

Criterios de la CNMV respecto a la notificación de equity swaps sobre acciones propias de la cotizada (autocartera)

Reyes Palá Laguna

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza

Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo Abogados

La Comisión Nacional del Mercado de Valores aclara los casos en los que los contratos de equity swaps o similares celebrados entre la cotizada y el intermediario financiero pueden ser considerados operativa sobre autocartera realizada por persona interpuesta, sometidos a la obligación de notificación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha hecho público el pasado 22 de mayo el «Comunicado acerca de los criterios de notificación de operaciones con acciones propias cuando el emisor tiene formalizados equity swaps o instrumentos financieros similares». En este documento, la Comisión establece criterios para entender cuándo es preciso notificar los contratos de equity swaps sobre acciones propias celebrados entre el emisor y un intermediario financiero y da pautas, especialmente, acerca de los casos en que no procede que el emisor los notifique por no considerarse tales contratos operativa sobre autocartera.

1. Base jurídica de la obligación de comunicación a la CNMV de los contratos de equity swap (operaciones sobre autocartera)

La directiva de transparencia fue modificada en el 2013 por la Directiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre, a fin de incluir en ella las operaciones que, fruto de la innovación financiera, dan lugar a la creación de instrumentos financieros cuya

Advertencia legal: Este análisis sólo contiene información general y no se refiere a un supuesto en particular. Su contenido no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

N. de la C.: En las citas literales se ha rectificado en lo posible —sin afectar al sentido— la grafía de ciertos elementos (acentos, mayúsculas, símbolos, abreviaturas, cursivas...) para adecuarlos a las normas tipográficas utilizadas en el resto del texto.

tenencia produce un efecto económico similar a la tenencia de acciones y derechos de suscripción preferente de la sociedad cotizada y, por ello, podrían constituir participación significativa a efectos de la obligación de comunicación. Por ello, el artículo 13 de la directiva de transparencia obliga a comunicar las participaciones significativas en sociedades cotizadas cuando éstas se alcanzan a través de *equity swaps* o instrumentos financieros similares. La norma fue incorporada en el artículo 28 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea (real decreto de transparencia), en cuya virtud la obligación de comunicar las participaciones significativas rige para toda persona que posea, adquiera o transmita instrumentos financieros que confieran derecho a adquirir acciones ya emitidas que atribuyan derechos de voto o que tengan un efecto económico similar. Y recoge dos grupos de contratos de derivados financieros sometidos a la obligación de notificación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores: a) los instrumentos financieros que, a su vencimiento, confieran el derecho incondicional o la facultad discrecional de adquirir, exclusivamente por iniciativa propia del tenedor y según acuerdo formal, acciones ya emitidas que atribuyan derechos de voto de la cotizada, y b) los instrumentos financieros que no estén incluidos en la letra a anterior, pero que estén referenciados a acciones mencionadas en ella y que tengan un efecto económico similar al de dichos instrumentos financieros, con independencia de si dan o no derecho a su liquidación mediante entrega física de los valores subyacentes.

Contiene además este artículo 28.1 del real decreto de transparencia una cláusula general acerca de qué se consideran instrumentos financieros sometidos a la obligación de comunicación de participaciones significativas: «los valores negociables, los contratos de opciones, futuros, permutas financieras (*swaps*), acuerdos de tipos de interés a plazo, los contratos por diferencias y cualquier otro contrato o acuerdo de efectos económicos similares que pueda liquidarse mediante entrega física de los valores subyacentes o en efectivo así como aquellos otros que pueda determinar el ministro de Economía y Competitividad y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores».

El régimen de comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas cuenta con previsiones especiales para el caso de las operaciones sobre autocartera: el umbral de notificación desciende del 3 % al 1 % de los derechos de voto (*cf.* arts. 23 y 40 del real decreto de transparencia) en poder del emisor, «bien por sí mismo, a través de una entidad controlada o por persona interpuesta». Es aquí donde hay que situar el contexto del comunicado de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 22 de mayo del 2020, además, claro es, del marco general de la obligación de notificación de las operaciones sobre autocartera que realice el emisor establecido en el artículo 126 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, que remite en esta materia al desarrollo reglamentario (real decreto de transparencia).

2. La operativa con autocartera a través de contratos de derivados financieros: la actuación del emisor por persona interpuesta

2.1. El concepto de 'persona interpuesta'

Puesto que la obligación de notificar operaciones con autocartera recae sobre la sociedad emisora, ésta habrá de notificar asimismo los contratos de *equity swap* o similares cuando tengan un efecto semejante al de la tenencia de acciones o derechos de suscripción por el propio emisor. La entidad financiera que da la contraparte tendría entonces la condición de persona interpuesta de la cotizada.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores recuerda en el comunicado el concepto de 'persona interpuesta' del artículo 24 del real decreto de transparencia («aquella que en nombre propio, adquiera, transmita o posea acciones por cuenta de otra persona física o jurídica») y la presunción contenida en dicho artículo («Asimismo, se presumirá tal condición, salvo prueba en contrario, cuando se deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones, transmisiones o a la posesión de las acciones»). Esta presunción procede del artículo 3 del derogado Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias («Se presume tal condición en aquellas a quienes el obligado a comunicar deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones o transmisiones o a la posesión de los valores»).

2.2. Casos en los que no se considera que el emisor está operando indirectamente con autocartera a través de persona interpuesta

El supervisor recuerda expresamente el apartado 3 del artículo 40 del real decreto de transparencia («obligación de comunicar y sujeto obligado a comunicar acciones propias») para excluir del concepto de 'persona interpuesta', en primer lugar, a «aquellas entidades que, actuando como contraparte del emisor, realicen operaciones que tengan como finalidad específica la cobertura del riesgo de mercado de un plan de opciones sobre acciones, concedido por el emisor a sus administradores o empleados y que se formalice mediante instrumentos financieros que se liquiden únicamente por diferencias». Son dos, pues, los requisitos que han de cumplir los contratos de *equity swap* para ser excluidos de la obligación de comunicar sobre autocartera ex artículo 40.3: el relativo a la ejecución (que se liquiden únicamente por diferencias, esto es, en efectivo) y el relativo al objeto del contrato (la cobertura del riesgo de mercado en el marco de un plan de *stock options*).

En segundo lugar, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, tras aclarar que la consideración de persona interpuesta que podría tener el intermediario financiero contraparte en un contrato de *equity swap* «será una cuestión de juicio a resolver caso por caso, teniendo en cuenta la presunción mencionada y las necesidades de la sociedad cotizada

a las que responda el producto o instrumento financiero y sus concretas características», recoge en el comunicado, «a efectos meramente ilustrativos», una serie de factores, «indicativos y no limitativos, en relación con instrumentos financieros cuyo subyacente sean las acciones de la sociedad cotizada, que las sociedades cotizadas deben tener en cuenta a efectos de determinar que la contraparte no actúa como persona interpuesta» y, por tanto, las operaciones realizadas con esa contraparte no tendrían la consideración de operaciones sobre autocartera a efectos de su notificación a la Comisión.

Al respecto, el supervisor recoge cuatro supuestos:

- a) Que la liquidación del instrumento financiero, a su vencimiento, sea únicamente en efectivo o, cuando existe la opción de liquidar por entrega física, que corresponda exclusivamente a la contraparte la decisión, en su caso, de liquidar mediante entrega física. En los casos en que la opción de liquidación por entrega física corresponda a la sociedad cotizada —añade la Comisión Nacional del Mercado de Valores— se debería llevar a cabo un análisis adicional del resto de los factores antes de concluir que el intermediario actúa como persona interpuesta.
- b) Que el intermediario que actúe como contraparte no esté obligado a mantener, ni total ni parcialmente, las acciones subyacentes del instrumento financiero en cartera en ningún momento a lo largo de la vida del instrumento. Ello implica que la contraparte tenga tanto plena capacidad de gestión de las acciones que eventualmente tenga en propiedad como completa discrecionalidad con respecto a las diferentes posibilidades de cobertura, en su caso, de los riesgos asociados al instrumento financiero a lo largo de su vigencia, pudiendo libremente determinar cubrirse, en su caso, con acciones u otros instrumentos financieros.
- c) Que, con respecto a las acciones de las que eventualmente sea titular la contraparte, ésta tenga plena libertad de disposición frente a la sociedad cotizada y no esté obligada a seguir instrucciones o recomendaciones de la cotizada, pudiendo libremente adquirir, transmitir, ceder o prestar las acciones subyacentes del instrumento financiero a un tercero, así como poder transmitir todos los derechos inherentes a dichas acciones.
- d) Que la contraparte tenga plena discrecionalidad para decidir el sentido del voto atribuido a las acciones de las que, en su caso, pueda ser titular en cada momento.

Resume la Comisión Nacional del Mercado de Valores estos cuatro factores de la forma que sigue: «Parece por lo tanto razonable asumir que el intermediario no actúa como persona interpuesta en el supuesto de que el instrumento financiero se liquide solamente en efectivo, o, cuando exista opción, que la opción mediante entrega física corresponda exclusivamente al intermediario y que, adicionalmente, éste no esté obligado a mantener, total ni parcialmente, las acciones subyacentes del instrumento financiero en ningún momento a lo largo de toda la vida del instrumento».

Un apunte importante del supervisor es la necesidad de tener en cuenta el acuerdo existente entre las partes en su integridad —y no sólo los pactos expresamente formalizados por escrito— a la hora de considerar si la cotizada está actuando a través de persona interpuesta en su operativa sobre autocartera.

Y una segunda consideración: puesto que la sociedad está obligada a notificar la operativa con autocartera, ante la eventualidad de que la contratación de *equity swaps* o instrumentos similares pueda considerarse operativa con autocartera realizada a través de persona interpuesta, el supervisor «considera importante» que la cotizada incorpore en los contratos de *equity swap* o similares que celebre con el intermediario financiero una cláusula por la que el intermediario «deba informar puntualmente de la operativa que realice con acciones de la cotizada con base al contrato, para que la sociedad cotizada pueda cumplir con sus obligaciones de notificación en plazo» (máximo cuatro días de negociación desde la perfección del contrato de *equity swap*), en el entendido de que lo que se ha de comunicar no es el contrato de *equity swap*, sino las operaciones realizadas con las acciones ligadas a este instrumento financiero. El emisor —indica la CNMV— debería cumplimentar el apartado 8 (Información adicional) del modelo IV de su Circular 8/2015, de 22 de diciembre.

3. La información al mercado de las operaciones de *equity swaps* o instrumentos financieros similares, tengan o no la consideración legal de operativa sobre autocartera

Los últimos párrafos del comunicado los dedica el supervisor a recomendar que, con independencia de la circunstancia de la consideración del intermediario financiero como persona interpuesta a efectos del deber de comunicar las operaciones sobre acciones propias, con la finalidad de asegurar la adecuada transparencia de los contratos de *equity swaps* o instrumentos financieros similares, se informe públicamente de la celebración de estos contratos y de sus principales características.

Salvo que el instrumento financiero se considere «poco significativo por su cuantía» (cuestión no detallada en el comunicado que parece traer causa del Reglamento Delegado (UE) 2015/761 de la Comisión Europea), la Comisión Nacional del Mercado de Valores recomienda acudir al sistema de comunicación de «otra información relevante» (OIR) a que se refiere el artículo 227 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores o, de ser procedente, comunicar la celebración de estos contratos como información privilegiada (art. 226).

En todo caso, «en función de su materialidad, es preceptivo que la sociedad cotizada informe con detalle suficiente de estos instrumentos financieros, y acerca de su impacto económico y financiero, tanto en las cuentas anuales como en la información pública periódica semestral, pudiendo incluirse asimismo información equivalente en el informe anual de gobierno corporativo».