgación». Esta utilización de los derivados para adquirir ocultamente la propiedad «hidden ownership» tendría unas consecuencias muy negativas en los mercados de capital de Europa. De una parte, la posibilidad de situaciones de abuso de mercado asociada a la manipulación del precio para evitar la prima de la OPA, «Possibility of market abuse situations: price manipulation to avoid a take-over premium», con el

A estos puede añadirse el caso «Wendel vs San Gobian»<sup>33</sup>, objeto de la Resolución de la Autoridad francesa de Mercados Financieros de 13

---

consiguiente daño al interés de la minoría de accionistas y de los eventuales competidores, de hacer una oferta alternativa. Este riesgo se explica en el Informe de impacto que se acompaña a la Propuesta de Directiva de la siguiente manera: «La contraparte «counterparty» en el contrato de derivado, el cual vende la exposición económica al precio de las acciones y pagará la diferencia del precio al poseedor «holder» del instrumento derivado, usualmente se cubrirá durante la vigencia del contrato con un número de acciones suficientes para pagar la diferencia del precio que tuviera que abonar al holder si el precio sube. Cuando el contrato expira, estas acciones necesitan venderse. Si el holder del derivado «cash-settled» desea adquirir estas acciones, el estará en una posición de privilegio para hacerlo. Por ello, aunque formalmente el holder no tiene el derecho a adquirir las acciones subyacentes, sería posible que el mismo la adquiriera en la práctica». De este modo, «el holder de un cash-settled derivative puede beneficiarse del efecto sorpresa, «the surprise effect», de adquirir una participación importante en una compañía sin tener que declarar su intención. Esto facilita al holder una operación de takeover y a un precio inferior. Por lo tanto, si se permite construir una propiedad oculta «hidden ownership», sin la concurrencia de otros inversores, el precio de las acciones permanece estable, se elimina o reduce cualquier prima de OPA.»» (Rapport from the Commission (...) Impact Assesment, [SEC (2011)1279 final/2], subrayado incorporado en este texto).

De otra parte el voto voto vacío: control de hecho sobre de los derechos de voto, «empty voting: de facto control over the voting rights». El representado por la posibilidad de que los derechos de los accionistas se orienten en el interés de la parte en largo en el derivado «long-term interest» El control de hecho sobre los derechos de voto del poseedor de un derivado liquidado en efectivo «cash-settled», potencialmente podría influir en el ejercicio de los derechos de voto correspondientes a las acciones subyacentes. «La contraparte que posee físicamente las acciones con fines de cobertura «phisical shares for hedging purposes», no tiene un interés real en las acciones subyacentes de la compañía y podría utilizar la estrategia del voto vacío, es decir, orientando el voto al poseedor del interés económico y adecuándolo a las instrucciones del poseedor de los votos «empty voting rights in a way which suits the holder of the economic interest by following the holder's voting instructions». La Inspección de la FSA, 07/20, de noviembre de 2007 sugirió que el poseedor de contratos por diferencias a veces concluye operaciones de cobertura con el fin de utilizar estrategias de influencia en los votos, «influence voting strategies». Incluso si la política general del banco de inversión es la de no votar con las acciones de acuerdo con los deseos del holders, en la práctica es posible que no se lleve a cabo (...), por lo que la laguna de transparencia dificulta a las compañías de conocer no sólo a quienes son sus propietarios sino también de quien posee un potencial poder de voto significativo. «pottentially significant voting power»». Aunque sólo en una pequeña minoría de supuestos, la contratación de derivados se ha realizado con la finalidad de «adquirir una influencia en el ejercicio de los derechos de votos», la extensión del modelo armonizado serviría para debilitar y desincentivar la práctica del voto vacío «empty voting» vinculada a este tipo de instrumentos financieros. (Rapport from the Commission (...) Impact Assesment, [SEC (2011)1279 final/2, págs. 19-20], subrayado incorporado en este texto).

<sup>33</sup> El caso Wendel vs San Gobain también se comprende entre los que se relacionaban en el Informe a la Propuesta de Directiva, como representativo de

de diciembre de 2010<sup>34</sup>. La sanción pecuniaria impuesta fue confirmada por la Sentencia confirmatoria del Tribunal de Apelación de París, de 31 de mayo de 2012, núm. 2011/05307. Este caso propició la incorporación de los derivados financieros liquidados en efectivo en la regulación del deber de comunicación de las participaciones importantes introducida por Ley núm. 2009-1255, el art. 233-7 del Código de Comercio establece el deber de comunicación a la sociedad emisora y a la autoridad de mercados financieros, de la participación importante. A estos efectos, entre los criterios fijados para el cálculo de los umbrales de participación se dice, que el poseedor tendrá en cuenta los derechos de votos correspondientes a las acciones y opciones que ostente a través un derivado financiero o instrumento con efecto económico similar (art. 233-7 Code Commerce -C.Co. -, en relación con el art. L. 211-1 del Código Monetario y Financiero -CMF-).

---

una situación de propiedad oculta y de voto vacío. Vid. Informe de la Comisión sobre el Impacto de la Propuesta de Directiva de Transparencia «Rapport from the Commission (...) Impact Assessment, [SEC (2011)1279 final/2, págs. 17-19]».

<sup>34</sup> En primer lugar, la Resolución de la AMF, de 13 de diciembre de 2010 consideró que, de conformidad el art. 223-6 del Reglamento general de la AMF la sociedad Wendel había infringido la obligación de informar al público de la operación financiera representada por la contratación de derivados, «Total Return Swaps» con el Banco alemán, con el fin de poder adquirir una participación significativa en el capital de la Sociedad Saint-Gobain. Esta información tuvo que haberse puesto en conocimiento público en las siguientes fechas límites: el 22 de diciembre de 2006 la relativa a los primeros contratos de Total Return Swaps concluidos con el Banco alemán; el 21 de junio de 2007, la relativa a los demás contratos de TRS, concluidos los establecimientos bancarios». En segundo lugar, la Sociedad Wendel también infringió el art. 223-2 del Reglamento general de la AMF al no poner en conocimiento del público la información privilegiada consistente en la contratación de varios derivados TRS por considerarse esta última una operación financiera con el fin de adquirir una participación importante en el capital de la sociedad Saint Gobain. La información tuvo que ser cumplida el 20 de agosto de 2007, como fecha límite y, en todo caso, antes de quedar sometida a la obligación de declarar la toma del 5% de participación; pues con la conclusión de los derivados, Wendel pudo alcanzar una participación del 24% en el capital social de Saint Gobain (Decisión de la AMF, núm. 2.1 y 2.2). En relación con este caso puede consultarse DOMPÉ, M<sup>a</sup> y MENNESSON, N.: «Franchissement de seuils et abus de marché», *Ré. Dr. Bancaire et Financier*, núm. 2, marzo, Base de datos LEXTENSO (consulta del texto registrada, el 3 de junio de 2013)], así como la posterior Sentencia confirmatoria del Tribunal de Apelación de París ((31 de mayo de 2012, núm. 2011/05307). También LE NAVASQUE, H. : «Wendel/Saint Gobain: confirmation par la cour d'appel de Paris de la décision de sanction de l'AMF du 13 décembre 2010», *Rév. Sociétés*, octubre 2012, págs.. 586-590).

El alcance del término instrumento financiero se establece en el art. 13.1 b) de la Propuesta de Directiva. De una parte, comprende los especificados en el párrafo primero y que son: «los valores mobiliarios y las opciones, los futuros, las permutas financieras, los contratos a plazo sobre tipos de interés, los contratos por diferencias [letras (a) a (f)]. De otra, «cualquier otro contrato o acuerdo de efectos económicos similares que pueda liquidarse mediante entrega física o en efectivo» [letra (g)]<sup>35</sup>. El término

---

<sup>35</sup> El significado del término contrato derivado se encuentra en la Directiva MiFID. Como es sabido, la Directiva MiFID se refiere a los instrumentos financieros y a los negocios que recaigan sobre los mismos. La definición de unos y otros se realiza mediante la lista contenida en las secciones A y C del Anexo I, en relación con el art. 4.1, número 17. El mercado de instrumentos financieros engloba una amplia y compleja gama de instrumentos [Considerando (2)]. A tales efectos, el término «Instrumento financiero», comprendido en la relación de definiciones del art. 4 de la MiFID (número 17) se remite a los instrumentos señalados en la Sección C del Anexo I. Junto a los valores negociables tradicionales (acciones y obligaciones) se comprenden los instrumentos del mercado monetario (letras del Tesoro, certificados de depósito y efectos comerciales) y las participaciones en instituciones de inversión colectiva. El legislador comunitario también considera instrumento financiero a determinados instrumentos derivados sobre materias primas y otros constituidos y negociados de un modo que plantea cuestiones de reglamentación comparables a las de los instrumentos financieros tradicionales [Considerando (4)]. Dentro de estos se incluyen una larga lista de instrumentos admitidos o no a negociación en mercados organizados.

Los instrumentos financieros se clasifican en instrumentos complejos y no complejos (art. 19.6 de la Directiva). Se consideran instrumentos no complejos: las acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o mercado equivalente en un tercer país, los instrumentos del mercado monetario, las obligaciones u otras formas de deuda titulizada (excepto las que incluyan derivados) y aquéllos que cumplan determinados criterios relativos a sus precios, forma de contratación o liquidación, responsabilidad para el cliente, etc. [art. 38 de la Directiva de Nivel 2 (2006/73/CE), en relación con la Directiva MiFID de nivel 1 (2004/39/CE)]. En cambio, «tendrían en todo caso la condición de instrumentos financieros complejos las obligaciones y otras formas de deuda titulizada que incluyan derivados». La ausencia de una lista de productos complejos o de las características que han de concurrir en tal denominación impiden clarificar la diferencia entre un instrumento complejo y otro que no lo es. La cuestión es relevante, porque tal distinción condiciona la obligatoriedad o no de prestar servicios de inversión con la información previa del cliente. Por ello son las respectivas disposiciones nacionales de desarrollo de la Directiva las que solucionan los casos que se presentan en la práctica financiera.

Por consiguiente, quedan sometidos al ámbito de la Directiva, todos los negocios que versen sobre instrumentos financieros, cualquiera que sea la naturaleza de los mismos; entre ellos los contratos de opciones, futuros, permutas y los acuerdos de tipos de interés. A título enunciativo, la Directiva extendería su ámbito de aplicación a los derivados con subyacente financiero, a través del cual el poseedor pudiera tener acceso potencial a la adquisición de las acciones subyacentes o al ejercicio de los derechos de votos correspondientes a las mencionadas acciones. Desde el punto de vista causal, el contrato derivado

contrato o acuerdo de efectos económicos similares apunta a un concepto funcional, de carácter abierto y evolutivo a la dinámica empresarial. Esta idea se confirma con las potestades reconocidas a la Autoridad Europea de Supervisión de Mercados y de Valores (ESMA) para «establecer y actualizar periódicamente una lista indicativa de los instrumentos financieros que estén sujetos a requisitos de notificación de conformidad con el apartado 1, teniendo en cuenta la evolución técnica de los mercados financieros» (art. 13.4, segundo y tercer párrafo).

Esta concepción amplia y abierta de instrumento financiero no significa que todos los supuestos a través de los cuales las contrapartes en un negocio financiero puedan acceder o consolidar su influencia en la sociedad (o en el grupo) quedarían sometidos al deber de comunicación impuesto al accionista o a la persona que posee las acciones o ejerce los derechos de votos correspondientes a las acciones subyacentes en la proporción fijada por el umbral de participación importante dispuesto en el art. 9.1. Esta conclusión es así, porque el perímetro de la notificación se determina con arreglo

---

realizado en un mercado regulado coincidirá normalmente con el contrato de derivado, según se deduce de la lectura del art. 2(7) del Reglamento 648/2012 (CE) nº 1287/2006, según la cual «el contrato OTC es aquél cuya ejecución no tiene lugar en un mercado regulado, con el significado formulado en el art. 4 (1) (14) de la Directiva 2004/34/39/CE o en el mercado considerado equivalente de un tercer país, de conformidad con el art. 19 (6) de la Directiva 2004/39/CE». Así, entre otros: (i) los contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en efectivo; (ii) los contratos de opciones, futuros, permutas ("*swaps*"), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a petición de una de las partes (por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato); (iii) los contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*) y otros contratos de derivados que puedan liquidarse en especie, siempre que se negocien en un mercado regulado o SMN; (iv) los contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el punto 6 de la sección C y no destinados a fines comerciales, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se liquidan a través de cámaras de compensación reconocidas o son objeto de ajustes regulares de los márgenes de garantía; (v) los instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito [anexo I, sección C, puntos 4 a 10, de la Directiva 2004/39/CE, tal como se aplican en virtud de los artículos 38 y 39 del Reglamento 648/2012 (CE) nº 1287/2006].

a unos criterios y condiciones variables. De una parte, con la formulación de la regla general en combinación con los supuestos exceptuados de la misma (art. 13.1, en relación con el 9.(1), (4) y (6)]. De otra, con las condiciones variables fijadas para calcular el número de número de derechos de voto (art. 13.1 *bis*<sup>36</sup>).

El cumplimiento del deber de información al emisor de los derechos de voto potenciales por parte del partícipe significativo también evitaría las prácticas de voto vacío «empty voting» ligados a la participación oculta por el derivado financiero. Sin embargo, la naturaleza plural de esta última figura y las implicaciones de su regulación en otros ámbitos del Derecho de sociedades explica que la regulación del «empty voting» a nivel comunitario ha de ser completada en los textos del Derecho de sociedades, ya mencionados, la Directiva sobre ofertas públicas de adquisición. (2004/25/EC) y la Directiva relativa a los derechos de los accionistas (2007/36/EC).

### **2.3. La flexibilización del principio de armonización máxima para los deberes de comunicación a la sociedad emisora y a la autoridad de supervisión**

La Directiva flexibiliza el principio de armonización máxima que se establecía inicialmente en la Propuesta de Directiva para la comunicación de la participación importante. En este sentido y tras la Resolución legislativa de 12 de junio de 2013, el tenor del art.

---

<sup>36</sup> Art. 13 apartado 1 *bis*: «El número de derechos de voto se calculará por referencia a la cantidad teórica total de acciones subyacentes al instrumento financiero, *excepto en el caso de los instrumentos financieros a que se refiere el párrafo segundo*. Con este fin, el tenedor agregará y notificará todos los instrumentos financieros relacionados con el mismo emisor subyacente. Sólo las posiciones largas se tendrán en cuenta para el cálculo de los derechos de voto. Las posiciones largas no se compensarán con posiciones cortas relacionadas con el mismo emisor subyacente.

*En el caso de instrumentos que no puedan someterse a liquidación física, el número de derechos de voto se calculará mediante un ajuste delga. Por tanto, las acciones subyacentes referenciadas en el instrumento financiero se calcularán en la proporción que sea igual al delta del instrumento en cualquier momento»* (Texto aprobado en primera lectura por la Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 12 de junio de 2013).

3.1, segundo párrafo, es el siguiente: «El Estado miembro de origen no podrá someter a un accionista o a una persona física o jurídica de las mencionadas en los artículos 10 y 13 a requisitos más estrictos que los fijados en la presente Directiva, salvo *cuando*: «(a) se fijen umbrales de notificación más bajos que los establecidos en el artículo 9, apartado 1»; «(b) se apliquen leyes, reglamentos o disposiciones administrativas adoptados en relación con ofertas públicas de adquisición, transacciones de fusión y otras transacciones que afectan a la propiedad o al control de las empresas, reguladas por las autoridades de supervisión designadas por los Estados miembros con arreglo al artículo 4 de la Directiva 2004/25(CE)». Esta elección de la Directiva supone una transacción entre el abandono del principio de armonización mínima adoptado en la Directiva 2004/109/CE, por ser la causa del bajo nivel de transparencia y de la fragmentación de las disciplinas nacionales y la adopción del principio de armonización máxima contemplado en la Propuesta de modificación de la Directiva, de 2011<sup>37</sup>.

Entre las razones que han llevado al legislador comunitario a rebajar el nivel de armonización máxima y por lo que concierne a la fijación de umbrales más bajos del mínimo del 5% que se establece en el art. 9.1, se argumenta la conveniencia de atender «(...) las diferencias en la concentración de la propiedad en la Unión y en las diferencias en las legislaciones sobre sociedades vigentes en la Unión (...), se debe seguir permitiendo a los Estados miembros establezcan tanto umbrales más bajos como umbrales adicionales para la notificación en las participaciones en los derechos de voto y

---

<sup>37</sup> El principio de armonización mínima establecido en la Directiva para la notificación de las participaciones importantes ha multiplicado las soluciones en las legislaciones nacionales. Entre sus efectos, la Comisión cita dos grupos de problemas. De una parte, los inconvenientes provocados por la fragmentación del mercado interior de servicios financieros y la dificultad que el cumplimiento de los deberes de comunicación supone para los inversores transfronterizos. De otra parte, el problema de incremento del riesgo del arbitraje regulatorio entre los Estados miembros. Entre los datos proporcionados por la Comisión sobresalen los relativos al elevado coste que supone el cumplimiento del deber de comunicación, con 27 sistemas en Europa más los aproximadamente 60 sistemas internacionales. Asimismo, las diferencias normativas incrementan el riesgo del arbitraje regulatorio (Rapport from the Commission (...) Impact Assesment, [SEC (2011)1279 final/2, págs. 20-21])

que requieran notificaciones equivalentes respecto de los umbrales basados en el capital» [Considerando (10), primer párrafo].

La competencia regulatoria que pudiera derivarse de la aplicación desigual del modelo de armonización mixta se advierte como socialmente beneficioso desde la óptica de la eficiencia del mercado y del gobierno corporativo. En este sentido se señalaba, que la rapidez con la que el Reino Unido ha ampliado sus normas de divulgación sugiere que la promoción de la competencia reglamentaria podría ser un enfoque fructífero. De hecho, su respuesta rápida puede ser vista como un ejemplo de la manifestación de «una adaptación eficaz de la evolución de los sistemas a las condiciones cambiantes del medio ambiente», facilitado por una Directiva que establece las condiciones para la diversidad local y por lo tanto permite la búsqueda y el aprendizaje de procesos.

### **3. Marco sancionador. Publicación de las sanciones y Recurso**

La reforma de la Directiva de Transparencia, aprobada por la Resolución legislativa del Parlamento Europeo, el 12 de junio de 2013, modifica el marco sancionador dispuesto en la primitiva Directiva 2004/109/CE, incorporando algunas de las orientaciones tendentes a superar los problemas apreciados con la aplicación de la Directiva, así como las propuestas por la Comunicación de la Comisión, sobre «Regímenes sancionadores más rigurosos en el sector de servicios financieros», de 9 de diciembre de 2010.

El cuadro de infracciones y de sanciones contemplado en la Directiva de Transparencia de 2013 se integra por disposiciones de naturaleza mixta, tanto en las fuentes de producción como en su aplicación. En ambos casos, la Directiva distingue entre normas comunitarias y nacionales, tanto de carácter imperativo como de carácter facultativo (Capítulo VI *bis*, arts. 28, 28 *bis* y 28 *quater*). El marco sancionador se complementa con la posible publicación de la decisión sancionadora y la remisión a la legislación nacional del régimen del recurso a la decisión sancionadora (Art. 28 *ter*).



### 3.1. Cuadro de infracciones y de sanciones

El incumplimiento de la notificación dentro del plazo y la no publicación de la información comunicada constituyen el número mínimo de infracciones que la Directiva exige contemplar en las legislaciones nacionales en el art. 28 *ter*, en el que se declara, «se aplicará como mínimo a las infracciones siguientes: (...) b) cuando una persona física o jurídica no notifique, dentro del plazo fijado, la adquisición o la cesión de una participación importante de conformidad con las disposiciones nacionales adoptadas en aplicación de los artículos 9, 10 –notificación-, 12 –procedimiento notificación, difusión-, 13 y 13 *bis*» –participación importante adquirida mediante derivados financieros e instrumentos análogos-.

Dentro de los parámetros establecidos en la Propuesta de Directiva de Transparencia, las sanciones a las posibles infracciones se regularán en las respectivas legislaciones nacionales. Entre los requerimientos de la Directiva de Transparencia está, el que la legislación nacional establecerá, necesariamente, «(...) normas sobre las sanciones y medidas administrativas aplicables a las infracciones de las disposiciones nacionales adoptadas para dar cumplimiento a la presente Directiva» (art. 28.1<sup>38</sup>). Según se desprende de los tipos de sanciones, el legislador comunitario distingue entre sanciones de carácter administrativo (declaración pública, requerimiento, sanción pecuniaria administrativa al sujeto responsable (s) - art. 28 *bis*. 2 y 2 *bis*<sup>39</sup> - ) y sanciones de carácter

---

<sup>38</sup> Art. 28, ap. 1:«1. Sin perjuicio de las facultades de las autoridades competentes de conformidad con el artículo 24 y del derecho de los Estados miembros a imponer sanciones penales, los Estados miembros dispondrán que sus autoridades competentes respectivas puedan imponer sanciones y medidas administrativas adecuadas en caso de incumplimiento de las disposiciones nacionales adoptadas para dar cumplimiento a lo previsto en la presente Directiva. Y tomarán las medidas necesarias para garantizar su aplicación. Todas las sanciones y medidas serán efectivas, proporcionadas y disuasorias».

<sup>39</sup> Art. 28 *bis*, 2 y 2 *bis*: «(...), entre las sanciones y medidas administrativas aplicables se cuentan como mínimo las siguientes: (a) una declaración pública en la que se indiquen la persona física o jurídica responsable y la naturaleza de la infracción, de conformidad con el artículo 28 *ter*»- publicación- ; (b) un requerimiento dirigido a la persona física o jurídica responsable para que ponga

privado (suspensión de los derechos de votos vinculados a las acciones por las que se ha infringido el deber- art. 28 *bis*. 2 c<sup>40</sup>). Las sanciones administrativas tienen carácter de «mínimo» (art. 28 *bis*. 2).

Las sanciones que, facultativamente pueden establecer los Estados miembros, se relacionan también con tipos heterogéneos. En este sentido la Directiva de Transparencia autoriza a que los Estados miembros puedan contemplar en su respectiva legislación: «sanciones penales» (art. 28 ap.1), sobre las que guarda silencio el legislador comunitario, de conformidad con la exclusión que orienta la Comunicación de la Comisión, de 9 de diciembre de 2010, sobre regímenes sancionadores más rigurosos en el sector de servicios financieros. Los Estados miembros también podrán disponer en su legislación otras «sanciones o medidas adicionales» a las contempladas en la Propuesta de Directiva de Transparencia o, dentro de las previstas en esta última, la posibilidad de fijar «niveles más elevados de sanciones pecuniarias administrativas dispuestas en la Directiva» (art. 28 *bis* 2 *bis*<sup>41</sup>). El argumento común invocado para todas estas previsiones es el de la necesidad de fijar sanciones suficientemente disuasorias para respaldar unos mercados limpios y transparentes» [Considerando (14)].

---

fin a su conducta y se abstenga de repetirla; (d) si se trata de una persona jurídica, sanciones pecuniarias administrativas de hasta el 10% de su volumen de negocios anual total en el ejercicio anterior; (e) si se trata de una persona física, sanciones pecuniarias administrativas de hasta 5 000 000 EUR (...)).

<sup>40</sup> Art. 28 *bis* 2 c: «*en el caso de las infracciones más graves y de aquéllas no causadas por negligencia, la facultad para suspender el ejercicio de los derechos de voto vinculados a acciones admitidas a negociación en un mercado regulado si la autoridad competente comprueba que las disposiciones de la presente Directiva, por lo que respecta a la notificación de las participaciones importantes, han sido infringidas por el tenedor de acciones u otros instrumentos financieros, o por una persona física o jurídica con arreglo a lo mencionado en los artículos 10 o 13, en la medida en que dichos derechos de voto rebasen los umbrales de notificación*».

<sup>41</sup> Art. 28 2 *bis*: «*Los Estados miembros podrán prever sanciones o medidas adicionales y niveles más elevados de sanciones pecuniarias administrativas que los previstos en la presente Directiva*».

### **3.2. Criterios ordenadores en la aplicación del régimen sancionador**

Entre las reglas generales para la aplicación del régimen sancionador por parte de los estados miembros, la Directiva impone a los Estados miembros que reconozcan a sus respectivas autoridades de supervisión nacional las potestades adecuadas para aplicar el régimen sancionador (art. 28). Dentro de estas últimas se comprenden las facultades para imponer las sanciones contempladas la Directiva, en nuestro caso, las dispuestas para la infracción de la notificación y difusión (requerimiento, multa pecuniaria, suspensión de derechos), así como la posibilidad de investigar supuestas infracciones.

En el ejercicio de las potestades sancionadoras e investigadoras, la autoridad competente nacional «cooperará estrechamente con las demás autoridades para garantizar que las sanciones o medidas ofrezcan los resultados deseados y coordinarán su actuación cuando se trate de casos transfronterizos». Asimismo, el fortalecimiento de las potestades sancionadoras y de supervisión dispuestas en la Propuesta de Directiva de Transparencia están coordinadas con el nueva estructura de supervisión financiera en Europa, de la que se hizo eco la Comunicación de la Comisión de 9 de diciembre de 2010 sobre «Regímenes sancionadores más rigurosos en el sector de servicios financieros» y, posteriormente se contiene entre las consideraciones que preceden a la parte dispositiva de la Directiva de Transparencia, cuando se declara, que las « (...)facultades sancionadoras de las autoridades competentes deben incrementarse y cumplir determinados requisitos esenciales (...). En concreto, los Estados miembros deben garantizar que las sanciones y las medidas administrativas que puedan aplicarse comprendan la posibilidad de imponer sanciones pecuniarias lo suficientemente elevadas para resultar disuasorias (...) y contemplar la suspensión o la posibilidad de suspender el ejercicio de los derechos de voto de los tenedores de acciones e instrumentos financieros que no cumplan los requisitos de notificación (...). Los Estados miembros pueden contemplar sanciones o medidas adicionales y niveles de sanciones pecuniarias

administrativas superiores a los que se prevén en la presente Directiva, habida cuenta de la necesidad de sanciones suficientemente disuasorias para respaldar unos mercados limpios y transparentes» [Considerando (14)].

Los criterios para la gradación de las sanciones se adecuarán por las directrices emitidas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados. Estas directrices se refieren al principio de eficacia; el cual constituye el referente implícito a los criterios fijados en el artículo 28 *quater* de la Propuesta de Directiva de Transparencia, en el que se combinan los distintos aspectos que conforman el supuesto de hecho que subyace a toda infracción: acto lesivo, el resultado derivado de la infracción y el responsable de la infracción. Así y por lo que se refiere al acto lesivo determinante de la infracción, el tipo y el nivel de la sanción dependerá de «(a) la gravedad y duración de la infracción, (d) la importancia de los beneficios obtenidos o las pérdidas evitadas por la persona física o jurídica responsable, en la medida en que puedan determinarse y (e) las pérdidas causadas a terceros por la infracción, en la medida en que puedan determinarse»; el contenido de la sanción dependerá de las siguientes condiciones: «(b) el grado de responsabilidad de la persona física o jurídica responsable, (f) el nivel de cooperación de la persona física o jurídica responsable con la autoridad competente y (g) las infracciones anteriores de la persona física o jurídica responsable».

### **3.3. Publicación de las sanciones y recurso**

La aplicación de la publicación de la decisión sancionadora se impone a los Estados miembros por la Directiva, en relación con el tipo, la naturaleza y la identidad del responsable (s). Ahora bien, la aplicación de la publicación deberá evaluarse por parte de la autoridad nacional competente, con arreglo a las condiciones fijadas en el art. 28 *ter* de la Propuesta de Directiva de Transparencia.

La regla general de publicidad se establece en el número 1, que dice: «Los Estados miembros velarán porque toda sanción o

medida que las autoridades competentes impongan por el incumplimiento de las disposiciones nacionales adoptadas para cumplir lo dispuesto en la presente Directiva se publique sin demora injustificada, en particular la información sobre el tipo y la naturaleza del incumplimiento, (...)». Con esta disposición, el legislador persigue la eficacia de las obligaciones impuestas por la Directiva. En este sentido se manifiesta, que «A fin de garantizar que las decisiones por las que se impongan medidas o sanciones administrativas tengan un efecto disuasorio para la población en general, normalmente deben hacerse públicas. La publicación de las decisiones es también una herramienta importante para informar a los participantes en el mercado de la conducta que se considera que contraviene la presente Directiva y para promover, en un sentido más amplio, una conducta adecuada entre los participantes en el mercado» [Considerando (14 *bis*)].

La aplicación de la publicidad podrá omitirse cuando dicha publicación «*no fuera conforme a la legislación nacional en vigor o pusiera en grave peligro investigaciones oficiales en curso*» (art. 28 *ter*<sup>42</sup>). En estos casos y de conformidad con la Exposición de motivos, el legislador comunitario entiende, que si «la publicación de una decisión pusiera en grave peligro la estabilidad del sistema financiero (...), en la medida en que pueda valorarse, graves y desproporcionados perjuicios a las entidades o individuos implicados o, en caso de sanción impuesta a una persona física, si una evaluación previa obligatoria señalara que la publicación de datos personales resulta desproporcionada». [Considerando (14 *bis*)].

---

<sup>42</sup> El texto incorporado al artículo 28 *ter* de la Propuesta de Directiva, aprobada por la Resolución Legislativa de 12 de junio de 2013, suaviza el tenor de su precedente, art. 29.1 párrafo segundo y que decía: «No obstante, las autoridades competentes podrán aplazar la publicación de una decisión o podrán publicarla con carácter anónimo, de manera conforme con la legislación nacional, cuando concurra alguna de las circunstancias siguientes: (a) cuando, en caso de que la sanción se imponga a una persona física, de una evaluación previa obligatoria de la proporcionalidad de la publicación de los datos personales resulta que dicha publicación es desproporcionada; (b) cuando la publicación pudiera poner en grave riesgo la estabilidad del sistema financiero o una investigación oficial en curso; (c) cuando la publicación pudiera causar un daño desproporcionado y grave a las entidades o personas físicas implicadas, en la medida en que se pueda determinar el daño».

El posible recurso a la decisión sancionadora queda al margen de la Propuesta de Directiva de Transparencia, omitiéndose la necesidad de que dicho recurso se mencione en la publicación de la resolución sancionadora, tal y como se establecía en la redacción del art. 29.2<sup>43</sup> de la Propuesta de Directiva, con anterioridad a la Resolución legislativa, de 12 de junio de 2013.

### III. CONCLUSIÓN

La Resolución del Parlamento Europeo aprobada el 12 de junio de 2013, por la que se aprueba en primera lectura la Propuesta para la modificación de la Directiva de Transparencia 2004/109/CE, avanza en el régimen de revelación de las participaciones importantes dirigido a conocer la estructura de la propiedad y del control de las sociedades cuyos valores están admitidos a cotización en un mercado regulado. Este avance implica una mejora técnica del modelo anterior, porque el mayor nivel de la transparencia sobre la estructura de la propiedad y del control de la sociedad anónima cotizada beneficiará a todos los interesados en la sociedad, de acuerdo con la naturaleza de principio fundamental de la transparencia en el mercado. De una parte, al propio emisor, pues dicha información satisface su interés en conocer la identidad de las personas que están o podrían acceder a la propiedad o al control de la sociedad. De otra, a los administradores sociales ya que estos pueden cumplir con la obligación de difundir la información sobre participación importante al mercado. Y en cuanto a los inversores, porque la información respecto de la estructura de la propiedad y del control es una variable significativa en la determinación del valor de cotización de las acciones en el mercado, con la consiguiente evaluación por parte de los inversores respecto de su permanencia, su marcha o su entrada en el capital de la sociedad.

---

<sup>43</sup> Art. 29.2 DT: «En caso de que se interponga un recurso contra la decisión publicada en virtud del apartado 1, la autoridad competente estará obligada o bien a incluir esta información en la publicación, en el momento de la publicación o bien a modificar la publicación si el recurso se interpone con posterioridad a la publicación inicial».

La disciplina de la transparencia sobre la participación importante tiene que ser complementada por un tratamiento en el ámbito de los principios y disposiciones que regulan la organización y el gobierno de las sociedades anónimas, así como su desenvolvimiento en los mercados de valores; fundamentalmente en la reforma de las Directivas de OPA (2004/25/EC) y de derechos de los accionistas (2007/36/EC). Esta reforma es inevitable; puesto que las estrategias de la propiedad oculta y del vaciamiento del voto realizadas a través de la contratación de derivados financieros referenciados a las acciones de la sociedad objetivo son una de las manifestaciones del más amplio fenómeno de la disociación entre la asunción del riesgo económico y el poder empresarial en las sociedades cotizadas, por cuanto que las consecuencias adversas de las decisiones económicas adoptadas por el inversor, mediante la acumulación de los votos poseídos indirectamente a través de derivados sobre las acciones subyacentes son asumidas por el resto de los socios, en su condición de último titular de las acciones que sirven de referencia a los contratos de derivados financieros. Por ello y aunque la transparencia impuesta por la Directiva permitirá ampliar el conocimiento del fenómeno del voto vacío, «empty voting», en sus múltiples negocios causales y manifestaciones (préstamos de acciones, derivados financieros, procedimiento del ejercicio del derecho de voto), este mejor conocimiento proporcionará la base para proceder a la regulación transversal de la figura de «empty voting» en el contexto de mejora de los Textos comunitarios, relacionados con el ejercicio de los derechos de los accionistas y el régimen de la oferta pública de adquisición de acciones.

#### **IV. BIBLIOGRAFÍA Y DOCUMENTACIÓN**

AAVV: *Estudios jurídicos de los derivados financieros* (ALONSO LEDESMA, C. y ALONSO UREBA, A., dirs.), Madrid 2013.

AAVV: «Transparencia accionarial y buen gobierno corporativo», (ALONSO UREBA, A., GARCIMARTIN, F., PERDICES, A., GÓMEZ-SANCHA, I), *Centro de Gobierno Corporativo*, 2010, págs. 7-98.

AAVV: «Equity derivatives. Documenting and understanding equity derivative products», Ed. *Globe Law and business*, London 2009.

BEBCHUK, L., HAMDANI, A.: «The elusive quest for global governances standars», *University of Pensilvania Law Review*, working paper, núm. 4/2009, págs. 1-53.

BECHT, M.: «European Corporate Governance Network Executive Report» *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, 1997, págs. 33-90.

BLACK, B. y HU, H.: «Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable), Ownership», *Journal of Corporate Finance*, vol. 13/2007, págs. 343-367.

BONNEAU, T.: «Les prises de contrôle rampantes rattrapées par l'article 223-6 du règlement général de l'AMF», *Bull. Joly Bourse*, núm. 4, 1 abril/2011, págs.. 257 y ss.

CASTRO APARICIO, M.: «La transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva de mercados de instrumentos financieros», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21/2007, págs. 51 y ss.

CHEFFINS, B.: *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed*, Oxford University Press 2008.

DÍAZ RUIZ, E.: «La caracterización de los derivados tras la entrada en vigor de la MiFID», *RDMV* núm. 2/2008, págs. 137- 151.

--- : «Sistemas de negociación de instrumentos financieros en el mercado español», *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 98/2010, págs. 75-97.

DOMPÉ, M<sup>a</sup> y MENNESSON, N.: «Franchissement de seuils et abus de marché», *Ré. Dr. Bancaire et Financier*, núm. 2, marzo, Base de datos *LEXTENSO* (consulta del texto registrada, el 3 de junio de 2013)

FLORES DOÑA, M<sup>a</sup>.S.: «La extensión del régimen de participación importante a los instrumentos financieros derivados», Capítulo



XXVI, de la obra *Aspectos jurídicos de los derivados financieros* (ALONSO, A./ALONSO, C., dirs.), Madrid 2013.

---: «Transparencia sobre los derivados extrabursátiles» «Transparency on OTC derivatives», *RDBB* 129/2013, enero. Versión electrónica en <http://www.ucm.es/centros/webs/d321/index.php?tp=Publicaciones&a=publi&d=12758.php>

--- : «Las normas técnicas en el nuevo marco normativo de los mercados financieros (The technical rules in the new regulatory framework for financial markets)». *RDMV* 10/2012, págs. 9-39. Versión electrónica, [http://eprints.ucm.es/est/index.php?action=show\\_detail\\_eprint;id=14698](http://eprints.ucm.es/est/index.php?action=show_detail_eprint;id=14698)

---: «El modelo armonizado de publicidad en el *Sitio Internet* de las autoridades supervisoras de los mercados de valores», *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal*. Libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde, Madrid 2007, Tomo II, págs. 563-600

----: «Contenido y efectos del concepto de participación significativa», *RdS* núm. 22/2002, págs. 55-85.

---: «Participaciones significativas en sociedades anónimas», MacGraw Hill, Madrid 1995.

HOPT, k.: «American Corporate Governance índices as seen from a European perspective», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 158:27/2009, págs. 27- 38.

HU, H. y BLACK, B.: «Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms», *The Business Lawyer* 2006, págs. 1011 y ss.

HU, H. y BLACK, B.: «The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership», Reprinted from *Southern California Law Review*, vol. 79/2006, may, number 4, págs. 811 y ss.

LELE, P., SIEMS, M.: «Shareholder protection: a lexicometric approach», *Working paper*, núm. 324, *Centre for Business Research*, University of Cambridge 2006, págs. 1-46.

MUÑOZ, A.: «La participación de los bancos en la contratación y gestión de derivados financieros referenciados a acciones», 2011, texto original cedido por autora, págs. 99-112.

LE NAVASQUE, H.: «Wendel/Saint Gobain: confirmation par la cour d'appel de Paris de la decisión de sanction de l'AMF du 13 décembre 2010», *Rév. Sociétés*, octubre 2012, págs.. 586-590

PELTIER, F.; MAISON BLANCHE, C.: «Déclaration de franchissement de seuils. La solution française en matière de transparence sur détention de contrats financiers dérivés», *JCP* 2008, págs. 1509 y ss..

SCHOUTEN, M.: «The Case for Mandatory Ownership Disclosure», *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 15/2010, págs. 127-182.

SHOUTEN, M. & SIEMS, M.: «The evolution of ownership disclosure rules across countries», *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 10/2010, págs. 451-483.

SIEMS, M.: «Convergence in Corporate Governance: a leximetric approach», *The Journal of Corporation Law*, vol. 35:4/2009, págs. 729-756.

URÍA FERNANDEZ, F.: «Ambito de aplicación de la MiFID. Especial consideración de los servicios de inversión. Distinción entre asesoramiento de inversiones, comercialización y sólo ejecución», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 21/2007, págs.. 121 y ss.

ZUNZUNEGUI, F. (2005): *Derecho del Mercado Financiero*, Madrid.

## **DOCUMENTOS**

AEB [Asociación Española de Banca]: «Response to the CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares», marzo 2010.

BECHT, M.: «European Corporate Governance Network Executive Report» *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, 1997.

CBC (Center for Business and Corporate Law): «Against Mandatory Disclosure of Economic-only positions referenced to shares of European Issuers- Twenty Arguments against the CER Proposal», CBC 0049/3/2010, marzo.

CERS: «Proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares», CERS/09-1215b.

CES: «Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 2004/09/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 y la Directiva 2007/14/CE de la Comisión». INT/604, de 22 de febrero 2012.

FSA [Financial Service Authority]: «Disclosure of Contracts for Difference and draft» Handbook text, 7, noviembre 2009.

MAZARS: «Transparency Directive Assessment Report» [http://www.ec.europa.eu/internal\\_market/securities/transparency/index\\_en.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm). También en <http://www.mazars.com> (Informe Mazars), 2009.

Report from the Commission Staff working paper impact SEC (2011)1279 final/2, Brussels, 3 de febrero de 2012 (Impacto de la Propuesta de Directiva de Transparencia [COM (2011) 683 final, de 25 de octubre de 2011]).

## **PROYECTO DE INVESTIGACION**

¿Hacia un sistema financiero de nuevo cuño?: análisis crítico de las soluciones implementadas en otros ordenamientos y propuestas de modificaciones legales en Europa y en España”. Inv. Principal: C. Alonso [DER 2011-28265 del Departamento de Investigación y Gestión del Plan Nacional de I+D+i del Ministerio de ciencia e Innovación].

