

ANA FELÍCITAS MUÑOZ PÉREZ

LOS DERIVADOS
FINANCIEROS *EQUITY*
Y EL GOBIERNO
CORPORATIVO
DE LAS SOCIEDADES

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES | SÃO PAULO

2013

ÍNDICE

	<u>Pág.</u>
PRÓLOGO	9
NOTA DE LA AUTORA	15
ABREVIATURAS	17
INTRODUCCIÓN	19

CAPÍTULO I

CONFIGURACIÓN ECONÓMICA Y JURÍDICA DE LOS DERIVADOS «EQUITY» COMO OPERACIÓN NEGOCIAL

I. CONSIDERACIONES GENERALES	27
II. NATURALEZA JURÍDICA.....	28
1. Planteamiento	28
2. Derivados como categoría jurídica contractual	29
3. Los derivados como «instrumento financiero»	34
III. CONSENTIMIENTO Y FORMA DEL CONTRATO	42
1. Contrato de derivado y operaciones de derivados en el contrato marco de operaciones financieras.....	42
2. Perfección del contrato	43
3. El contrato marco de operación financiera	46
4. Los contratos de Instrumentos financieros derivados negociados en mercado organizados como contratos sometidos a condición general	54

	<u>Pág.</u>
IV. OBJETO DE LOS PRODUCTOS DERIVADOS	55
1. Planteamiento	55
2. Determinación de las prestaciones como «deudas de valor» ..	56
3. Requisitos del objeto	57
V. CAUSA	59
1. Los derivados financieros como instrumentos de gestión del riesgo. Consideraciones del carácter aleatorio	59
2. Motivaciones subjetivas típicas de las partes contractuales	66
VI. CLASES DE DERIVADOS <i>EQUITY</i>	68
1. Planteamiento: atipicidad de los derivados y criterios de clasificación expositiva	68
2. Los <i>equity forwards</i> y futuros	72
3. Las opciones <i>equity</i> y los <i>warrants</i>	83
4. <i>Equity swaps</i>	109
VII. LAS CLASES DE DERIVADOS A EFECTOS REGULATIVOS. OTC «ESTANDARIZADOS» COMPENSABLES COMO NUEVA CATEGORIA	122

CAPÍTULO II

DERIVADOS FINANCIEROS Y SEPARACIÓN DEL RIESGO ECONÓMICO DE LAS ACCIONES

I. PLANTEAMIENTO	131
II. CONSIDERACIONES PREVIAS DE CARÁCTER ECONÓMICO	133
III. ESPECIAL CONSIDERACIÓN DE LA COBERTURA DE RIESGOS CON DERIVADOS	136
1. Aspectos generales	136
2. Las principales estrategias de cobertura de valores con derivados	138
IV. DEFINICIÓN EN PARTICULAR DE LAS SITUACIONES DE <i>DECOUPLING</i>	145
1. Consideraciones previas	145
2. El <i>empty voting</i>	146
3. «Hidden (morphable) ownership»	157
V. SUJETOS PARTÍCIPES EN LAS ESTRATEGIAS	167
1. Planteamiento	167
2. Los <i>hedge funds</i> en particular	173

CAPÍTULO III

**ASPECTOS ESPECÍFICOS DE DERECHO DE SOCIEDADES
Y DEL MERCADO DE VALORES**

I.	PLANTEAMIENTO	183
II.	CONSIDERACIONES PREVIAS SOBRE EL FUNDAMENTO DEL EJERCICIO DEL VOTO EN LAS SOCIEDADES Y LA IN- NOVACION FINANCIERA.....	188
III.	EL « <i>EMPTY VOTING</i> » EN DERECHO SOCIETARIO Y DEL MERCADO DE VALORES.....	198
	1. Alteración del principio de proporcionalidad.....	199
	2. Relaciones con la doctrina de la «venta del voto»	204
	3. Análisis del ejercicio del voto por el « <i>empty voter</i> » en even- tual conflicto de interés.....	210
	4. La adopción de medidas estatutarias por las sociedades para controlar el « <i>empty voting</i> »	220
	5. Ejercicio de otros derechos de socio	224
	6. El <i>empty voting</i> en las reformas del régimen <i>proxy</i>	225
	7. El <i>empty voting</i> en régimen del abuso de mercado	228
	8. Regulación de las prácticas de las ventas cortas	229
IV.	EL RÉGIMEN DE TRANSPARENCIA.....	231
	1. Obligación de comunicar las posiciones en derivados	231
	2. Consideraciones de política jurídica.....	233
	3. Modelos de regulación de la transparencia y obligaciones de comunicación.....	239
V.	TRANSPARENCIA SOLICITADA POR EL EMISOR	273
VI.	LOS DERIVADOS Y LA OBLIGACIÓN DE LANZAR LA OPA	277
VII.	NEGOCIACIÓN Y TRANSPARENCIA DE DERIVADOS OTC EN EMIR.....	281
	1. Planteamiento de las reformas.....	281
	2. Alcance de las reformas sobre el <i>empty voting</i> y el <i>hiddenow- nership</i>	287
	BIBLIOGRAFÍA.....	291

PRÓLOGO

Quienes prologamos esta obra, los profesores Carmen Alonso Ledesma y Alberto Alonso Ureba, tuvimos el privilegio de poder trabajar y aprender directamente del profesor Girón Tena en el Seminario de Derecho Mercantil de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid. Juntos asistimos a sus clases de Licenciatura y de Doctorado, preparamos y calificamos exámenes, y sobre todo pudimos percibir un modo realmente auténtico y comprometido de hacer Universidad. Pertenece ciertamente a su escuela y su impronta metodológica como investigador ha marcado no sólo nuestro hacer sino el de un amplio y destacado elenco de profesores universitarios.

En ese compromiso de escuela, ambos, los profesores Carmen Alonso Ledesma y Alberto Alonso Ureba, fuimos catedráticos en la Universidad de Castilla la Mancha y posteriormente también en la Universidad Complutense de Madrid, a la que la profesora Alonso Ledesma se incorporó cuando el profesor Alonso Ureba se trasladó a la Universidad Rey Juan Carlos, también de Madrid. No es extraño por todo ello que hayamos colaborado en múltiples ocasiones en trabajos de investigación, obras colectivas, y también en la continuidad de la tarea de nuestro maestro Girón en la formación de universitarios.

Y sin duda un claro ejemplo de esto último es el caso de la profesora Muñoz Pérez. Realizó el doctorado bajo la dirección del profesor Alonso Ureba y participó en tareas docentes en la Universidad de Castilla-La Mancha cuando se creó el Departamento de Derecho Mercantil en torno a 1988, colaborando también después con la profesora Alonso Ledesma cuando ésta se incorporó a dicho Departamento. Desde entonces ambos hemos tenido ocasión de apreciar y agradecer su enorme rigor y dedicación como doctorando, profesora ayudante y profesora titular de

Derecho Mercantil, cargo éste último que actualmente desempeña en la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid.

Por todo ello este prólogo no es sólo la presentación de una importante obra, sino que además, y muy particularmente, quiere ser también testimonio de reconocimiento a la valía y generosidad con que la profesora Muñoz Pérez ha respondido siempre respecto de cuanto le hemos planteado en el ámbito universitario.

Centrados en esta obra, lo primero que hemos de destacar es que la misma es continuidad de un amplio número de estudios y trabajos de la profesora Muñoz Pérez. A sus obras sobre El proceso de liquidación de la sociedad anónima, de 2002, y El concierto como presupuesto de la OPA obligatoria, de 2008, se añaden numerosos estudios sobre emisión de obligaciones, responsabilidad de administradores, cesión global y concurso de acreedores, derecho de suscripción preferente y otros temas que evidencian la tarea de un consagrado profesor universitario.

Pero además, la profesora Muñoz Pérez ha centrado muy frecuentemente su investigación en sectores de nuestro Derecho Mercantil particularmente complejos. Fue el caso de su obra sobre el concierto antes referida y vuelve a ser el caso con este estudio sobre los derivados financieros y el gobierno corporativo de las sociedades.

Una de las alteraciones más recientes y significativas del modelo de control de las sociedades cotizadas ha venido provocada por la generalización en el mercado financiero de negocios jurídicos e instrumentos financieros para la cobertura de riesgos que posibilitan la separación entre derecho de voto y riesgo de capital, es decir, que permiten atribuir poder de decisión en el seno de una sociedad cotizada a quien, sin embargo, no asume la responsabilidad o riesgo derivado de las decisiones adoptadas (al menos no con el mismo alcance y fundamento con que participa en su adopción). Ello supone la ruptura de una de las bases sobre las que se asienta dicho modelo de control en el régimen legal vigente, el principio de correspondencia entre poder (voto) y responsabilidad (riesgo y rentabilidad ligados al capital suscrito). El actual modelo de gobierno de las sociedades anónimas se sigue construyendo sobre la base de dicho principio de correspondencia entre poder de decisión y riesgo económico al mantenerse expresamente la regla de proporcionalidad entre capital y derecho de voto, tal y como se hace expreso en nuestro Derecho en los arts. 96.2 y 188.2 de la Ley de sociedades de capital, sin perjuicio de que el propio régimen legal contemple diversas excepciones justificadas por la protección de determinados intereses y el cumplimiento de ciertos fines referidos esencialmente a supuestos en los que el interés y el riesgo económico ligado a la participación social se distribuye entre diferentes sujetos.

El variado conjunto de sofisticadas operaciones financieras que viene ofreciendo la praxis ha facilitado la aparición de inversores cuya cartera de valores y activos asociados sobre valores de una sociedad anónima cotizada le otorgan un poder de voto sustancialmente superior al que le correspondería en atención a su propiedad económica (los denominados «votantes vacíos» o empty voters). Se configura así un poder de decisión en el seno de las sociedades, que no deriva únicamente de la propiedad de acciones sino también de la posesión de activos asociados a las acciones de la sociedad, si bien, frecuentemente la participación permanece oculta frente a la sociedad, resto de accionistas y terceros, dado el alcance formal de las normas de transparencia de la titularidad de las participaciones en sociedades cotizadas (supuestos de «propiedad oculta» o hidden ownership). Y ello ha permitido que asistamos a casos muy significativos en los cuales la actuación de empty voting o los supuestos de hidden ownership han conducido a situaciones de perjuicio al interés social y, por tanto, a los accionistas de determinadas sociedades cotizadas.

En particular, la posibilidad que ofrecen dichos negocios de separar de hecho el poder de decisión vinculado a una acción (derecho de voto) y el riesgo económico de la inversión (rendimiento y posibilidad de pérdida), ha sido aprovechada por determinados inversores para realizar operaciones orientadas a la satisfacción de intereses particulares o estratégicos ajenos a la sociedad, traspasando los costes derivados de ello a la sociedad cotizada en la que dichos inversores asumen un menor riesgo económico, o como medio para arbitrar en fusiones o adquisiciones entre sociedades cotizadas participadas por los mismos inversores, o para aminorar el efecto negativo que en el mercado puede producir una transmisión de acciones realizada por el accionista mayoritario o por miembros del órgano de administración, o como medida defensiva ante una oferta pública de adquisición de acciones, o para construir paquetes accionariales encubiertos disminuyendo el riesgo de ofertas competidoras.

Estas realidades contrastan sin duda con un modelo de gobierno corporativo basado en la correspondencia entre poder de decisión, riesgo económico y rentabilidad. A ello se añade en las sociedades cotizadas otras consideraciones ligadas a una eficiencia del mercado de capitales basada en quien ejerza el voto fundamente su posición en el riesgo económico que comporta la acción que lo otorga y que ello sea, además, conocido por el resto de accionistas.

A partir de la constatación de esta situación, el trabajo de la profesora Ana Muñoz pretende, precisamente, analizar estas nuevas formas de contratación y valorar el impacto que su utilización provoca sobre el modelo de control de la dirección de las sociedades cotizadas. Para ello, con un riguroso planteamiento metodológico, se ocupa, en primer

lugar, de analizar la configuración jurídica de estas figuras negociales a partir del esquema de tratamiento de cualquier modalidad contractual (consentimiento, forma, objeto y causa); en este primer capítulo, que la autora dedica al análisis de los contratos sobre derivados financieros, es decir, contratos sobre instrumentos financieros de gestión y transferencia de riesgos vinculados a las fluctuaciones del denominado «activo financiero», destaca sobre todo la ordenación sistemática de las diferentes modalidades contractuales, prestando especial atención al «contrato marco de operación financiera» y el análisis de su naturaleza jurídica como presupuestos para afrontar su construcción técnica.

A continuación, la profesora Muñoz analiza con rigor y precisión las posibilidades que estas nuevas figuras contractuales e instrumentos financieros ofrecen en orden a la separación entre poder de decisión y riesgo económico de la inversión (el denominado *decoupling*), partiendo de una sólida información económico-financiera y prestando especial atención a los fenómenos de «votantes vacíos» y de «propiedad oculta», y a su utilización por ciertas categorías de inversores como instrumentos para la satisfacción de sus intereses al margen o directamente en contra del interés social de las sociedades en las que invierten. Este estudio se ilustra con múltiples ejemplos de los casos más significativos de estas prácticas ocurridos en los mercados financieros más dinámicos, que permiten apreciar con claridad en qué medida las mismas afectan a la funcionalidad del modelo de control de la dirección de las sociedades cotizadas.

Finalmente, el trabajo culmina con un análisis de las consecuencias positivas y negativas que el denominado *decoupling* puede provocar tanto de una perspectiva de Derecho de sociedades como del Derecho del mercado de valores. En su realización, la autora adopta una posición equilibrada, huyendo de todo dogmatismo y evitando tanto las posiciones que rechazan cualquier posibilidad de ejercicio del derecho de voto por quienes no asumen el riesgo económico de la inversión, como las que defienden esta nueva técnica como contrapeso frente a los administradores, particularmente en el contexto de un modelo de primacía del órgano de gestión. Acertadamente a nuestro juicio, la profesora Muñoz sitúa la clave en el reforzamiento de la transparencia como instrumento, necesario aunque no suficiente, para evitar los efectos perjudiciales que indiscutiblemente pueden derivar del ejercicio del derecho de voto por «votantes vacíos» o de las situaciones de «propiedad oculta». Y, junto a ello, ofrece un análisis de los ámbitos normativos del Derecho de sociedades y del Derecho del mercado de valores en los que es posible detectar estas operaciones y corregir sus eventuales efectos perjudiciales.

Se trata, en suma, de una nueva aportación de la profesora Muñoz Pérez a nuestra mejor doctrina, particularmente valiosa por la complejidad del tema abordado, destacando la solvencia con la que la autora

aborda las principales cuestiones que plantean estas innovaciones financieras desde la perspectiva del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas.

Por último sirva este prólogo también de reconocimiento y gratitud hacia la profesora Muñoz Pérez, en esa labor permanente de escuela que nuestro común maestro Girón nos dejó como legado.

Carmen Alonso Ledesma
Catedrática de Derecho Mercantil

Alberto Alonso Ureba
Catedrático de Derecho Mercantil

NOTA DE LA AUTORA

Quiero expresar en estas líneas mi agradecimiento a todos aquellos sin cuya ayuda no hubiera sido posible la publicación de este libro.

Al profesor D. Alberto Alonso Ureba, catedrático de la Universidad Rey Juan Carlos, debo el primer acercamiento al Derecho mercantil y, desde entonces, mi gratitud por su apoyo personal y la orientación en la tarea de investigación académica. A la profesora Carmen Alonso Ledesma, catedrática de la Universidad Complutense de Madrid, muy cerca desde siempre, mi gratitud especial por impulsar las actividades de investigación relacionadas con la presente publicación.

A la Universidad Rey Juan Carlos, como grupo de personas, por ofrecer el ambiente propicio para que la investigación haya sido posible. A mis compañeros de departamento de la Universidad, agradezco su amistad y la disposición en el ámbito de trabajo para emprender esfuerzos individuales y colectivos; en este contexto, gracias a la profesora M.^a del Carmen de la Orden, por compartir la batalla en la organización de actividades académicas vinculadas con este ámbito de estudio.

Mi gratitud al profesor Emilio Díaz Ruiz por el impulso inicial que sirvió para animarme en la tarea de investigar en derivados financieros, y al abogado Lupicinio Rodríguez y al resto de miembros de la firma Lupicinio Abogados, por la integración en un equipo de colaboradores que han enriquecido las tareas intelectuales de investigación; a mis amigos por apoyar siempre y, en particular, a Dorothy, por asistir las primeras lecturas sobre mercado OTC y a Mercedes, por combinar el deporte y los derivados; a mi compañera y amiga María, por demostrar el valor de la fortaleza.

La vida me brinda el privilegio de contar con mis padres de quienes sigo admirando el ejemplo de su inmensa generosidad y a los que agradezco haber trazado la línea esencial de mis valores. Mi cariño a mis hijos, por vivir comprendiendo las ausencias de su madre y comunicarme constantemente alegría.

Doy las gracias más profundas a Felipe.

Madrid, 2013.

INTRODUCCIÓN

El estudio que presentamos tiene la finalidad de señalar el alcance que eventualmente la contratación de algunas modalidades de derivados financieros puede tener en el gobierno corporativo de las sociedades. El objetivo de conectar estos temas nos lleva a efectuar la estructura de desarrollo global de la obra dividiendo el contenido en tres capítulos.

El primer capítulo, desarrolla la primera parte que analiza los contratos de derivados. Es necesario examinar previamente los contratos de derivados para conectar la utilización eventual de estos contratos con los aspectos relativos a gestión de las sociedades. Este interés nos lleva al estudio de forma singular de la noción de derivados financieros *equity*, es decir, aquellos que aparecen relacionados con la negociación de acciones.

Con esta pretensión consideramos desde una perspectiva jurídica los derivados, como contratos contemplados en el CCo e integrada dicha regulación por el Código Civil. La división básica viene a agruparlos en derivados OTC y derivados contratados en sistemas organizados, en este último, el contrato ofrece contenidos uniformes o estandarizados, precisamente para facilitar la transmisión. Se abordan en la Ley de Mercado de Valores cuando cotizan en los mercados organizados adquiriendo la condición de instrumentos financieros y, en ocasiones, alcanzando la naturaleza de valores cuando se emiten en serie, como las opciones *Warrant*.

En todo caso, los derivados financieros presentan el factor común de gestionar y transferir riesgos medidos por la oscilación de un tercer factor que pasa a denominarse en la jerga financiera, activo subyacente. Las partes adquieren obligaciones de vencimiento futuro y el contenido

de sus prestaciones de entrega o de pago se mide ligada a la evolución del expresado activo subyacente. En nuestro caso, puesto que tratamos el plano de las relaciones de los contratos de derivados con el gobierno corporativo de las sociedades, el activo subyacente serán acciones, o cesta de valores o índices. Tanto si se trata de contratos cerrados directamente entre las partes *over the counter*, OTC, como de instrumentos financieros adquiridos en mercados organizados, transfieren los riesgos cuyo valor se concreta y depende, o deriva, del de las acciones o anotaciones en cuenta, o índices o cesta de valores, que pasan a denominarse por este motivo activo subyacente.

La segunda división de los derivados lleva a agruparlos en tres estructuras contractuales básicas. La clasificación tripartita ofrece distintas connotaciones según se *pacten directamente* por las partes *over the counter*, OTC, en cuyo caso se conocen como contratos a plazo, opciones y *swaps*, o dependiendo de que se *negocien en mercados organizados*, en cuyo caso el primero de los señalados tres grupos de clasificación pasa a denominarse futuros. Bajo otras múltiples denominaciones se hará referencia a otras variables y combinaciones de estas estructuras básicas.

En la clasificación de los contratos de derivados *equity* seguimos el esquema propio de un contrato para el estudio de su contenido, haciendo referencia a los elementos esenciales de consentimiento, objeto y causa, así como al desarrollo de otros aspectos formales.

En efecto, el contrato tiene autonomía jurídica y el valor es independiente del activo subyacente como tendremos ocasión de ver. Los derivados son contratos aleatorios por la causa, y las partes tendrán motivación de cobertura, especulación o arbitraje, para contratarlos. Si alguna de las contrapartes tiene el activo subyacente, el contrato se acerca a la consideración del contrato de seguro por tener la capacidad de neutralizar la oscilación del riesgo que afecta a dicho subyacente. Sería el caso de que alguna de las contrapartes pretenda adquirir la protección y cubrir un riesgo derivado de la oscilación del subyacente del que es titular y que quiera trasladar por el contrato de derivado dicho riesgo del subyacente al vendedor de la protección. Si las partes están desligadas de la tenencia del subyacente, la contratación se convierte en un juego, en el que las partes contratan apostando por la oscilación de un valor. Sería arbitraje cuando la pretensión sea aprovechar ciertos desajustes del mercado.

En cuanto a la forma, habitualmente se negocian entre las partes en documentos típicos denominados en España «contrato marco de operación financiera». Se trata de modelos autorizados por la Asociación de Banca Española, AEB, que tras incluir unas definiciones estándar que salvo decisión de las partes, integran el contenido del contrato, añaden un anexo en el que se incluyen las operaciones de derivados como

confirmaciones. En este último anexo se relacionan distintos contratos de derivados que se vinculan en la pretensión por regla general de que funcionen como un único contrato cuyos respectivos saldos se puedan compensar.

Todas las modalidades de contratos tienen semejante estructura, que viene a ser la de un contrato a plazo, cuyo contenido se define porque cada parte adquiere en el momento de perfección la obligación de cumplir en un vencimiento futuro una prestación cuyo contenido depende de las condiciones pactadas por las partes fijadas sobre el comportamiento de otro factor denominado activo subyacente. Sin embargo, como hemos anticipado, seguimos en la obra el criterio de señalar tres modalidades.

En primer lugar, el contrato *forward*, denominado futuro en el mercado organizado, por el cual las partes intervinientes se obligan a comprar o vender activos, reales o financieros, en una fecha futura, especificada de antemano, a un precio acordado en el momento de la firma del contrato. En segundo lugar definimos las opciones, por las cuales la parte vendedora concede a la contraparte compradora a cambio de una prima, la facultad de comprar —*call*— o de vender —*put*— un activo subyacente determinado a un precio de ejercicio fijando una fecha de ejecución. En tercer lugar, el contrato de *swap* por el que las partes convienen la asunción de obligaciones de pago recíprocas entre sí, con vencimiento sucesivos, prestándose entregas cuya determinación tiene lugar en atención a diversos parámetros o criterios.

Es fundamental considerar las posiciones de riesgo que genera cada contrato al objeto de nuestro estudio. La estructura del contrato *forward* es bilateral y el riesgo pesa sobre ambas partes, mientras que en la opción es unilateral, en el sentido de que sólo el adquirente decide la ejecución del contrato y por esto siempre el vendedor de la opción soporta los riesgos. El *swap* frente al *forward*, da lugar a liquidaciones periódicas basadas en los sucesivos movimientos del subyacente, por lo que ambas partes tienen posiciones abiertas de riesgo.

El juego de los mencionados contratos proporciona las ventajas de alterar el riesgo propio que afecta a los valores. Sirva de ejemplo la operación típica de cobertura del titular de una participación de neutralizar los riesgos asociados a dichos valores vendiendo contratos de futuros de este subyacente. Alguna de las contrapartes de un contrato de derivado, titular formal del subyacente, puede combinar otros contratos «en descubierto» en otras entidades o tipos de valores y transformar el riesgo que pesa sobre el paquete del que dicha contraparte es titular formal. En este caso, sería el ejemplo del inversor que tras la subida de cotización de los valores de una sociedad por ser objeto de amenaza de una oferta pública de adquisición, apuesta a la baja del valor en la sociedad afectada con la contratación de derivado *equity* en descubierto y ejerce de forma simultánea el voto en la sociedad oferente como accionista formal

bloqueando la operación, a pesar de que la operación proyectada de adquisición fuera claramente beneficiosa para el interés social.

El estudio de las posiciones de riesgos alcanza al análisis y determinación de las motivaciones para la adquisición de los valores y, en su caso, el ejercicio de los derechos de voto de la sociedad o sociedades de que se trate, aspectos fundamentales para enfocar los temas que se desarrollarán en la segunda parte.

En el segundo capítulo, se indica la conexión de estos contratos definidos en el capítulo primero con el gobierno corporativo de las sociedades. Para ello, partimos del estudio del denominado «*decoupling*» de las acciones, que de forma genérica alude a la variación del sentido del riesgo que naturalmente debiera acompañar al capital invertido en la acción. El *decoupling* hace referencia al resultado de separar en las acciones el interés económico que de ordinario acompañaría al capital invertido. Dicho fenómeno no es un concepto nuevo en el Derecho de sociedades, puesto que es un efecto ligado a las estructuras piramidales o circulares de acciones, o a otras consecuencias derivadas de la divergencia de la regla general de proporcionalidad y correlación del interés económico y los votos, como las acciones de voto plural o con especiales derechos privilegiados.

Son nuevas en cambio las prácticas de *decoupling* fruto de la denominada innovación financiera. En este caso se ocasionan el efecto de *decoupling*, asociado a la conclusión de ciertos contratos como el *repo* o el préstamo de valores y a la contratación de derivados que unidas o no a la práctica de ciertas estrategias de inversión simultáneas en distintas entidades llevan al vaciamiento económico del ejercicio del voto de la acción.

El *decoupling* conecta los fenómenos del *empty voting* y del *Hiddenownership*. Tratamos con ello de concretar los aspectos jurídico-societarios afectados por la contratación de derivados, como paso previo a la definición de los distintos ámbitos normativos donde es posible detectar y, en su caso, corregir los efectos nocivos para el funcionamiento correcto y transparente de las sociedades.

El *decoupling* se concreta societariamente en el fenómeno de *empty voting*, denominado mediante esta expresión por considerar que el titular de las acciones ejerce el voto político de éstas con alteración del riesgo del capital invertido, en el sentido de variar la proporción que naturalmente acompaña al incremento del valor del título. El conflicto de interés nace de la circunstancia de que se altera la motivación con la que estos accionistas ejercitan el voto, puesto que eventualmente puede desligarse de la finalidad de maximizar el interés de la sociedad.

La contratación en derivados transforma la posición económica de riesgo que de ordinario debería afectarle. La consideración conjunta de

todas sus inversiones o posiciones en otros valores de la misma sociedad, o de sociedades relacionadas, le sitúa en una posición de riesgo distinta de aquella que afecta al resto de los accionistas. Se trata de circunstancias que han de ponderarse individualmente, ya que son situaciones que se predicen de la posición consolidada económica del accionista, a pesar de que parezca ser un atributo de los valores.

Cuando un accionista vota sin riesgo por haberse producido el *decoupling* de las acciones de las que es titular, la contribución de su voto se «vacía» —*empty voting*— dado que está desprovisto del riesgo propio que acompaña al capital invertido, y presenta mayor peligro cuando por medio de dichas contrataciones en derivados se consigue que el interés económico del título sea precisamente inverso al que se deriva de los beneficios sociales. El ejercicio de dicho derecho político de voto ofrece el riesgo de quedar desafecto de la pretensión de colaborar al fin social.

A su vez, ciertas operaciones de inversión con derivados vienen acompañadas de una compleja estructura negocial que, eventualmente, puede estar organizada explícitamente para alcanzar posiciones ocultas de control de una determinada sociedad. En ocasiones la contratación ligada a ciertas operaciones de cobertura puede tener como pretensión formar estrategias para la adquisición de «propiedad oculta» —*hidden (mophable) ownership*—.

Al hilo de la exigencia de definir estas actuaciones describimos las interesantes aportaciones doctrinales y jurisprudenciales en torno a la concreción del «*beneficial ownership*», noción surgida del fenómeno del *decoupling*. Destacamos la oportunidad de que se relacione con la definición de «*interest in securities*» empleada por el legislador inglés. Ambas construcciones conceptuales revelan la necesidad de computar también las posiciones de riesgo económico, por ejemplo, a efecto de las normas de transparencia o del régimen de la OPA.

Estas mencionadas situaciones de *empty voting* y de *hiddenownership*, como demuestra la abundante jurisprudencia, inciden y complican las operaciones de reorganización o toma de control societaria, incluso también, la apertura de los expedientes concursales de las sociedades.

El tercer capítulo, contempla la última parte del estudio en la que se analizarán aspectos específicos de las tácticas de *empty voting* y la *hiddenownership*, en el Derecho de sociedades y del mercado de valores. En este último capítulo se concretan los problemas vinculados al gobierno corporativo de las sociedades ya que, como veremos, afectan de forma inmediata al control de las sociedades donde se ejerza el voto vacío o se tomen dichas posiciones encubiertas.

Las patologías que ocasiona el ejercicio del voto vacío nacen de la falta de coordinación y el desajuste entre la inversión y el interés eco-

nómico. En el contexto del *empty voting* habrá que tratar el régimen aplicable a la «venta del voto», los conflictos de interés en el ejercicio del derecho de voto, el ejercicio del voto proporcional, el ejercicio del derecho de voto mediante representante, el régimen de transparencia sobre la distribución del voto de las sociedades cotizadas y el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Cierto sector de la doctrina plantea la exigencia de tratar el estudio del votante vacío en paralelo al supuesto del tratamiento de la venta del voto partiendo en todo caso de una definición amplia de venta en el sentido que señala alguna jurisprudencia.

Identificamos un problema de conflicto de interés, que nace de la exigencia de cumplimiento del deber de fidelidad. Los agentes de estas operaciones suelen ser entidades financieras y, como contrapartes, fondos de inversión, accionistas de control o de referencia y administradores, adquiriendo relevancia en este contexto la actividad de los *hedge funds*. Dependiendo del sujeto contratante, accionista particular, o institucional o administrador, el estudio de los conflictos societarios adquiere distinto alcance y consecuencias, ya sea, la exigencia de imponer el deber de abstenerse en el ejercicio del voto o la de fundamentar la impugnación de acuerdos sociales. El riesgo implícito en el accionista votante vacío cuando ejerce el derecho político en estas condiciones, es decir, sirviendo a la satisfacción de intereses extraños al interés de la sociedad donde se ejercita o en perjuicio al del resto de los accionistas, genera siempre una situación de conflicto de interés. Esta situación podría corregirse impidiendo el voto o impugnado el acuerdo de la junta general, particularmente cuando la contribución de dicho voto haya sido decisivo para la adopción del acuerdo de que se trate.

La facultad de votar sin riesgo económico resultado de la contratación de los contratos de derivados *equity*, violenta el principio de proporcionalidad o correlación entre el capital y el derecho de voto, que explica la acepción de que la acción vincula titularidad del ejercicio del voto al riesgo económico de la acción.

La transparencia contemplada en la normativa del mercado de valores viene a ser instrumento tuitivo fundamental por advertir a los *stakeholders* de la formación de estas operaciones y convertirse, por ello, en un mecanismo *ex ante* de control fundamental para evitar situaciones controvertidas. Como venimos examinando, los derivados sobre *equity* son instrumentos propicios para influir o ganar control sobre los derechos de voto o disponer sobre las acciones subyacentes de los contratos. Por esto con contratos adecuados para fomentar la interposición en las posiciones de control como accionistas y facilitar las actuaciones en concierto. La implantación de esta medida requiere un análisis acerca del régimen de transparencia, ponderando la defensa del ámbito que deba aplicarse. La tendencia marcada por las directivas comunitarias y

las reformas de los ordenamientos de los Estados miembros, consiste en ampliar el horizonte al tratamiento de la transparencia de las simples «posiciones económicas de riesgo» que no se ligan al control del voto ni a la posibilidad de adquirir la titularidad formal de las acciones, extensión que suscita polémica en la doctrina. La ejecución de la aplicación de las reglas de transparencia lleva costes asociados, puede generar desinformación precisamente por el exceso de contenido y ocasionar un mercado ineficiente. Por estos motivos, debe ponderarse cuidadosamente las situaciones en las que está justificada la adopción de las medidas de comunicación de la toma de posiciones. También deben analizarse las cuestiones prácticas, puesto que los derivados liquidados en efectivo y particularmente las opciones, presentan conflictos a la hora de determinación del cálculo del porcentaje potencial de la participación significativa.

Así mismo, la contratación de derivados alcanza por las expresadas razones al mecanismo de la OPA. El sistema inglés, pionero en el ámbito europeo en contemplar este alcance, reguló en el Code la noción de «*interest*» en valores, considerando por tal la que tiene un accionista a través de la consolidación de su posición de exposición al riesgo en una sociedad mediante el cómputo de las distintas modalidades de contratación de derivados.

Por último, los derivados se ven involucrados de forma singular en las reformas emprendidas con la finalidad de controlar de forma particular los contratos OTC. Las dificultades en la gestión del riesgo en el mercado de derivados OTC, altamente desregulados y opacos, han generado exigencia de iniciar reformas con el objetivo de fomentar mercados financieros seguros, que dieran estabilidad al sistema financiero.

Las operaciones con valores constan de tres etapas básicas y en todas ellas se están produciendo cambios legislativos, tanto en la etapa de negociación, como en la que se refiere a la segunda etapa sobre la compensación, como a la última tercera etapa sobre la liquidación. La infraestructura de reformas del sistema de valores se apoya en la revisión de la Directiva Mifid, en la promulgación del Reglamento EMIR, y la regulación del régimen sobre depositario de valores, que completa el régimen de las mencionadas etapas.

En cuanto a la metodología, partimos del análisis de la normativa, y nos servimos de la jurisprudencia y la doctrina para el correcto análisis de las situaciones. La doctrina americana ha situado de forma temprana el estudio del «*decoupling*», situando los términos que definen estas situaciones. Sin embargo, consideramos que ha sido la jurisprudencia la que ha generado la exigencia de estas contribuciones.

Citamos por su trascendencia, el caso de la operación de toma de control de CSX por parte de TCI por la rica jurisprudencia que proporciona

el caso y la abundante literatura que la comenta. La literatura americana que primero se enfrentó al estudio de las señaladas cuestiones definió las nociones ligadas a las negociaciones de los derivados, enfrentándose por ello de forma temprana a la exigencia de definir los diversos intereses que alcanzan a las acciones. En el caso *CSX v. Children's Investment Fund Management (UK) LLP*, se analizó en profundidad la figura del «*beneficial ownership*» bajo los principios de la normativa americana ligándose al estudio de las negociaciones sobre *equity*.

Por su actualidad hacemos aquí referencia a la batalla abierta de forma reciente entre TELUS y MASON, con ocasión de la proyectada operación de TELUS de conversión de sus acciones sin voto y cuyo tratamiento está siendo objeto de reiterados pronunciamientos judiciales y estudios doctrinales. En el caso *TELUS Corporation v. Mason Capital Management LLC*, 2012 BCCA 403, la doctrina y los jueces, en particular, la British Columbia Court of Appeal, revisa los argumentos relativos al «*empty voting*» y el alcance de este fenómeno en el gobierno corporativo de las sociedades, cuyo último pronunciamiento ha sido de fecha 18 de diciembre de 2012.

CAPÍTULO I

CONFIGURACIÓN ECONÓMICA Y JURÍDICA DE LOS DERIVADOS «EQUITY» COMO OPERACIÓN NEGOCIAL

I. CONSIDERACIONES GENERALES

Son derivados, en términos amplios desde una perspectiva económica, aquellas negociaciones en las que las partes adquieren obligaciones de vencimiento futuro y cuyo rendimiento está ligado a la evolución de un activo o un índice, y por las que las partes contraen el compromiso de entrega o de pago de una cantidad calculada por referencia a dicho valor o el valor del índice. El negocio tiene, por ello, un valor independiente de aquel que deriva del valor del activo subyacente¹. Con mayor precisión jurídica se concretará que son contratos cuyo contenido obligacional típico son deudas de valor que desembocan finalmente en el pago en efectivo o en especie de un importe que viene referenciado al valor en el mercado a fecha futura de un instrumento financiero determinado, como un tipo de interés, tipo de cambio, valores negociables, índices de renta variable o mercancías o materia primas².

El *Bank for International Settlements*, propone un criterio de clasificación aplicable genéricamente a los instrumentos financieros basado en la *finalidad perseguida con la innovación financiera correspondiente*³. Según este criterio los derivados se pueden clasificar en cuatro grupos que son: en primer lugar, las innovaciones en las transferencias de los riesgos, dirigidos a

¹ Definición de S. FIRTH, «Derivatives...», cit., pp. 1-3. Según A. HUDSON, «The law on financial...», cit., p. 25, se trata de contemplar una categoría cuya definición engloba diversos productos cuyo valor deriva de otro activo.

² J. I. SANZ CABALLERO, *Derivados Financieros...*, cit., p. 89.

³ Es el criterio defendido ya en el *Informe Cross*, elaborado por el *Bank for International Settlements: Recent Innovations in International banking*, Basilea, 1986.

transmitir el riesgo de mercado, y excluir el riesgo de crédito de contraparte, como los futuros y las opciones; en segundo lugar, las innovaciones que aumentan liquidez, es decir, que aumentan la convertibilidad en dinero de activos financieros como instrumentos negociables en mercado monetario o las garantías en las emisiones de valores; en tercer lugar, las innovaciones tendentes al establecimiento de nuevas vías de financiación al margen de los tradicionales, como consiguen algunos *swaps* y bonos; por último, aquellos que suponen un incremento de los recursos propios de la entidad emisora, aumentando con ello su solvencia patrimonial, no su endeudamiento, como los bonos y obligaciones convertibles, o los de deuda subordinada⁴.

Sin embargo, la clasificación doctrinal seguida por la mayoría de la doctrina afirma la distinción por el tipo de subyacente. De esta forma cabe clasificar a los derivados en función de que venga referidos a tipos de interés, tipos de cambios o divisas, valores negociables, índices, mercancías, o materias primas —*commodities*—, o incluso, a otro producto derivado financiero —opción sobre permuta financiera como las *swaption*— u opción sobre otra opción —*opciones compound*—.

Como hemos anticipado, el propósito general de este estudio consiste en analizar las relaciones entre los derivados y el gobierno corporativo de las sociedades, por lo que centraremos el estudio en el entorno del «mercado de derivados *equity*», haciendo mención por éste a un variado mercado donde se negocian instrumentos cuyo subyacente en sentido amplio son acciones o índices o fondos de inversión. Bajo la expresión pues, de «derivado *equity*», es posible abordar una amplia gama de productos negociados en OTC junto a otros que se negocian en mercados organizados en la forma de *warrants*⁵ o títulos de deuda asociados a derivados, es decir, con derivados implícitos como los *equity-linked notes*⁶ y los *convertible or exchangeable bonds*⁷. El subyacente de todos estos productos, a su vez, puede venir ligado a acciones individuales, fondos de inversión o índices como cestas de acciones.

II. NATURALEZA JURÍDICA

1. Planteamiento

La dificultad de señalar la naturaleza jurídica de los derivados viene señalándose por la doctrina, en particular, con ocasión del comentario a la

⁴ Vid. clasificación en J. I. SANZ CABALLERO, *Derivados Financieros...*, cit., pp. 73 y ss.

⁵ Bajo la expresión *covered warrants*, se hace referencia a los títulos que otorgan al tenedor la opción de comprar o vender o les otorgan la posibilidad de efectuar pagos basados en el movimiento del precio de los valores o de la referencia de un índice.

⁶ Los *equity-linked notes* son títulos de deuda cuyo rendimiento se liga a la evolución de un valor, cesta de valores, un índice o cesta de índices.

⁷ Los *exchangeable bonds* son instrumentos de deuda que tienen una opción *equity* implícita ya que el tenedor de estos valores tiene el derecho a adquirir acciones de una tercera parte, normalmente una compañía del mismo grupo que el emisor de los bonos a cambio de la entrega de los bonos. En el caso de los *convertible bonds*, el tenedor intercambia con el emisor los bonos a cambio de acciones. Incluso fondos que negocian en *equity*, son también objeto de negociación.

directiva de servicios de inversión 93/22 CE del Consejo, de 10 de mayo, DOCE de 11 de febrero 2003, derogada por la Directiva 2004/39 CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, MIFID⁸. La directiva intentó una primera aproximación a la definición de los derivados financieros, si bien, no ofrecía claridad en la pretensión de afrontar una clasificación sistemática de los mismos.

La pretensión de organizar las diversas especies de derivados financieros en una misma categoría contractual partiendo del análisis de la causa, subraya el factor común de ser idóneos para la gestión del riesgo implícito en el transcurso del plazo, con independencia de cuál sea la motivación concreta que mueva a las partes a la contratación⁹. En sede de contratos financieros el factor tiempo constituye un elemento esencial del contrato pues no se trata de que dicho transcurso temporal incida accidentalmente en el precio del subyacente y por ello en la prestación resultante del contrato, sino que tal circunstancia se inserta en la propia causa del contrato y es buscada por las partes al contratar¹⁰.

A pesar de pertenecer a una misma categoría contractual, tradicionalmente venía diferenciándose aquellos «instrumentos financieros derivados» que se negocian en mercados oficiales, los cuales son propiamente «instrumentos financieros», bien incorporados en títulos o anotaciones, bien conservando la nota de ser posiciones contractuales desprovistos de dicha representación, de aquellos otros derivados financieros que se negocian de forma privada, contratos extrabursátiles, denominados OTC¹¹. La distinción afecta de forma fundamental al régimen de transmisión.

2. Derivados como categoría jurídica contractual

Los instrumentos derivados financieros, son contratos a plazo caracterizados causalmente por la función económica de servir a la gestión del riesgo en un plazo determinado, permitiendo el aislamiento del mismo y su transmisión. Dicha naturaleza de contratos a plazo es aplicable a las distintas modalidades existentes en el mercado ya sean denominados contratos a plazo, opciones o permutas, todas ellas englobadas como especies de la categoría general de productos derivados financieros¹².

⁸ Vid. DÍAZ RUIZ, «La caracterización de los derivados...», cit., p. 60.

⁹ Sobre la caracterización de los derivados financieros como categoría contractual, vid. J. L. SANZ CABALLERO, *Derivados financieros...*, cit., p. 320.

¹⁰ J. L. SANZ CABALLERO, *Derivados Financieros...*, cit., p. 276, resaltando la distinción de los contratos con precio aplazado en el que se ha producido previamente la transmisión de propiedad y tan sólo se aplaza una de las prestaciones, el pago del precio, frente al contrato a plazo en el que se aplazan ambas prestaciones, y a medida que transcurre el periodo del aplazamiento el precio del subyacente viene sujeto a oscilaciones en el mercado circunstancia que se convierte en fuente del riesgo gestionado.

¹¹ J. L. SANZ CABALLERO, *Derivados financieros...*, cit., p. 149.

¹² Es general en la doctrina la clasificación tripartita de los derivados, vid. DÍAZ RUIZ, «La caracterización de los derivados tras la entrada en vigor de la MiFID», *loc. cit.*, pp. 2 y ss., SANZ CABALLERO, *Derivados Financieros...*, pp. 327 y ss.