

ALEGACIONES DE EMISORES ESPAÑOLES AL ANTEPROYECTO DE LEY POR LA QUE SE MODIFICA EL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL (“LSC”), APROBADO POR EL REAL DECRETO LEGISLATIVO 1/2010, DE 2 DE JULIO, Y OTRAS NORMAS FINANCIERAS, PARA ADAPTARLAS A LA DIRECTIVA (UE) 2017/828 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, DE 17 DE MAYO DE 2017, POR LA QUE SE MODIFICA LA DIRECTIVA 2007/36/CE EN LO QUE RESPECTA AL FOMENTO DE LA IMPLICACIÓN A LARGO PLAZO DE LOS ACCIONISTAS (en adelante, “el Anteproyecto”)

I. INTRODUCCIÓN.

EMISORES ESPAÑOLES (en adelante, “EE”) valora de forma muy positiva la futura Ley, en cuanto que servirá para transponer la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (en adelante, “la Directiva”). Ya en nuestra contestación a la CONSULTA PÚBLICA PREVIA (en adelante, “CPP”), hicimos una valoración positiva de dicha norma europea e indicamos cómo deberían cumplimentarse, a nuestro juicio, las “discrecionalidades nacionales” que incluía.

En general, en el Anteproyecto se hace una correcta incorporación de las previsiones de la Directiva, relativas a la **identificación y comunicación con los accionistas**, incorporándose de forma equilibrada la importante figura de los beneficiarios últimos. También estimamos correcta la transposición de la Directiva en lo que se refiere tanto a la política como al informe de remuneraciones de los consejeros.

Juicio muy distinto hacemos de cómo se trata el capítulo -importantísimo- de las **operaciones con partes vinculadas**. Nuestra crítica se centra, en primer lugar, en que no se ha tenido en cuenta la petición que hicimos en la CPP de utilizar esta oportunidad para hacer una regulación integral de estas operaciones, extendiéndola a los conflictos de interés, en general (de los cuales, las operaciones vinculadas son una manifestación) y al llamado derecho de grupos, cuya ausencia en nuestro país puede calificarse de clamorosa. Pero, además, el Anteproyecto hace una transposición de la Directiva muy gravosa para los emisores, no utilizando muchas de las excepciones que contempla (o haciéndolo de forma muy limitada) y además con soluciones técnicas que estimamos mejorables.

Queremos también ya señalar que, sin cuestionar el fondo de la figura, no compartimos la forma en que se introducen las “**acciones de lealtad**”, pues su incorporación a nuestro ordenamiento habría requerido, sin duda, una reflexión previa mucho más profunda, con el fin de dar soluciones técnicamente correctas, en la propia Ley, a infinidad de cuestiones que la figura plantea, algo que explicamos con detalle en el

cuerpo de estas ALEGACIONES. Por otra parte, no vemos necesaria la prohibición de los consejeros personas jurídicas que se introduce.

Por último, la futura Ley debería prever un periodo de “*vacatio legis*” relativamente amplio, dado el enorme impacto que sus previsiones van a tener, no solo en los emisores, sino también en otros muchos sujetos de la actividad económica y financiera, sin olvidar que gran parte de su contenido incorpora una Directiva con un plazo de transposición ya vencido.

II. ALEGACIONES RELATIVAS AL ART.2. MODIFICACIÓN DEL TR DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL

1. Identificación de los accionistas, transmisión de información a/de los mismos, facilitación y ejercicio del voto. (Arts LSC 497, 497 bis, 520 bis y ter, 523 bis, 524, 524 bis y ter y 527 bis).

En general, el Anteproyecto hace una transposición adecuada de la Directiva, incorporando en favor de los emisores la mayoría de las opciones allí previstas, en línea con el deseo que expresamos en nuestra CPP.

No obstante, echamos en falta varias posibilidades que a continuación expresamos:

- El primer comentario que tenemos que hacer se refiere a que, en ocasiones, no se ha tenido en cuenta, en contra de lo manifestado en nuestra CPP, la posible intervención de las entidades intermediarias como alternativa a los depositarios centrales, a la hora de implementar los diferentes mecanismos que prevé la Directiva. No vemos razón para no aprovechar el marco muy flexible que esta contempla, restando a los emisores y accionistas posibilidades de actuación.

En concreto, echamos en falta la referencia señalada en los siguientes preceptos:

- **Art 497.1, párrafo primero LSC, derecho a conocer la identidad de los accionistas:** Por el contrario, el art 3 bis 3, párrafo 2 de la Directiva sí menciona con claridad la doble posibilidad de dirigirse bien al depositario bien a “otro intermediario o prestador de servicios”.
- **Art 497 bis 1, párrafo 2 LSC, derecho a identificar los beneficiarios últimos por parte de las asociaciones de accionistas/accionistas significativos:** Solo se contempla la posibilidad de acceder a la entidad intermediaria, donde están registrados los beneficiarios últimos, a través del depositario central y no de otra entidad intermediaria, posibilidad que sí se contempla para los emisores.
- **Art 520 bis.2 LSC, transmisión de información de la sociedad a los accionistas:** Tampoco se citan a las entidades intermediarias, solo a los depositarios centrales,

en contra de lo que prevé el art 3 ter número 1, 2, 3 de la Directiva donde se habla de intermediarios, en general.

- En segundo lugar, se debería recoger expresamente que un “tercero designado por la sociedad” pueda ser receptor de información sobre identificación de los accionistas, en línea con lo establecido en el art.3 bis, apartados 2 y 3 de la Directiva.

Lo anterior supondría incluir en el art 497 bis dos expresiones “o un tercero designado por la sociedad”, en el párrafo segundo del número 1(en la primera línea) y en el número 2 “in fine”.

- En tercer lugar, en lo relativo a la transmisión de información de accionistas, el art 520 bis 2 debería reformarse, permitiéndose expresamente que las sociedades puedan transmitir la información utilizando “un tercero nombrado por la sociedad “(en puridad, un tipo de intermediario, pero que la propia Directiva singulariza como algo diferente a los intermediarios relacionados con los beneficiarios finales). El fundamento de esta mejora coincide con el de las anteriores, esto es, ampliar al máximo las posibilidades de actuación de los emisores. Por las mismas razones, en el art 520 ter (facilitación del ejercicio del voto) se debiera mencionar expresamente como receptor posible de la información a un “tercero nombrado por la sociedad”.

Por otra parte, en el art 527 bis 2, y en relación con el derecho del beneficiario último de obtener la confirmación de que sus votos han sido registrados y contabilizados correctamente, se debiera prever que el que haga formalmente la petición sea necesariamente el titular registral en el depositario central de valores (IBERCLEAR), ya que es “legalmente” el único titular real (argumento art 497 bis 3 del Anteproyecto).

Finalmente, aunque es más bien una cuestión relacionada con el ámbito de la Directiva en sí, nos preguntamos si el Anteproyecto permitiría una identificación parcial, es decir, de ciertas entidades intermediarias que custodian o gestionan dichas acciones por cuenta de beneficiarios últimos (ADR´s, CDI´s, etc). En todo caso, en esta materia, como en otras muchas de la futura ley, vemos imprescindible un desarrollo reglamentario amplio (v.gr. para permitir reseñar las posiciones en préstamo de valores de los beneficiarios últimos)

2. Voto adicional por lealtad (arts 527 ter -527 octies).

El Anteproyecto pretende introducir en la legislación española el voto adicional por lealtad, extremo éste que no aborda en absoluto la Directiva. Los enormes cambios que el establecimiento de dicho voto adicional provocaría en la vida de las sociedades cotizadas españolas a nadie pueden escapar. Cabe señalar que algunos países de nuestro entorno permiten la ruptura del principio de proporcionalidad de una acción-

un voto, autorizando el voto múltiple. Es el caso de Francia e Italia. Creemos, no obstante, que la regulación de este importante tema debe realizarse con calma, debiendo abordarse en aquella los múltiples aspectos que en la práctica suscitaría la implementación del voto múltiple. Ello requiere una fase previa más prolongada de estudio y de consulta con las diversas entidades afectadas por la norma (emisores, asociaciones de accionistas, Iberclear, CNMV, depositarios, etc.) y la elaboración simultánea de la normativa de desarrollo de los preceptos que sobre el voto múltiple se introduzcan en la LSC, previéndose para este punto una entrada en vigor conjunta de la Ley y su desarrollo normativo. Dada la premura con la que se debe trasponer la Directiva, desde Emisores Españoles no creemos que sea esta ocasión la más adecuada para reformar la LSC en este importante punto de la proporcionalidad entre la acción y el derecho de voto, ya que aquella no permite abordar este tema con la profundidad y detenimiento que su importancia requiere.

Los nuevos arts. 527 ter a 527 octies LSC que se proponen contienen significativas lagunas, no dando solución a numerosos problemas que la implementación del voto adicional por lealtad acarrearán en la práctica, con la parca regulación que del mismo se contiene en los nuevos preceptos. Así, entre otros muchos, podemos citar algunos ejemplos.

- La nueva norma permitiría que los Estatutos pudiesen otorgar voto doble a una acción que haya sido titularidad de un mismo accionista durante dos años consecutivos interrumpidos. El especial sistema de titularidad registral de las acciones de las sociedades cotizadas en España (se considera accionista a aquella persona o entidad a cuyo nombre estén inscritas las acciones en el correspondiente registro de anotaciones en cuenta a cargo de Iberclear y sus entidades participantes), sin embargo, conduciría a situaciones “injustas”, otorgándose el voto doble en casos en que entendemos no procedería. Pondremos dos ejemplos:
 - ADRs: imaginemos que una sociedad española tiene intención de cotizar en los mercados de capitales de EE.UU. Es habitual, en estos casos, que en dichos mercados, en lugar de cotizar directamente sus acciones, coticen los que se denominan American Depositary Receipts (ADRs), que tienen por subyacente acciones de la compañía cotizada. En la práctica, la sociedad cotizada aumenta capital emitiendo nuevas acciones, que suscribe el banco colocador, que a su vez emite ADRs, que tienen por subyacente las referidas acciones, colocando seguidamente el banco colocador (que actúa también como depositario) los ADRs entre los inversores americanos, negociándose a partir de ese momento los ADRs en las Bolsas americanas. En estos casos, el Depositary Agreement -que liga a la sociedad cotizada, el banco colocador-depositario y los titulares de ADRs y que se publica en la SEC- prevé que el titular del ADR pueda ejercitar el voto en la junta general de la sociedad cotizada, impartiendo instrucciones al respecto al banco

depositario (que es el titular formal de las acciones y por tanto el accionista conforme al Derecho español). Pasados dos años desde la emisión de los ADRs, todas las acciones subyacentes de los ADRS gozarán de voto doble, dado que habrán estado más de dos años inscritas a nombre del banco depositario. Pero los derechos de voto correspondientes a dichas acciones serán ejercidos (mediante el envío de las correspondientes instrucciones al banco depositario) por inversores que en muchos casos habrán adquirido los ADRs con una antigüedad mucho menor, ya que, recordemos, son los ADRS los que se negocian en los mercados de capitales de EE.UU y no las acciones subyacentes. Si el titular del ADR lo es por un tiempo inferior a 2 años, las acciones subyacentes de dichos ADRs no deberían tener voto múltiple, aunque lleven inscritas en el registro de anotaciones en cuenta más de dos años a nombre del banco depositario.

- Intermediarios: ya sabemos que, en muchas ocasiones, y así lo reconoce el nuevo art. 497 bis LSC que se propone introducir, la entidad o persona legitimada como accionista, en virtud del registro contable, es una entidad intermediaria que custodia o gestiona dichas acciones por cuenta de beneficiarios últimos. En estos casos, también es habitual que el beneficiario último ejercite el derecho de voto en la junta, dando instrucciones concretas al intermediario. Es muy posible que el intermediario lleve siendo titular de las acciones más de dos años, en cuyo caso gozaría de voto doble, pero que el beneficiario último lleve siéndolo un tiempo inferior (por ejemplo, porque haya habido “traspasos” entre clientes del intermediario que no afectan a la posición global de éste). En este caso el beneficiario último gozaría también de voto doble, lo cual, a nuestro juicio, no se debería permitir.
- El art. 527 quinquies LSC que se propone introducir señala, en su apartado 2, que *“en todo caso, los votos adicionales por lealtad se tendrán en cuenta a efectos de la obligación de comunicación de participaciones significativas prevista en el artículo 540 y de la obligación de formular una oferta pública de adquisición de valores prevista en la Ley del Mercado de Valores”*.
 - Un inversor podría de forma sobrevenida “incurrir” en un supuesto de Oferta Pública de Adquisición (“OPA”) obligatoria, dependiendo de lo que hagan los demás accionistas leales de la sociedad cotizada. Imaginemos que una compañía tiene 100 acciones, de las cuales 50 de ellas corresponden a diversos accionistas con acciones con una antigüedad superior a 2 años, con lo que el número total de derechos de voto en la sociedad será de 150 votos. Uno de dichos inversores (le llamaremos el inversor A) es titular de 20 acciones por más de dos años, ostentando por tanto 40 votos, lo que representa un 26,66% del número total de derechos de voto. Imaginemos

que el resto de los votos adicionales (30 votos, resultado de restar 50 menos 20) está muy fraccionado entre pequeños accionistas que no son accionistas significativos. Si un porcentaje de ellos vendiera, por ejemplo, 20 acciones de voto doble, el número de derechos de voto totales en el emisor pasaría a ser de 130, de forma que el inversor A, manteniendo sus 40 votos, pasaría a ostentar un 30,76% de los derechos de voto de la Compañía y estaría obligado a lanzar una OPA. El problema estriba en que el inversor A incurriría en ese supuesto sin ser consciente de ello, dado que obviamente no puede conocer las operaciones de venta que han llevado a cabo los demás accionistas “leales” de la compañía. El mismo caso, que será todavía más frecuente, es aplicable a la obligación de comunicación de participaciones significativas, por cuanto un inversor leal que tenga una participación en los derechos de voto del 2,5% bien puede alcanzar el umbral del 3% si el número de votos adicionales de otros accionistas se reduce como consecuencia de la venta de las acciones de dichos accionistas, algo que obviamente desconocería.

- Algo aún más grave que lo anterior podría ocurrir si algunos inversores tratasen precisamente de modificar los Estatutos de una sociedad cotizada, para conferir voto adicional a las acciones con una antigüedad mayor de dos años, con el objetivo de obligar a otro accionista a formular una OPA. Pensemos un accionista A que posee en una sociedad cotizada una participación del 29%, con una antigüedad superior a 2 años. Tres fondos de inversión adquieren cada uno una participación del 22% en dicha sociedad (66% en total) y en la junta general de la citada sociedad cotizada proponen la modificación de Estatutos para introducir las acciones con voto adicional, estando la aprobación de dicha modificación garantizada (incluso con la oposición del accionista A) por reunir la mayoría de dos tercios que se requiere en el nuevo art 527 quater LSC. En ese caso, aprobada la modificación Estatutaria, el accionista A, al conferírsele automáticamente voto adicional a su participación estable, rebasaría el umbral del 30% que le obliga a lanzar una OPA obligatoria, que será precisamente lo que pretendían los citados fondos de inversión. La nueva normativa propuesta no combate este tipo de situaciones, sino que teóricamente las permitiría, lo cual obviamente desde Emisores Españoles consideramos que no es aceptable. Además, surgen todo tipo de cuestiones adicionales, en estos supuestos, que no cubre la nueva regulación proyectada (por ejemplo, ¿a qué precio debe formularse la OPA?).
- El Artículo 527 septies LSC que se propone introducir en la LSC señala que *“el voto de lealtad y su ejercicio quedarán sujetos a la acreditación ante la sociedad del periodo de titularidad ininterrumpida al que se refiere el artículo 502 bis anterior y a su constancia en un registro complementario conforme a lo que prevean los*

estatutos sociales. La sociedad deberá facilitar sin demora la información que conste en este registro a cualquier accionista que lo solicite.”. Creemos que el sistema de legitimación establecido es contradictorio, por cuanto si bien en un primer momento se impone al accionista leal la obligación de acreditar frente al emisor que es titular de las acciones por más de años, seguidamente se impone a la sociedad cotizada la obligación de llevar un “registro complementario” de acciones de voto adicional o de accionistas leales, sujetándose el ejercicio del voto de lealtad a que las acciones de las que dimana estén inscritas por el emisor en dicho registro. El sistema propuesto no indica qué sucede en los casos de discrepancia entre el registro que pueda llevar el emisor y la documentación presentada por el accionista leal: ¿a cuál se debe dar prioridad? ¿cuál es la naturaleza jurídica de ese registro complementario? ¿cuál es su eficacia?

Nos parece en todo caso censurable que el precepto citado imponga “de soslayo” una obligación para el emisor de mantener el citado “registro complementario”, sin precisar la norma su contenido, y, lo que es más grave, sin determinar cómo las sociedades cotizadas deben construir dicho registro, por ejemplo, quién debe facilitarles la información necesaria para ello, con qué periodicidad, qué sucede en caso de que el registro tenga incorrecciones achacables a la información facilitada por Iberclear o sus entidades participantes. Hay que tener en cuenta que el citado registro puede variar cada día, bastando para ello con que en una sesión se haya transmitido una acción que hubiera sido titularidad de un accionista por más de dos años. La norma debería contemplar la posibilidad de que dicho registro fuera llevado por un tercero, que fuera responsable del mismo. Lo que acabamos de decir es una prueba más de que si al final se incluyera en la Ley-en contra de lo que sostenemos- esta institución, sería esencial la adopción de un completo desarrollo reglamentario, previendo para aquella un periodo de “vacatio”, coincidente con el que para dicho desarrollo reglamentario se previese.

Finalmente, cabe señalar que, desde Emisores Españoles, se han consultado las políticas de algún proxy *advisor* y de varios de los principales inversores no residentes, siendo su posición en este tema contraria a la ruptura del principio “una acción-un voto”. Sería obviamente indeseable que el cambio normativo propugnado fuera “rechazado” por vía indirecta en nuestro país, al no aprobarse por la junta general de las sociedades cotizadas una modificación estatutaria, en tal sentido.

3. Política e informe de remuneraciones de los consejeros (Art 529 novodecies y 541 LSC).

Art 529 novodecies 5 LSC: Se ha mantenido la solución vigente (art 529 novodecies 4), de que, si la junta rechaza en votación consultiva el informe de remuneraciones de los consejeros, la sociedad solo puede aplicar la política vigente hasta la próxima

junta. Sin embargo, la Directiva -art 9 ter 4 -establece una solución algo diferente, ya que obliga a la sociedad a explicar en el siguiente informe “de qué manera se ha tenido en cuenta la votación de la junta general” y no obligando, por tanto, a anticipar la aprobación de una nueva política.

Se hace una transposición correcta de la Directiva (art 9bis), pero quizás demasiado literal. A modo de ejemplo, en el número 3, al regularse el contenido del informe, se habla de contratos con los administradores en general, debiéndose aclarar que se trata de los que tienen funciones ejecutivas (párrafo 6).

4. Prohibición de que sean consejeros las personas jurídicas (art.529 bis 1).

Creemos que la prohibición que se quiere establecer no está suficientemente justificada. La figura del consejero persona jurídica es legal, está muy consolidada en nuestro país y no ha generado especiales problemas.

Podría resultar comprensible en relación con los consejeros independientes, teniendo en cuenta la redacción del artículo 529 duodécies.4 de la LSC, pero el mantenimiento de la posibilidad es especialmente necesario cuando el consejero sea accionista (sobre todo, si tiene una participación significativa), permitiendo al “dominus” un especial control sobre el representante que designe.

Se pueden citar algunos problemas bastante evidentes que ocasionaría la prohibición aplicada a los consejeros dominicales. Así, por ejemplo, si un accionista significativo “designa” (propone el nombramiento) como consejero en la sociedad participada cotizada a un empleado suyo y, posteriormente, prescinde de sus servicios, ese consejero nombrado como persona física no tendría ninguna obligación de dimitir, y estaría impidiendo que participara en el Consejo de Administración a quien sí tendría derecho a formar parte del mismo. Por otra parte, es muy frecuente que la retribución como consejero la perciba la persona jurídica (accionista significativo) que luego decide si tiene que abonar lo mismo, u otra cantidad, a su representante en el Consejo. Si el consejero tiene que ser obligatoriamente una persona física, se puede estar interfiriendo en la relación entre el accionista -que debería ser consejero dominical- y su representante.

Por otra parte, la reforma de la LSC operada por la Ley 31/2014 salió al paso del principal riesgo advertido tradicionalmente, relativo a dificultar el ejercicio de acciones de responsabilidad contra el representante persona física, o que las personas designadas no fueran idóneas. Así, el art. 236.5 de la LSC establece claramente: “La persona física designada para el ejercicio permanente de las funciones propias del cargo de administrador persona jurídica deberá reunir los requisitos legales establecidos para los administradores, estará sometida a los mismos deberes y responderá solidariamente con la persona jurídica administrador”

En el mismo sentido, respecto de las sociedades cotizadas, el control sobre la idoneidad de los representantes se arbitra a través de la actuación de la Comisión de Nombres y Remuneraciones, puesto que el artículo 529 decies.7 de la LSC extiende la competencia de esta Comisión a los representantes personas físicas de los consejeros personas jurídicas. De esta forma, los accionistas, en el momento de la elección, cuentan con una información equivalente a la de la persona física administradora en nombre propio.

También cabe mencionar la posibilidad de que, en determinadas situaciones, resulta especialmente conveniente poder recurrir a personas jurídicas que presten servicios de administración (piénsese en situaciones concursales).

En todo caso, el mantenimiento de la figura debería ser compatible con la mejora de su regulación. El texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (“LMV”), desconoce totalmente esta institución y, por supuesto, no hay en el mismo ningún artículo equivalente al 236.5 LSC. En particular y, en aras de la seguridad jurídica, debería aclararse normativamente si la obligación que tienen los consejeros de comunicar toda operación que alcance determinado umbral (art 19.1 del Reglamento UE Nº 596/2014 sobre el abuso de mercado -“RAM”- y 230 LMV) o de abstenerse de operar en los 30 días previos a la publicación de la información financiera (art 19.11 RAM) afecta a las personas físicas que representan a los consejeros personas jurídicas. Por otra parte, en la definición de personal de alta dirección del art 3.25 RAM no aparece la figura.

5. Operaciones con partes vinculadas (Capítulo VII bis nuevo, art 529 ter 1 h) y art 529 quaterdecies 4 g) LSC)

1º Reflexiones generales sobre el régimen de operaciones vinculadas del Anteproyecto.

Nuestro objetivo en esta parte de las ALEGACIONES ha sido contribuir a perfeccionar el texto del Anteproyecto relativo al régimen de operaciones vinculadas. Por ello, recogemos propuestas que, a nuestro juicio, pueden mejorarlo técnicamente. No se trata de un comentario exhaustivo a todos y cada uno de los apartados de los nuevos arts. 529 vicies a 529 quaterdecies LSC. Nos hemos centrado únicamente en la elaboración de sugerencias técnicas en materias que consideramos relevantes.

Con carácter preliminar queremos destacar que, como ya expresamos en nuestra CPP, *“... se debería aprovechar la futura ley para regular de forma más completa y consistente el régimen de las operaciones vinculadas, no limitándose el texto únicamente a hacer una transposición mecánica de la Directiva y ceñir exclusivamente*

la innovación normativa a la necesaria cumplimentación de las discrecionalidades nacionales.

Las operaciones vinculadas están reguladas hoy en múltiples normas, pudiendo citar- sin ser ni mucho menos exhaustivos-: LSC arts. 228, 229, 260, 293, p.2, 529 ter, 529 quaterdecies y 540 4 c 7; LMV arts. 118.3 y 122; RD 1362/2007, art. 15.2 Orden EHA 3050/2004 y Circular 3/2018, de 28 de junio, de la CNMV que la desarrolla; e incluso en la Recomendación 6 del actual Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Es necesario una regulación que, partiendo de esta normativa y de las novedades de la Directiva (con o sin discrecionalidad nacional a cumplimentar), ofrezca un cuadro normativo equilibrado y armónico y, aunque las diferentes normas inciden en distintas dimensiones (aspectos sustantivos, controles, transparencia de las operaciones //normativa mercantil, mercado valores, contable), debería haber coherencia entre todas ellas.”

En el Anteproyecto claramente no se sigue el enfoque señalado y todavía menos se hace ningún intento para actualizar la regulación de los conflictos de interés, siendo en nuestro Derecho de Sociedades las operaciones vinculadas una manifestación de los mismos (art 229 LSC) o de avanzar en la regulación del llamado Derecho de Grupos, algo que también pedimos en su día.

No obstante lo anterior, en estas ALEGACIONES haremos todo lo posible por mejorar el texto preparado, sugiriendo una serie de modificaciones y -en la medida que pueda ser de utilidad- proponiendo redacciones alternativas al articulado.

Para facilitar su lectura, las líneas generales de las modificaciones que sugerimos son las siguientes:

- **Desde un punto de vista estrictamente formal:** deben corregirse algunos errores técnicos de redacción (básicamente remisiones cruzadas en el articulado) y aclarar algunos conceptos que sugieren dudas de interpretación. Por ejemplo, a qué tipo de balance (aprobado y/o auditado) o cuentas (individuales o consolidadas) hay que entender referidos los porcentajes y parámetros de referencia que determinan la sujeción al régimen de operaciones vinculadas.

Igualmente, en la parte referida al anuncio, el Anteproyecto debería recoger expresamente lo que prevé el propio art.9 quáter de la Directiva dedicado a estas operaciones: ”el presente artículo se entenderá sin perjuicio de las normas sobre difusión pública de la información privilegiada establecidas en el art 17 del Reglamento de Abuso de Mercado”, haciendo igualmente especial referencia a la normativa española y, en particular, al art 229 LMV, que trata del retraso en la difusión de la información privilegiada .

Asimismo, la difusión pública del valor de las operaciones puede suponer, si no se matiza convenientemente, la revelación de secretos comerciales o información sensible de cara a la competencia (costes, precios, etc.).

- Desde un punto de vista sustantivo, nuestra sugerencia de modificación pasa por tres objetivos fundamentales:
 - (i) **Dotar de mayor claridad y sistematicidad al régimen de las operaciones vinculadas y, en particular, a las definiciones legales de “parte vinculada” y operaciones vinculadas “significativas” o “importantes”.** A tal fin, nuestra propuesta es homogeneizar en el texto del Anteproyecto los porcentajes y parámetros de referencia que determinan la obligación de sujetar una operación vinculada al régimen de anuncio público y aprobación.
 - (ii) **Minimizar costes a las empresas españolas con ocasión de la incorporación de la Directiva.** En particular, aquellos costes vinculados a la obligación de elaborar un informe por “experto independiente” que acompañe al anuncio público de la operación. En nuestra opinión, sería suficiente un informe elaborado por la comisión de auditoría, el propio consejo u otra comisión delegada del consejo, en función del cual sea el órgano competente para la aprobación de la operación vinculada.
 - (iii) **Flexibilizar** algunos aspectos del régimen del Anteproyecto, en particular, los **supuestos de exención del régimen de vinculadas**, en línea con lo que permite la Directiva.

2º. Texto sugerido y justificación

2º.1 Definición de operaciones con partes vinculadas

TEXTO ANTEPROYECTO	TEXTO SUGERIDO
<p>Artículo 529 vicies. Definición de operaciones con partes vinculadas</p> <p><i>A efectos de lo establecido en esta Ley, se entenderán por operaciones con partes vinculadas las transacciones definidas como tales por las Normas Internacionales de Contabilidad, adoptadas de conformidad con el</i></p>	<p>Artículo 529 vicies. Definición de operaciones con partes vinculadas</p> <p><i>A efectos de lo establecido en esta Ley, se entenderán por operaciones con partes vinculadas las transacciones definidas como tales por las Normas Internacionales de Contabilidad, adoptadas de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del</i></p>

<p><i>Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad.</i></p>	<p><i>Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad.</i></p> <p><i>[NOTA: Valórese la conveniencia de completar este precepto a la luz de las reflexiones que incluimos a continuación.]</i></p>
--	---

Reflexión de carácter general:

La definición de parte vinculada de la Directiva, por remisión a la NIC 24, es una definición que podría calificarse como imperativa, por lo que, en principio, no podría ser modificada por los Estados miembros. No obstante, tenemos serias dudas sobre la conveniencia de mantener esta definición por remisión general. Creemos preferible, dentro del máximo respeto a la NIC 24, hacer una lista aclarando o concretando, a efectos societarios, qué debe entenderse por alguna de las personas vinculadas mencionadas en la NIC 24 (por ejemplo, “personal clave de dirección” o “plan de prestaciones post-empleo para los trabajadores”). En esta enumeración, deberían también contemplarse lo que la NIC denomina como “familiares próximos”, tratando de buscarse soluciones armónicas con las que la LSC prevé para supuestos similares (i.e. art 231 “personas vinculadas a los administradores”). Igualmente, debería recogerse el concepto tremendamente amplio de operación vinculada que allí se contempla (“toda transferencia de recursos, servicios u obligaciones”).

Asimismo, convendría evaluar si existe disparidad con el concepto de “parte vinculada” del Informe Financiero Anual y Semestral (Orden EHA /3050/2004 y Circular 3/2018 de la CNMV) e Informe Anual de Gobierno Corporativo.

En todo caso, debería incluirse una amplísima habilitación normativa en cascada que termine en la CNMV, para que se definan reglamentariamente múltiples temas (no solo lo relacionado con la definición de operaciones vinculadas) que el Anteproyecto solo menciona, pero que requieren muchísima mayor concreción.

2º.2 Publicación de información sobre operaciones con partes vinculadas

TEXTO ANTEPROYECTO	TEXTO SUGERIDO
--------------------	----------------

Artículo 529 unvicies. Publicación de información sobre operaciones con partes vinculadas.

1. Las sociedades deberán anunciar públicamente, a más tardar en el momento de su celebración, las operaciones con partes vinculadas que realice la sociedad cotizada o sociedades de su grupo y que sean igual o superen ~~alguno de los siguientes umbrales~~, ya sea consideradas de forma individual o de forma agregada cuando hubiesen sido realizadas con una misma parte vinculada en un periodo de doce meses o en el mismo ejercicio:

~~a) el 5 por ciento del valor del patrimonio neto que figure en el último balance individual o consolidado, de la sociedad; o~~

~~b) el 2,5 por ciento del importe anual de la cifra anual de negocios que se deduzcan, así mismo, de la cuenta de resultados individual o consolidada de la sociedad.~~

2. El anuncio deberá insertarse en un lugar fácilmente accesible de la página web de la sociedad y será comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores como otra información relevante de conformidad con el artículo 227 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

3. El anuncio deberá incluir, como mínimo, información sobre la naturaleza de la relación con la parte vinculada, el nombre de la parte vinculada, la fecha y el valor de la operación o, en su caso, las fechas y valores de las operaciones objeto de agregación, y aquella otra información necesaria para valorar si o estas son justas y razonables desde el

Artículo 529 unvicies. Publicación de información sobre operaciones con partes vinculadas.

1. Las sociedades cotizadas deberán anunciar públicamente, a más tardar en el momento de su celebración, las operaciones con partes vinculadas a la sociedad cotizada que realice la sociedad cotizada o sociedades de su grupo **cuyo importe sea igual o supere el [5] por ciento del valor de los activos que figure en el último balance consolidado aprobado por la junta general o, en caso de no formular cuentas consolidadas, el último balance individual aprobado por la junta general.**

2. El umbral del [5] por ciento habrá de computarse de forma agregada cuando las operaciones se hayan celebrado con una misma parte vinculada en cualquier periodo de doce meses o en el mismo ejercicio.

No obstante, si el anuncio diera lugar a difusión de información privilegiada, se estará en todo caso a lo dispuesto en el art 17.4 del Reglamento de Abuso de Mercado, así como en Título VII, Capítulo II de la Ley del Mercado de Valores.

El anuncio deberá insertarse en un lugar fácilmente accesible de la página web de la sociedad y será comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores como otra información relevante de conformidad con el artículo 227 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

El anuncio deberá incluir, como mínimo, información sobre la naturaleza de la relación con la parte vinculada, el nombre de la parte vinculada, la fecha y el valor de la operación, en la medida en que no se trate de información cuya divulgación

<p><i>punto de vista de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas; y en particular los minoritarios.</i></p> <p><i>4. El anuncio público deberá ir acompañado de un informe emitido por un tercero independiente que evalúe si la operación es justa y razonable desde el punto de vista de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios, y que explique los supuestos en que se basa junto con los métodos utilizados.</i></p>	<p><i>pueda lesionar los intereses legítimos de la sociedad (secretos comerciales o cualquier otra de naturaleza reservada) o, en su caso, las fechas y valores de las operaciones objeto de agregación, y aquella otra información necesaria para valorar si ésta o estas son justas y razonables desde el punto de vista de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas; y en particular los minoritarios.</i></p>
---	---

Justificación:

Son dos, fundamentalmente, las modificaciones que sugerimos introducir en el texto:

- (i) La primera tiene que ver con los **umbrales a partir de los cuales una operación debe considerarse significativa**, a los efectos de la obligación de anuncio público que exige la Directiva.

En la redacción actual del Anteproyecto se establecen umbrales distintos para aprobación (0,1%) y anuncio (2,5% y 5%) y, además, se utilizan parámetros distintos de referencia. En el régimen de aprobación, el art. 529 tervecies 1. LSC se refiere a los ingresos anuales de la sociedad. En el anuncio público regulado en este precepto, el 5% se refiere al patrimonio neto que figure en el último balance y el 2,5% se refiere al importe anual de la cifra anual de negocios.

Sugerimos homogeneizar los porcentajes y parámetros de referencia para la obligación de anuncio y aprobación, tal como ya defendíamos en nuestra CPP. Nuestra propuesta es que el umbral de operación significativa, a efectos de anuncio y aprobación, se fije a partir del [5%] del valor de los activos de la sociedad. La referencia al valor de los activos de la sociedad como parámetro es coherente con la sistemática seguida en otros preceptos de la LSC relativos a operaciones vinculadas. Tal es el caso del art. 230.2 LSC (referido a la dispensa de la junta de transacciones realizadas con el administrador que superen el diez por ciento de los activos sociales) y el del art. 160 f) LSC (que presume el carácter esencial del activo cuando el importe de la operación

supere el 25% del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado).

Sugerimos también una mejora en la redacción del texto legal que aclare que el tipo de balance al que debe referirse el umbral a partir del cual se fija la obligación de comunicación es el balance consolidado. Con la redacción actual no queda claro si una entidad que formula cuentas consolidadas estaría obligada a comunicar si supera el umbral en sus cuentas individuales. En este sentido, nos parece más convincente identificar operaciones significativas sobre la base de las cuentas anuales consolidadas.

Puede suceder que una operación vinculada resulte significativa para una de las partes intervinientes en atención a los umbrales, pero no tenga dicha consideración respecto de la otra o respecto al grupo. En sociedades cotizadas, la referencia del inversor para valorar la marcha de la compañía y tomar sus decisiones de inversor es siempre el resultado consolidado del grupo, por lo que bajo nuestro punto de vista tiene todo el sentido que deba atenderse a datos consolidados del grupo para decidir si una operación es o no significativa.

Surgen también dudas en torno a si debe tenerse en cuenta el último balance formulado por el consejo de administración, el último balance auditado o el último aprobado por la junta general de accionistas. Cabría plantear incluso la utilización del balance semestral remitido al mercado.

Parece razonable la utilización del criterio del último balance anual aprobado, de forma coherente con la propia Ley de Sociedades de Capital en otros ámbitos, como el de las operaciones con activos esenciales previstas en el artículo 160.

- (ii) En relación con el **informe de un “tercero independiente”**, la Directiva establece la obligación de anunciar públicamente las operaciones vinculadas significativas, pero no establece como preceptivo acompañarlo de una *fairness opinion*. La Directiva admite, además, que ese informe sea elaborado por un tercero independiente, por el órgano de administración o por el comité de auditoría u otro comité que se componga en su mayoría de consejeros independientes (apartado 3 del artículo 9 quater).

A los efectos de mitigar costes innecesarios a las empresas españolas, sugerimos eliminar la obligación de su formulación por un tercero independiente, siendo suficiente un informe realizado por la comisión de auditoría (o por cualquier comisión del consejo que tenga una mayoría de

consejeros independientes tal y como permite la Directiva y el actual art. 529 quaterdecies LSC). Precisamente una de las finalidades del Anteproyecto es la reducción de cargas administrativas, como se desprende de la pretendida eliminación de los estados financieros trimestrales.

Considerando la configuración legal de las Comisiones de Auditoría de los emisores españoles como órganos especializados de apoyo y asesoramiento al consejo de administración, parece razonable que dicho órgano pueda emitir el informe que evalúe si la operación es justa y razonable. Téngase en cuenta que estas comisiones cuentan con una mayoría de consejeros independientes y su composición una cualificación de sus miembros, significativamente en materia de contabilidad y auditoría han de ser adecuadas.

Tanto es así, que el apartado 3 de la letra g) del artículo 529 quaterdecies LSC, a la hora de detallar las funciones de la comisión de auditoría, establece, entre ellas, la de “informar con carácter previo, al consejo de administración sobre (...) las operaciones con partes vinculadas”.

Además, se considera una buena práctica de las sociedades cotizadas que la comisión de auditoría disponga de autonomía para contratar los asesores que estime oportunos, en el desempeño de sus funciones.

La LSC contempla también la posibilidad de que las funciones de la comisión de auditoría, en materia de operaciones vinculadas, se desarrollen por otra comisión que cumpla los mismos requisitos de independencia y siempre que esté compuesta por consejeros no ejecutivos y, al menos, dos independientes, de los que uno deberá ser el presidente.

Por todo lo anterior, la Comisión de Auditoría u otra compuesta por una mayoría de consejeros independientes, conforme al apartado 3 del artículo 9 quater de la Directiva, podría asumir el informe sobre las operaciones vinculadas, sin merma de rigor e independencia y con plena responsabilidad. En este punto hay que tener en cuenta que el Anteproyecto en sus nuevos arts 529 ter.1 h) y 529 quaterdecies.4 g) habla solo de comisión de auditoría y no de una comisión compuesta por mayoría de independientes, preceptos que habría que cambiar si se atiende nuestra petición.

De otro modo, el coste de implementar esta medida podría ser muy significativo y gravar la competitividad de las empresas españolas con respecto a sociedades de otros países, donde el requisito de informe externo no exista. Téngase en cuenta que la cuestión no es baladí y en grupos internacionales las operaciones vinculadas pueden ser muy numerosas y relevantes en importe. Tampoco debe

olvidarse la protección del inversor que, en este ámbito, supone la normativa fiscal relativa a precios de transferencia, que exigen valorar a precio de mercado las operaciones vinculadas entre empresas, que impone detalladas obligaciones de documentación y valoración a las empresas y que, por tanto, justifica poder prescindir del informe de experto sin un detrimento de la protección del interés del inversor.

En todo caso, si se mantiene la obligación de un informe por experto independiente, habría que aclarar si debe o no ser nombrado por el Registrador Mercantil y, en caso de que ello no fuera necesario, determinar quiénes deben considerarse terceros independientes, a los efectos de la elaboración del informe.

- (iii) Finalmente, no obligando la Directiva a que el anuncio vaya acompañado del informe, nos ratificamos en lo que dijimos en nuestra CPP, de que siendo el anuncio una novedad en España el exigir que el mismo acompañe al anuncio puede constituir una obligación excesivamente gravosa para los emisores. El informe si debe preceder a la aprobación de la operación por la junta o el consejo. Al no acompañar al anuncio creemos mejor que este informe se regule en el artículo 529 duovicies siguiente.

2º. 3 Aprobación de las operaciones con partes vinculadas

TEXTO ANTEPROYECTO	TEXTO SUGERIDO
<p>Artículo 529 duovicies. Aprobación de las operaciones con partes vinculadas por el consejo o la junta</p> <p>1. La junta general de accionistas deberá aprobar las operaciones con partes vinculadas en los supuestos en los que la Ley reserve dicha aprobación a su competencia y, en especial, en los supuestos previstos en los artículos 160, 230.2 y 511 bis. El socio que tenga la consideración de parte vinculada no podrá ejercitar el derecho de voto en la junta de accionistas, salvo que la operación hubiese sido aprobada por la mayoría de los consejeros independientes.</p> <p>2. Las operaciones con partes vinculadas cuya aprobación no esté</p>	<p>Artículo 529 duovicies. Aprobación de las operaciones con partes vinculadas por el consejo o la junta</p> <p>1. La junta general de accionistas deberá aprobar las operaciones con partes vinculadas en los supuestos en los que la Ley reserve dicha aprobación a su competencia y, en especial, en los supuestos previstos en los artículos 160, 230.2 y 511 bis. El socio que tenga la consideración de parte vinculada no podrá ejercitar el derecho de voto en la junta de accionistas, salvo que la operación hubiese sido aprobada por la mayoría de los consejeros independientes.</p>

reservada legalmente a la junta general deberán ser aprobadas por el consejo de administración, previo informe no vinculante de la comisión de auditoría, ~~que dispondrá del informe previsto en el apartado 1 antes de emitir el suyo.~~ El consejero afectado deberá abstenerse de participar en la deliberación y votación del acuerdo de conformidad con el artículo 228.c).

~~3. Las propuestas de acuerdo deberán ir acompañadas del informe al que se refiere el artículo 529 unvíces 4.~~

2. Las operaciones con partes vinculadas cuya aprobación no esté reservada legalmente a la junta general deberán ser aprobadas por el consejo de administración siempre que su importe sea igual o supere el [5] por ciento del valor de los activos que figure en el último balance consolidado aprobado por la junta general o, en caso de no formular cuentas consolidadas, el último balance individual aprobado por la junta general. El consejero afectado deberá abstenerse de participar en la deliberación y votación del acuerdo de conformidad con el artículo 228.c).

3. Las propuestas de acuerdo tanto del consejo como de la junta deberán ser acompañadas de un informe emitido por la Comisión de Auditoría u otra comisión del consejo de administración, compuesta únicamente por consejeros no ejecutivos, la mayoría de los cuales tendrían que ser independientes, que evalúe si la operación es justa y razonable, desde el punto de vista de la sociedad y los accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios, y que explique los supuestos en que se basa, junto con los métodos utilizados.

Justificación:

El precepto realiza una distribución de competencias entre la junta y el consejo para la aprobación de operaciones vinculadas, de conformidad con la prevista en el régimen general.

Para las operaciones aprobadas por el consejo, establece la obligatoriedad de dos informes previos: (i) un informe no vinculante de la comisión de auditoría y (ii) el “informe previsto en el apartado 1 antes de emitir el suyo”. En relación a este último existe un **error de redacción**, porque el apartado 1 del art. 529 duoveces LSC, al que se hace referencia en el apartado 2, no prevé informe alguno. Debe pues corregirse esta redacción.

Imaginamos que se refiere al informe del tercero independiente del art. 529 unvicies LSC. En el Anteproyecto, la obligación de elaborar este informe de experto está prevista únicamente para operaciones vinculadas “significativas” (aquellas que superen los umbrales del art. 529 unvicies LSC). Si entendemos que la remisión del apartado 2 se refiere a este informe, nos encontraríamos con la paradoja de que todas las operaciones aprobadas por el consejo que superasen el 0,1% de los ingresos (*ex art. 529 unvicies LSC*) deberían acompañarse de dos informes (el del tercero independiente y el de la comisión de auditoría). Con ello, además de elevar de forma innecesaria los costes derivados del anuncio, se acabaría extendiendo la regla de las “operaciones significativas” a cualquier operación vinculada que superase el 0,1%.

Como sosteníamos en la CPP, creemos que lo más apropiado es establecer un concepto **unitario** de operación “material” o “significativa”, tanto a los efectos de anuncio como de aprobación, y que el umbral debería ser del 5% de los activos. El informe, con el alcance señalado, no tiene por qué adjuntarse al anuncio de la operación, pero si preceder a la aprobación de la misma, en cualquier caso.

Por otra parte, también queremos hacer notar que no es posible obviar el régimen especialmente gravoso que para las entidades supondría tener que aprobar, de manera individual, operaciones que, en realidad, son de tracto sucesivo o que se realizan en idénticos o muy parecidos términos y condiciones (lo que podríamos llamar “operaciones vinculadas de una misma categoría”), que no revisten una naturaleza especial que las ya ejecutadas y cuya aprobación individualizada no refuerza los derechos de los accionistas minoritarios, pero, sin embargo, puede generar cargas administrativas sustanciales y, en definitiva, pérdida de competitividad de las entidades españolas.

Respecto de la protección de los accionistas, téngase en cuenta que la aprobación marco de las condiciones de las operaciones por parte del consejo de administración o la junta general vendría precedida del correspondiente informe de la Comisión de Auditoría (o comisión equivalente, en los términos referidos anteriormente) que debería pronunciarse sobre la justicia y razonabilidad de dichas condiciones base, para la posterior ejecución de las distintas operaciones, por lo que no perjudicaría las salvaguardas previstas para la protección de los accionistas minoritarios.

Como cautela adicional, la facultad de concluir operaciones al amparo de la autorización previamente acordada por el consejo de administración podría limitarse temporalmente a un período de doce meses, pese a que los términos y condiciones de las sucesivas operaciones que tuvieran lugar una vez transcurrido dicho plazo permanecieran inalteradas. En buena lógica, si las condiciones de las operaciones se alejaran de lo establecido en la aprobación marco, se requeriría nuevo acuerdo por parte del consejo de administración.

Estas ideas no las hemos llegado a plasmar como posibles modificaciones legales ,pero creemos son buenas sugerencias a tener en cuenta.

2º. 4 Exenciones al régimen de vinculadas

TEXTO ANTEPROYECTO	TEXTO SUGERIDO
<p>Artículo 529 tervicies. Régimen especial de determinadas operaciones con partes vinculadas.</p> <p>1. Salvo disposición estatutaria en contrario, lo dispuesto en los artículos 529 unvicies y 529 duovicies no será de aplicación a las operaciones con partes vinculadas que reúnan simultáneamente las tres características siguientes:</p> <p>a) que se realicen en virtud de contratos cuyas condiciones estén estandarizadas y se apliquen en masa a un elevado número de clientes,</p> <p>b) que se realicen a precios o tarifas establecidos con carácter general por quien actúe como suministrador del bien o servicio de que se trate, y</p> <p>c) que su valor no supere el 0,1 por ciento de los ingresos anuales de la sociedad. La aprobación de estas operaciones podrá corresponder a otros órganos o personas distintas de la junta o del consejo de administración que dispongan de poder de representación suficiente. El consejo deberá implantar un procedimiento interno para la evaluación periódica del cumplimiento de estos requisitos, en la que no participarán las partes vinculadas.</p> <p>2. Salvo disposición estatutaria en contrario, lo dispuesto en el artículo 529 duovicies no será de aplicación a las siguientes operaciones con partes vinculadas, y su aprobación podrá corresponder a otros órganos o personas</p>	<p>Artículo 529 tervicies. Régimen especial de determinadas operaciones con partes vinculadas</p> <p>1. Salvo disposición estatutaria en contrario, lo dispuesto en los artículos 529 unvicies y 529 duovicies no será de aplicación a las operaciones con partes vinculadas celebradas en el curso ordinario de la actividad empresarial y concluidas en condiciones normales del mercado.</p> <p>La aprobación o el conocimiento de estas operaciones podrá corresponder a otros órganos o personas distintas de la junta o del consejo de administración. El consejo deberá implantar un procedimiento interno para la evaluación periódica del cumplimiento de estos requisitos, en la que no participarán las partes vinculadas.</p> <p>2. Salvo disposición estatutaria en contrario, lo dispuesto en los artículos 529 unvicies y 529 duovicies no será de aplicación a las siguientes operaciones con partes vinculadas y su aprobación podrá corresponder a otros órganos o personas distintas de la junta o del consejo de Administración, que dispongan de poder de representación suficiente:</p> <p>a) las operaciones celebradas entre la sociedad cotizada y sus filiales que sean íntegramente de su propiedad;</p> <p>b) las operaciones celebradas entre la sociedad cotizada y sus filiales, en que ninguna otra parte vinculada de la sociedad cotizada tenga intereses en la empresa filial;</p>

distintas de la junta o del consejo de administración que dispongan de poder de representación suficiente:

a) las operaciones entre la sociedad y otras entidades que formen parte del mismo grupo, siempre que se realicen dentro de la gestión ordinaria y se lleven a cabo en condiciones normales de mercado. En este caso el consejo deberá establecer un mecanismo de información y control periódicos en relación con estas operaciones, sobre las que en todo caso deberá ser informada la comisión de auditoría.

~~b) las operaciones celebradas entre la sociedad y sus filiales, siempre que estas estén íntegramente participadas,~~

~~c) las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles sujetas a la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles,~~

~~d) las operaciones relativas a la remuneración de los administradores, o a determinados componentes de esta, abonada o por abonar; y~~

~~e) las operaciones celebradas por entidades de crédito basándose en medidas destinadas a la salvaguardia de su estabilidad, adoptadas por la autoridad competente responsable de la supervisión prudencial en el sentido del Derecho de la Unión Europea.~~

~~3. Las operaciones con partes vinculadas que se hayan celebrado con una misma parte vinculada en cualquier período de doce meses o en el mismo ejercicio se agregarán a efectos de determinar el valor total de las operaciones. En el supuesto de que estas operaciones con una misma parte vinculada superen~~

c) las operaciones celebradas entre la sociedad cotizada y sus filiales, en que el Derecho español prevea una protección adecuada de los intereses de la sociedad cotizada, de la filial y de sus accionistas, que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios, en dichas operaciones;

d) tipos claramente definidos de operaciones vinculadas para las que el Derecho español exige la aprobación de la junta general, siempre que dicha normativa aborde de manera concreta y ampare adecuadamente el trato justo a todos los accionistas y los intereses de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas

e) las operaciones relativas a la remuneración de los administradores, o a determinados componentes de esta, abonada o por abonar; y

f) las operaciones celebradas por entidades de crédito basándose en medidas destinadas a la salvaguardia de su estabilidad, adoptadas por la autoridad competente responsable de la supervisión prudencial en el sentido del Derecho de la Unión Europea.

g) las operaciones ofrecidas en las mismas condiciones a todos los accionistas en las que queden garantizadas la igualdad de trato a estos y la protección de los intereses de la sociedad.

~~conjuntamente alguno de los umbrales previstos en el apartado 1 o en los artículos en 160 y 511 bis, les serán de aplicación a todas las operaciones con dicha parte vinculada agregadas los requisitos legales que correspondan en función de su cuantía~~

Justificación:

El precepto establece un régimen de exenciones al régimen de operaciones vinculadas.

- Apartado 1 del Anteproyecto y del texto sugerido: operaciones vinculadas ordinarias y “no significativas”. En la exención del Anteproyecto y del texto sugerido, el régimen de anuncio y aprobación se prevé en términos más exigentes que la Directiva y que el actual art. 529 ter h) LSC. La Directiva permite en el apartado 5 de su art. 9 quater excepcionar del régimen de vinculadas las operaciones celebradas en el curso ordinario de la actividad empresarial y concluidas en condiciones normales de mercado, **sin fijar umbral cuantitativo alguno**. En el actual art. 529 ter h) LSC para que queden exentas es necesario, además, que no superen el 1% de los ingresos anuales. El Anteproyecto reduce este porcentaje del 1% al 0,1%. En nuestra opinión, sería deseable que nuestro ordenamiento se acogiera sin excepciones a la flexibilidad que permite la Directiva dispensando del régimen de operaciones vinculadas a todas las *celebradas en el curso ordinario de la actividad empresarial y concluidas en condiciones normales del mercado*. Puede haber contratos no estandarizados ni sujetos a un régimen de tarifa y, sin embargo, claramente integrados en la actividad empresarial ordinaria de la sociedad y celebrados en condiciones normales de mercado, pudiendo además ser de un importe muy superior al mencionado 0´1%.

Las tres características exigidas por el artículo son muy restrictivas y aplican a un número muy pequeño de actividades o sectores, sobre todo regulados, donde la contratación masiva en base a condiciones de adhesión estandarizadas es una opción. La excepción prevista en la Directiva y recogida por legislaciones tan avanzadas en materia de gobierno corporativo como Reino Unido es esencial para no perjudicar la competitividad y eficiencia de las empresas. Téngase en cuenta que las sociedades cotizadas operan, en general, en mercados muy dinámicos, de alta competencia y presión en precios y en donde las decisiones de negocio deber tomarse, por exigencia del mercado y de los clientes, con

mucha agilidad. Gravar las operaciones del curso ordinario de la actividad empresarial con requisitos especiales de aprobación (incluso de la junta general) y publicidad puede penalizar la competitividad y agilidad en la toma de decisiones de las empresas españolas con respecto a las de otros países que, conforme dispone la Directiva, recojan esta excepción, mermando así el éxito comercial de las compañías españolas que, en ningún caso, entendemos es la finalidad pretendida por el Anteproyecto.

Estas operaciones normalmente no estarán sujetas a una aprobación formal, bastando con que la sociedad conozca las mismas y siendo de gran importancia el procedimiento de evaluación que se adopte.

- Apartado 2 del Anteproyecto y del texto sugerido: las que denominaremos “operaciones vinculadas especiales”, que en el Anteproyecto quedan eximidas del régimen de aprobación, que no de anuncio público.

En línea con lo que permite la Directiva en el apartado 6 de su art. 9 quater, sugerimos que queden exentas del régimen de vinculadas (tanto de anuncio como de aprobación), todas las operaciones allí citadas. Esta fue la postura que ya defendimos en la CPP y a la argumentación allí expuesta nos remitimos, sin perjuicio de que a continuación desarrollemos algún extremo.

El régimen de publicación y aprobación aplicable a operaciones entre la sociedad y sus filiales íntegramente participadas (letra (a) del apartado 2 del texto sugerido) carece de total sentido dado que no puede existir conflicto de interés alguno que deba ser comunicado o dispensado por el órgano de administración. Es más, el único posible conflicto (no de interés) es el fiscal, y éste queda superado con la aplicación de políticas sobre precios de transferencia.

Respecto al régimen de publicación y aprobación aplicable a operaciones entre la sociedad y sociedades que formen parte del mismo grupo (letras b y c del apartado 2 del texto sugerido) carece de total sentido en los supuestos en los que no exista conflicto real entre los intereses de la sociedad cotizada y el resto de accionistas/socios de la sociedad del grupo en cuestión. Ambos regímenes no deberían ser aplicables por tanto, y la Directiva hace hincapié en ello, siempre y cuando se proteja el derecho de los accionistas/socios minoritarios en el capital de la sociedad del grupo en cuestión. Adicionalmente carece de sentido publicar operaciones que, tal y como señala la normativa contable, se eliminan en el proceso de elaboración de los estados financieros consolidados del grupo. Lo contrario implicaría comunicar transacciones de forma regular y que no aparecen en la información financiera consolidada.

- Apartado 3 del Anteproyecto. Entendemos que su primer inciso está mal ubicado en este artículo dedicado a operaciones vinculadas especiales. La norma se refiere a la regla del cómputo agregado del art. 9 quater 8 de la Directiva. En la medida que se trata de una norma de obligada transposición y de carácter general no tiene sentido ubicarla en un artículo dedicado a regular operaciones vinculadas de carácter especial. Lo apropiado sería incluirla en un artículo independiente como regla que afecta, tanto a efectos del régimen de aprobación de operaciones vinculadas, como al régimen de comunicación pública. Sugerimos incluirla como nueva regla del art. 529 quaterveces LSC (véase apartado siguiente 2.6).

Por otra parte, el periodo cumulativo de 12 meses debería corresponder a los 12 meses de un mismo ejercicio. Esto facilitaría llevar un control interno de la cuantía de las operaciones y casaría con la información publicada en el Informe Financiero Anual.

Respecto del segundo inciso del apartado 3 no acertamos a comprender su significado y solicitamos una aclaración legal.

2º. 5 Operaciones celebradas entre las partes vinculadas de la sociedad y sus filiales

TEXTO ANTEPROYECTO	TEXTO SUGERIDO
<p><i>Artículo 529 quaterveces. Operaciones celebradas entre las partes vinculadas de la sociedad y sus filiales.</i></p> <p><i>La sociedad publicará conforme al artículo 529 unicies la información relativa a las operaciones que celebren las partes vinculadas de la sociedad cotizada con las filiales de esta, a excepción de aquellas operaciones que cumplan las tres características previstas en el artículo 529 tervicies.1. b).</i></p>	<p><i>Supresión del actual contenido del artículo y sustitución por el texto sugerido en el apartado 2.6 siguiente.</i></p>

Justificación

No se entiende el contenido de este precepto ni las remisiones que realiza. Proponemos su supresión.

2º. 6 Regla del cómputo agregado

TEXTO ANTEPROYECTO	TEXTO SUGERIDO
<p>Artículo 529 quatercices. Operaciones celebradas entre las partes vinculadas de la sociedad y sus filiales.</p> <p>La sociedad publicará conforme al artículo 529 unvicies la información relativa a las operaciones que celebren las partes vinculadas de la sociedad cotizada con las filiales de esta, a excepción de aquellas operaciones que cumplan las tres características previstas en el artículo 529 tercices.1. b).</p>	<p>Artículo 529 quatercices. Regla del cómputo agregado</p> <p>Las operaciones con partes vinculadas que se hayan celebrado con una misma parte vinculada en cualquier período de doce meses o en el mismo ejercicio se agregarán a efectos de determinar el valor total de las operaciones. Esta regla resulta aplicable, tanto a los efectos del régimen de aprobación como al de obligación de información pública de las operaciones vinculadas.</p>

Justificación:

En la regulación del Anteproyecto no existe un artículo independiente que recoja la norma del cómputo agregado, de obligada transposición por la Directiva. En la medida que es una regla que, afecta tanto al régimen de aprobación como a la obligación de comunicación, sugerimos añadir un artículo independiente que recoja esta norma aplicable a todas las operaciones vinculadas.

III. OTRAS CUESTIONES.

1º Asesores de Voto. Nuevo Capítulo X en el Título IV LMV.

En nuestra CPP, pedíamos una regulación relativamente amplia de los asesores de voto que:

- Favoreciera la necesidad de que aprueben, en todo caso, un código de conducta (*art. 3 undecies de la Directiva*) dificultando la utilización de la posibilidad alternativa de una explicación motivada de no tenerlo.
- Regulara con relativo detalle el régimen de conflictos de interés e incompatibilidades, refiriéndolo no solo a sus clientes (inversores), sino también y muy especialmente a las sociedades a las que se refieren sus informes.

- Se crease un registro de asesores y se previeran unos requisitos mínimos para inscribirse en él (sin perjuicio de que lo ideal sería que existiese a nivel europeo).

Sin embargo, ninguna de estas peticiones se ha atendido limitándose el Anteproyecto a hacer una transposición muy mecánica de la Directiva.

El Anteproyecto, además, regula de forma totalmente equivocada el ámbito de aplicación de la futura normativa (art.137 bis 1 LMV), ya que lo restringe a los supuestos de asesores domiciliados o establecidos en España, cuando la inmensa mayoría no lo están, escapando por tanto a sus previsiones normativas y al control de la CNMV. La Directiva, en su art.1.6 C), establece una solución diferente fijando el punto de conexión en el domicilio del emisor y en el mercado donde estén admitidas a negociación sus acciones, solución que claramente debiera acogerse.

2º Derogación art. 125.5 de la Ley del Mercado de Valores.

Aunque esperemos tenga una solución legislativa antes de aprobarse esta ley, queremos recordar la imperiosa necesidad de derogar el art. 125. 5 LMV que obliga a los consejeros a comunicar **cualquier** transacción con acciones, en contra del art 19 del Reglamento de Abuso de Mercado y del art 230.1 del propio TR LSC.

IV DISPOSICIÓN TRANSITORIA

En primer lugar, no tiene sentido calificarla de “**primera**” cuando es “**única**” (podría también escindirse en “tres” disposiciones).

En relación con la política de remuneraciones (nuevos contenidos del art 529 novodecies del LSC), debería permitirse que siguiera siendo aplicable la vigente, hasta que se cumpla el periodo de tres años desde su aprobación. La solución del Anteproyecto obliga a la sustitución de una política, que puede haberse aprobado hace sólo un año, no debiendo olvidarse de que la LSC ya contiene una regulación muy completa y exigente de esta materia.

Queremos también recordar que todas las modificaciones introducidas en la LSC referentes a la identificación de accionistas, transmisión de información y facilitación del ejercicio de sus derechos deberían tener de alguna forma en cuenta la fecha del 3 de septiembre de 2020, fecha a partir de la cual resulta de aplicación el Reglamento de Ejecución (UE) 2018/212 de la Comisión.

V DISPOSICIÓN FINAL. ENTRADA EN VIGOR.

La Ley debería prever un periodo de “**vacatio legis**” relativamente amplio (tres meses, por lo menos), dado el enorme impacto que sus previsiones van a tener, no solo en los

emisores, sino también en otros muchos sujetos de la actividad económica y financiera, algo que sostenemos sin olvidar que, gran parte de sus contenidos, incorporan una Directiva con un plazo de transposición ya vencido.

Emisores Españoles, 13 de junio de 2019