

REGULACIÓN FINANCIERA: SEGUNDO TRIMESTRE DE 2007

Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Casado Cubillas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

El número de nuevas disposiciones de carácter financiero promulgadas durante el segundo trimestre de 2007 ha sido relativamente escaso en relación con períodos anteriores.

En primer lugar, se ha publicado una Orientación del Banco Central Europeo (en adelante, BCE) para actualizar y reajustar el grado de desglose de la información que en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales deben suministrar los bancos centrales nacionales (en adelante, BCN) al BCE.

En segundo lugar, se ha modificado el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, OPA) y el de transparencia de los emisores, para incorporar parcialmente a nuestro ordenamiento jurídico la normativa comunitaria más reciente, así como modificar algunos aspectos del régimen vigente para garantizar que las OPA se lleven a cabo en un marco legal completo y con total seguridad jurídica.

Finalmente, se ha dispuesto el procedimiento para la remisión telemática de la documentación estadístico-contable que las entidades aseguradoras, las entidades gestoras de fondos de pensiones y los corredores de seguros y reaseguros deben suministrar, de acuerdo con su legislación específica, a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Orientación del Banco Central Europeo en materia de balanza de pagos

Se ha publicado la *Orientación BCE/2007/3, de 31 de mayo de 2007* (DOUE de 20 de junio), por la que se modifica la Orientación BCE/2004/15, de 16 de julio de 2004, sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales, con el fin de actualizar las necesidades de información en estas áreas, así como reajustar el grado de desglose requerido en dicha Orientación.

Respecto a la obtención de datos en materia de inversión de cartera, la Orientación continúa con la pretensión de establecer criterios comunes para la recopilación de esta información en toda la zona del euro. En este sentido, mantiene que, a partir de marzo de 2008, los sistemas de recopilación de información de inversión de cartera se ajustarán a uno de los modelos que figuran en el anexo VI de la Orientación BCE/2004/15, y añade que el modelo escogido podrá introducirse progresivamente, a fin de que el BCN pueda alcanzar la cobertura pretendida¹, a más tardar en marzo de 2009, respecto de los saldos de diciembre de 2008.

Por otro lado, se introducen ciertos cambios en la Orientación BCE/2004/15, en previsión de futuras ampliaciones de la zona del euro y en relación con la elaboración y presentación de datos históricos del agregado de la zona del euro en su nueva composición sobre estadísticas de balanza de pagos (incluida la balanza por cuenta corriente desestacionalizada) y la posición de inversión internacional. Por lo que respecta a los Estados miembros que adopten el euro el 1 de enero de 2007 o después de esta fecha, los BCN de esos Estados miembros, así como

1. La cobertura que se pretende es la siguiente: los saldos de valores presentados al encargado de la elaboración de datos nacional como agregados, es decir, sin utilizar códigos estándar (ISIN o similares), no debería superar el 15 % del total de saldos de activos y pasivos de inversión de cartera. Este umbral debería utilizarse como guía en la valoración de la cobertura de los sistemas de los Estados miembros.

los BCN de los demás Estados miembros participantes en el momento en que esos Estados miembros adopten el euro, facilitarán al BCE los datos históricos que se exigen en los anejos de esta Orientación, a fin de permitir la elaboración de los agregados de la zona del euro en su nueva composición. Las fechas de referencia de dichos datos variarán según la fecha de ingreso en la Unión Europea (en adelante, UE), tal como se establecen a continuación:

- a) Si el Estado miembro que adopta el euro ha ingresado en la UE antes de mayo de 2004, los datos históricos comprenderán, como mínimo, desde 1999.
- b) Si el Estado miembro que adopta el euro ha ingresado en la UE en mayo de 2004, los datos históricos comprenderán, como mínimo, desde 2004.
- c) Si el Estado miembro que ha adoptado el euro ha ingresado en la UE después de mayo de 2004, los datos históricos comprenderán, como mínimo, desde la fecha de su ingreso en la UE.

Modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores

La Ley 24/1988, de 28 de julio², del Mercado de Valores, contenía, en origen, el régimen jurídico de rango legal aplicable a la figura de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, OPA), y las obligaciones de información y transparencia de las sociedades cotizadas. Estas últimas fueron más adelante ampliadas por la Ley 37/1998, de 16 noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, y por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre³, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

El desarrollo normativo de las OPA se llevó a cabo a través del RD 1197/1991, de 26 de julio⁴, sobre régimen de las OPA, que fue modificado más adelante por el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril⁵, con el fin de mejorar la protección del accionista minoritario cuando se producen cambios de control en las sociedades cotizadas en bolsa.

Posteriormente, se publicaron la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las OPA (conocida como la Directiva de OPA)⁶, y la Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado (conocida como la Directiva de Transparencia)⁷.

Recientemente, se ha promulgado la Ley 6/2007, de 12 de abril (BOE del 13), de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las OPA y de la transparencia de los emisores, que introduce ciertas modificaciones en esta última para incorporar parcialmente a nuestro ordenamiento jurídico ambas directivas, así

2. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 61 y 62. 3. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, enero de 2003, Banco de España, pp. 75-89. 4. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1991», *Boletín económico*, octubre de 1991, Banco de España, pp. 57 y 58. 5. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2003», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2003, Banco de España, pp. 110-114. 6. La Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las OPA (conocida como la Directiva de OPA), estableció un marco mínimo común en los Estados miembros para la regulación de las OPA de las sociedades cuyas acciones estén, al menos parcialmente, admitidas a negociación en un mercado regulado, con el fin de proteger a los titulares de valores admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro y, en especial, a los que posean participaciones minoritarias, cuando sean objeto de una OPA o de un cambio de control de la sociedad. 7. La Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado (conocida como la Directiva de Transparencia), dotaba de mayor transparencia a los mercados financieros a través del establecimiento de normas que mejoren la información que deben dar al mercado los emisores cuyos valores se negocian en mercados regulados.

como modificar algunos aspectos del régimen vigente para garantizar que las OPA se lleven a cabo en un marco legal completo y con total seguridad jurídica.

MODIFICACIONES EN EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS OPA

La Ley 6/2007 modifica el contenido de la Ley del Mercado de Valores para recoger los supuestos que dan lugar a la obligación de formular una OPA por el 100% del capital de una sociedad (OPA obligatoria), introduce la figura de la compraventa forzosa, y regula las obligaciones del órgano de administración de la sociedad objeto de una OPA y la posibilidad de introducir medidas de blindaje. Asimismo, desaparece la figura de las OPA parciales (las denominadas OPA sobre el 10% del capital) contempladas en el Real Decreto 432/2003.

A continuación, se destacan las novedades más relevantes (véase en el cuadro 1 una comparativa con la normativa anterior).

OPA obligatoria

La norma establece que la entidad que alcance el control de una sociedad cotizada quedará obligada a formular una OPA por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición, y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo⁸. Esta misma obligación le corresponde, en determinados casos, a las sociedades que no tengan su domicilio social en España y cuyos valores no estén admitidos a negociación en un mercado regulado en el Estado miembro de la Unión Europea en el que la sociedad tenga su domicilio social, así como a las sociedades que tengan su domicilio social en España y cuyos valores no estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español en los términos que se determinen reglamentariamente.

La Ley establece la presunción de que una persona física o jurídica tiene, individualmente o en concierto con otras, el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%; o bien cuando haya alcanzado una participación inferior y designe, en los términos que se establezcan reglamentariamente, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más del 50% de los miembros del órgano de administración de la sociedad. En ambos casos, la Ley obliga a realizar una OPA por el 100% de las acciones⁹.

La CMMV podrá dispensar de la obligación de formular una OPA en aquellos supuestos en los que, mediante otro procedimiento equivalente, se asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de acciones afectadas por la exclusión, así como de todas las obligaciones convertibles y demás valores que den derecho a su suscripción.

Del mismo modo, la CNMV dispensará condicionalmente, en los términos que se establezcan reglamentariamente, de la obligación de formular una OPA obligatoria cuando otra persona o entidad, directa o indirectamente, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta.

8. De acuerdo con la norma, el precio se considerará equitativo cuando, como mínimo, sea igual al precio más elevado que haya pagado el obligado a formular la oferta o las personas que actúen en concierto con él por los mismos valores durante un período de tiempo anterior a la oferta, determinado reglamentariamente y en los términos que se establezcan. No obstante, la CNMV podrá modificarlo en las circunstancias y según los criterios que se establezcan reglamentariamente. Entre las mencionadas circunstancias se podrán incluir, entre otras, las siguientes: que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y el vendedor; que los precios de mercado de los valores en cuestión hayan sido manipulados; que los precios de mercado, en general (o determinados precios, en particular), se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales; que se pretenda favorecer el saneamiento de la sociedad. Entre los referidos criterios podrán incluirse, entre otros, el valor medio del mercado en un determinado período, el valor liquidativo de la sociedad u otros criterios de valoración objetivos generalmente utilizados. 9. En la anterior normativa solo se obligaba a realizar OPA sobre el 100% cuando se pretendía adquirir el 50% o más del capital de la sociedad afectada, o sin llegar al 50% pero si concurrían determinadas circunstancias. Además, con la nueva Ley desaparece la figura de la OPA sobre el 10% del capital.

RD 432/2003, DE 11 DE ABRIL	LEY 6/2007, DE 12 DE ABRIL
SUPUESTOS QUE OBLIGAN A REALIZAR OPA	
OPA SOBRE EL 10%	OPA SOBRE EL 30%
<ul style="list-style-type: none"> — Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 25% del capital de la sociedad. — Cuando ya se posea una participación en el capital de la sociedad igual o superior al 25%, pero inferior al 50%, y se pretenda incrementar dicha participación en, al menos, un 6% en un período de 12 meses. — Cuando se pretenda alcanzar una participación inferior al 25% del capital de la sociedad afectada, siempre que concurren simultáneamente las siguientes circunstancias: <ul style="list-style-type: none"> a) Que se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o la que, sin llegar al porcentaje señalado, permita designar a un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hayan designado, representen más de un tercio y menos de la mitad más uno de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada. b) Que se tenga la intención de designar al número de consejeros señalado en el párrafo anterior o se designe realmente en los dos años siguientes a la adquisición. 	<p>Desaparece el umbral del 10%, pero surge el límite del 30% de los derechos de voto, o participación inferior pero que designe a más del 50% de los miembros del órgano de administración de la sociedad (tal como se comenta más abajo).</p>
OPA SOBRE EL 100%	OPA SOBRE EL 100% (OPA OBLIGATORIA)
<ul style="list-style-type: none"> - Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 50% del capital de la sociedad afectada. - Cuando se pretenda alcanzar una participación inferior al 50% del capital de la sociedad afectada, siempre que concurren simultáneamente las siguientes circunstancias: <ul style="list-style-type: none"> a) Que se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o la que, sin llegar al porcentaje señalado, permita designar a un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hayan designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada. b) Que se tenga la intención de designar al número de consejeros señalado en el párrafo anterior o se designe realmente en los dos años siguientes a la adquisición. 	<p>Cuando la entidad alcance el control de una sociedad cotizada. Se presume que obtiene el control de una sociedad cuando:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Alcance, directa o indirectamente, a un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%; o bien b) Haya alcanzado una participación inferior y designe, en los términos que se establezcan reglamentariamente, a un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más del 50% de los miembros del órgano de administración de la sociedad.
OPA VOLUNTARIA	OPA VOLUNTARIA
No se contemplan	Es una OPA formulada de modo voluntario, que deberá dirigirse a todos sus titulares, y estará sujeta a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas contempladas en esta Ley, y podrá realizarse por un número de valores inferior al total.
COMPRAVENTAS FORZOSAS	COMPRAVENTAS FORZOSAS
No se contemplan	Como consecuencia de una OPA por la totalidad de los valores, el oferente alcanza, al menos, el 90% del capital, en cuyo caso el oferente podrá exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio equitativo, y, del mismo modo, los titulares de valores de la sociedad afectada lo podrán exigir del oferente un precio equitativo.
SUPUESTOS EN LOS QUE NO ES OBLIGATORIA LA OPA	
Las adquisiciones que realicen los FGD en establecimientos bancarios, cajas de ahorros o cooperativas de crédito, la comisión liquidadora de entidades aseguradoras u otras similares.	La CMMV podrá dispensar de la obligación de formular una OPA en aquellos supuestos en los que, mediante otro procedimiento equivalente, se asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de acciones afectadas por la exclusión, así como de todas las obligaciones convertibles y demás valores que den derecho a su suscripción.
Las adquisiciones que se realicen de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa, y las demás que resulten del ejercicio por las autoridades competentes de facultades de derecho público previstas en la normativa vigente.	La CNMV también podrá dispensar condicionalmente, en los términos que se establezcan reglamentariamente, de la obligación de formular una OPA obligatoria cuando otra persona o entidad, directa o indirectamente, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta.
Cuando todos los accionistas de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de todas las acciones representativas del capital de la sociedad o renuncien a la venta o permuta de sus valores en régimen de OPA	
Las adquisiciones en las que, tratándose de una situación que haya sido calificada por el Servicio de Defensa de la Competencia como de control conjunto de la sociedad por parte del adquirente, de acuerdo con la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, concurren simultáneamente determinadas condiciones.	

FUENTE: Banco de España.

La OPA obligatoria no será exigible cuando el control se haya adquirido tras una OPA voluntaria por la totalidad de los valores, dirigida a todos sus titulares y que haya cumplido todos los requisitos recogidos en la norma.

En el caso de una OPA previa a la exclusión de negociación, el límite de adquisición de acciones propias será el 10% del capital social. Si, como consecuencia de la realización de la oferta, las acciones propias superasen este límite, deberán ser amortizadas o enajenadas en el plazo de un año.

OPA voluntaria

La norma contempla lo que se denomina OPA voluntaria, que es una OPA de acciones, o de otros valores que confieran directa o indirectamente derechos de voto en una sociedad cotizada, formuladas de modo voluntario, que deberán dirigirse a todos sus titulares y que estarán sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas contempladas en esta Ley. Podrán realizarse en las condiciones que se establezcan reglamentariamente por un número de valores inferior al total.

Compraventas forzosas

Esta figura supone una novedad en nuestra normativa, y hace referencia al supuesto de que, a resultas de una OPA por la totalidad de los valores, el oferente alcance, al menos, el 90% del capital y la oferta haya sido aceptada por titulares de valores que representen, al menos, el 90 % de los derechos de voto. En este caso, el oferente podrá exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio equitativo, y, del mismo modo, los titulares de valores de la sociedad afectada podrán exigir del oferente la compra de sus valores a un precio equitativo.

Obligaciones de los órganos de administración y dirección de la sociedad opada

Los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y en particular antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada. Esto no será aplicable cuando la OPA sea formulada por una entidad que no tenga su domicilio social en España y que no esté sujeta a estas normas u otras equivalentes, incluidas las referidas a las reglas necesarias para la adopción de decisiones por la junta general.

Por otro lado, la Ley otorga libertad a cada sociedad para decidir si aplica o no medidas de neutralización, cuya decisión deberá adoptarse en la junta general de accionistas. Además, la sociedad podrá acordar no aplicar las medidas de neutralización en su caso acordadas cuando el oferente no esté sujeto a medidas equivalentes.

La Ley entrará en vigor el próximo 13 de agosto, y establece un régimen transitorio para determinados casos de OPA. Así, por ejemplo, quien posea un porcentaje de derechos de voto de una sociedad cotizada igual o superior al 30% e inferior al 50% a la entrada en vigor de esta norma, quedará obligado a formular una OPA cuando se produzcan determinadas circunstancias. También quedará obligado a formular una OPA quien, con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley, hubiera adquirido una participación en la sociedad y designe con posterioridad un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más del 50% de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

MODIFICACIONES EN EL RÉGIMEN DE TRANSPARENCIA RELATIVA A LA PUBLICACIÓN Y DIFUSIÓN DE LA INFORMACIÓN DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

La Ley adapta el régimen de la publicación y difusión de la información relevante a las prescripciones de la Directiva de Transparencia. En este sentido, se precisan las obligaciones que tenían los emisores de valores de hacer pública y difundir inmediatamente al mercado y a la CNMV toda información relevante tan pronto como sea conocido el hecho. No obstante, cuando dicha información pueda perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los

valores del emisor o poner en peligro la protección de los inversores, el emisor deberá comunicarla, con carácter previo a su publicación, a la CNMV, que la difundirá inmediatamente. Del mismo modo, un emisor podrá, bajo su propia responsabilidad, retrasar la publicación y difusión de la información relevante cuando considere que la información perjudica sus intereses legítimos, siempre que tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de dicha información. De todo ello, el emisor informará inmediatamente a la CNMV.

Asimismo, se consagra la potestad de la CNMV de exigir a los auditores del emisor cuanta información precise para desarrollar su labor supervisora y de exigir a los emisores la publicación de información adicional o correcciones de la información periódica.

Por otra parte, se introduce el régimen de la información periódica establecido en la Directiva de Transparencia, es decir, los informes anuales, semestrales y trimestrales que el emisor deberá elaborar, publicar y difundir, así como remitir a la CNMV para su incorporación al registro oficial correspondiente, con determinadas excepciones.

Por otro lado, se modifica el régimen de comunicación al emisor y a la CNMV de la adquisición o pérdida de participaciones significativas de acciones con derecho de voto en el capital social del emisor, o de los instrumentos financieros que den derecho a adquirir tales valores. No obstante, hasta tanto no se desarrolle reglamentariamente la Ley, se mantiene transitoriamente el régimen actual de comunicación de participaciones significativas.

Finalmente, se establecen obligaciones en relación con la autocartera, de modo que los emisores deberán comunicar a la CNMV, hacer pública y difundir las operaciones sobre sus propias acciones, en los términos que se establezcan reglamentariamente, cuando la proporción alcance, supere o se reduzca en los porcentajes que se determinen.

OTROS ASPECTOS DE LA NORMA

Se reorganiza la enumeración de registros públicos de la CNMV, estableciendo con claridad como mecanismo central de almacenamiento el registro de información regulada que exige la Directiva; se introduce la tipificación de las infracciones a efectos de aplicar las correspondientes sanciones por el incumplimiento de las obligaciones establecidas en esta Ley, y, por último, se incluye la nueva información que las sociedades tendrán que publicar en el informe de gestión, entre la que cabe resaltar la referente a los acuerdos significativos que haya celebrado la sociedad en caso de cambio de control de la sociedad a raíz de una OPA, y sus efectos, excepto cuando su divulgación resulte seriamente perjudicial para la sociedad.

Información de las entidades aseguradoras, las entidades gestoras de fondos de pensiones, y los correderos de seguros y reaseguros

La Ley 62/2003, de 30 de diciembre¹⁰, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, dispuso la posibilidad de que el Ministerio de Economía y Hacienda determinase los supuestos y condiciones en los que las empresas de seguros, las entidades gestoras de fondos de pensiones, los correderos de seguros y las sociedades de correduría de seguros habrán de presentar por medios telemáticos ante la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (en adelante, DGSFP) la información a que están obligados de acuerdo con su legislación específica.

Dado que todas estas entidades, conforme a su normativa, están obligadas a suministrar determinada información a la DGSFP, se ha publicado la *Orden EHA/1805/2007, de 28 de mayo* (BOE de 20 de junio), por la que se obliga a todas ellas a la remisión telemática de la

10. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero de 2004, Banco de España, pp. 87-89.

documentación estadístico-contable a dicha dirección general. Para ello, deberán ajustarse a los requisitos técnicos para el acceso y utilización de los registros telemáticos que establece la Orden EHA/3636/2005, de 11 de noviembre, por la que se crea el Registro Telemático del Ministerio de Economía y Hacienda.

Por último, la Orden aprovecha para modificar determinados apartados de la citada Orden EHA/3636/2005. Por un lado, se suprime el procedimiento telemático referido a la solicitud de valoración de inmuebles por parte de la DGSFP, haciendo desaparecer la posibilidad de solicitar la tasación de inmuebles por parte de sus servicios técnicos, y, por otro, en relación con los mediadores de seguros, se incorpora un nuevo procedimiento telemático para la presentación de la documentación estadístico-contable por parte de los corredores de seguros y reaseguros.

2.7.2007.