

ARTÍCULOS

LA NUEVA REGULACIÓN SOBRE COMUNICACIÓN DE OPERACIONES VINCULADAS EN DERECHO ESPAÑOL

CARLOS PAREDES Y ANTONIO VILLACAMPA
Abogados ()*

1 · PLANTEAMIENTO

El objeto de este artículo es analizar la reciente normativa sobre comunicación de operaciones entre partes vinculadas y, en particular, la Orden EHA/3050/2004, de 15 de septiembre, sobre la información de las operaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales (a la que nos referiremos en adelante como la “Orden de Operaciones Vinculadas” o la “Orden”). Asimismo, consideraremos, cuando resulte procedente y en la medida en que configura el desarrollo normativo de la Orden de Operaciones Vinculadas, la reciente Circular 1/2005, de 1 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores (la “Circular” o la “Circular 1/2005”).

La problemática de las operaciones vinculadas, tradicionalmente reclusa en la esfera tributaria¹, se ha

extendido recientemente al ámbito del mercado de valores. Mediante varias modificaciones normativas acometidas en los últimos años, la regulación de este mercado ha establecido un sistema merced al cual las operaciones entre partes vinculadas que realicen sociedades con valores negociados en mercados oficiales deben ser objeto de información pública. Habida cuenta de las cautelas adicionales que deben aplicarse en relación con este tipo de operaciones, esta obligación de informar se configura así como una necesidad del sistema de supervisión del gobierno de las sociedades cotizadas.

En efecto, si bien no puede descartarse de antemano su justificación por motivos empresariales (tén-gase en cuenta, además, que los “costes de transacción” con partes vinculadas resultan con frecuencia más bajos), es también cierto que a través de operaciones entre partes vinculadas podrían sustraerse recursos de la sociedad hacia sus accionistas, administradores o directivos en condiciones favorables o ventajosas respecto de terceras partes, lo que puede redundar en perjuicio de la propia sociedad o de los accionistas no participantes en la operación. A nadie se le escapa el estrecho nexo de unión entre las operaciones vinculadas y los deberes de lealtad de los administradores, especialmente en lo referente a la gestión de los conflictos de interés y el aprovechamiento de oportunidades de negocio. En este

* Del Departamento de Derecho Mercantil de Uría & Menéndez (Madrid y Lisboa).

¹ Actualmente, el art. 16 del Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la

Ley del Impuesto sobre Sociedades, establece el principio de que la Administración tributaria pueda valorar por su valor de mercado las operaciones realizadas entre partes vinculadas cuando de la valoración convenida entre esas partes vinculadas resulte una tributación menor que la que correspondería a valores de mercado o un diferimiento de impuestos. El mismo Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades establece en ese art. 16 hasta trece supuestos de vinculación entre partes.

contexto, la obligación de comunicar las operaciones vinculadas servirá a la doble finalidad de prevenir o desincentivar la realización de operaciones en perjuicio de la sociedad o de alguno de sus accionistas (la publicidad puede en determinados casos hacer fracasar la operación) y, por otra parte, permitirá que los accionistas puedan conocer esas operaciones y, en su caso, perseguirlas acudiendo, normalmente, a los cauces previstos para la exigencia de responsabilidad a los administradores.

Finalmente, dejando atrás las previsiones de exigencia de responsabilidades, la comunicación al mercado de las operaciones realizadas con partes vinculadas permitirá que ese mercado y, especialmente, los inversores experimentados y los analistas, puedan calibrar con mayor precisión hasta qué punto una sociedad está rentabilizando adecuadamente su negocio o soporta el lastre de las transacciones con accionistas y otras partes vinculadas, penalizando o premiando en el valor en bolsa de la compañía el resultado de la gestión de esas operaciones vinculadas.

2 · TRES NIVELES DE INFORMACIÓN SOBRE OPERACIONES VINCULADAS

De conformidad con las modificaciones realizadas en la Ley del Mercado de Valores (artículos 114.2 y 116 introducidos por la Ley 26/2003, de 17 de julio—la denominada “Ley de Transparencia”—² y artículo 35, introducido por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero —la denominada “Ley Financiera”), las sociedades cotizadas deben ofrecer información sobre operaciones realizadas con partes vinculadas en tres documentos de naturaleza diferente: la memoria anual (sólo sociedades cotizadas), el Informe Anual de Gobierno Corporativo (“IAGC”) y las informaciones semestrales.

(i) Conforme al artículo 114.2 de la Ley del Mercado de Valores, en la memoria de las sociedades cotizadas se deberá informar sobre las operaciones de los administradores, o persona

que actúe por cuenta de éstos, realizadas durante el ejercicio social al que se refieren las cuentas anuales con la citada sociedad cotizada o con una sociedad del mismo grupo, cuando esas operaciones sean ajenas al tráfico ordinario de la sociedad o no se realicen en condiciones normales de mercado.

(ii) La Ley de Transparencia también consagró positivamente la obligación de las sociedades cotizadas y otras entidades con valores admitidos a negociación en mercado secundario de elaborar con periodicidad anual el IAGC. En concreto, el nuevo artículo 116 de la Ley del Mercado de Valores establece el contenido mínimo del IAGC para sociedades cotizadas. Éste incluye una descripción de las “operaciones vinculadas de la sociedad con sus accionistas y sus administradores y cargos directivos y operaciones intragrupo”.

(iii) Por último, la Ley Financiera, mediante la redacción de un nuevo artículo 35 de la Ley del Mercado de Valores, impuso a las sociedades que tengan emitidos valores cotizados la obligación de informar semestralmente acerca de las operaciones realizadas con partes vinculadas, ya sea agregadamente o con carácter individual. Esta obligación estaba no obstante supeditada a un ulterior desarrollo reglamentario, que ha llegado mediante la Orden de Operaciones Vinculadas y la Circular.

Asimismo, no debe olvidarse que, según lo establecido en el Reglamento 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de julio de 2002, las entidades con valores admitidos a negociación en un mercado regulado deberán elaborar sus cuentas anuales consolidadas de acuerdo con las normas internacionales de información financiera (“NIIF” o “NIC”). Y a este respecto, las NIC números 24 y 28 (así como, en su ámbito de aplicación, la Circular 4/2004 del Banco de España) establecen detalladas previsiones en relación con la información y nivel de desglose en las cuentas consolidadas de las operaciones realizadas con partes vinculadas.

En los tres casos referidos, el volumen y tipología de la información a suministrar son distintos. Con carácter general, puede afirmarse que la memoria de las cuentas consolidadas y las informaciones semestrales proporcionarán un elevado grado de detalle en relación con las operaciones vinculadas, mientras que la información a consignar en el IAGC será un resumen de la que se haya incluido en las comunicaciones semestrales. En relación con ello y

² Desarrollando en materia de gobierno corporativo la Ley de Transparencia, se publicaron la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades y, posteriormente, la Circular 1/2004, de 17 de marzo, por la que la CNMV estableció el formato y contenidos específicos de los informes de gobierno corporativo que deben elaborar anualmente las sociedades cotizadas y otras entidades emisoras distintas de cajas de ahorros.

aunque las previsiones normativas no son enteramente coincidentes en unos y otros casos, sería ciertamente deseable, en aras de la claridad, que la información que se haga pública en los estados financieros anuales conforme a la NIC 24 resulte, en la medida de lo posible, equivalente o similar a la que reflejen las comunicaciones semestrales o el informe anual de gobierno corporativo, evitándose de este modo contradicciones.

De cualquier modo, interesa destacar que la normativa española ha configurado un sistema de mera comunicación a posteriori. Como se comprenderá, no es el único posible. En efecto, incluso respetando un criterio general de comunicación a posteriori, una opción de política legislativa podría haber sido la previsión de una comunicación anticipada en supuestos u operaciones especialmente significativas o la necesidad de previa aprobación por parte de los accionistas de la sociedad. En el Reino Unido, por ejemplo, el *Chapter 11* de las *Listing Rules*, dedicado a las operaciones con partes vinculadas, prevé que, salvo una serie de excepciones específicamente listadas, la realización de operaciones con partes vinculadas exige la previa comunicación a los accionistas y la obtención de su aprobación antes de la consumación de la transacción. También en España la realización de determinadas operaciones vinculadas ya exige la aprobación de los accionistas, si bien dicha exigencia no se ha considerado desde la óptica de las operaciones vinculadas sino desde la distribución de competencias en el seno de las sociedades (aprobación de planes de opciones para administradores, distribuciones de dividendos, ampliaciones de capital, etc.).

3 · LA ORDEN DE OPERACIONES VINCULADAS. CUESTIONES GENERALES Y ENTRADA EN VIGOR

3.1 · Cuestiones generales

La Orden de Operaciones Vinculadas se dicta en desarrollo del artículo 35 de la Ley del Mercado de Valores, en ejecución de la habilitación reglamentaria que dicho precepto contiene. A su vez y como ya hemos indicado, la Orden de Operaciones Vinculadas ha sido desarrollada mediante la Circular 1/2005, constituyendo su objeto las operaciones realizadas con partes vinculadas de la entidad obligada a suministrar información cuantificada sobre tales operaciones.

Los sujetos destinatarios de la norma son las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial. No se aplica por tan-

to únicamente a sociedades cotizadas sino también a entidades que, aunque no tengan acciones cotizadas en bolsa, mantengan otro tipo de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

Por lo demás, como seguidamente se comprobará, la Orden y la Circular están pobladas de conceptos jurídicos indeterminados, amplísimos en ocasiones, cuya interpretación y aplicación al supuesto de hecho concreto demandarán dosis elevadas de subjetividad. Quizás hubiese sido preferible establecer en algunas cuestiones concretas criterios más objetivos que, so pena de compartimentar o fomentar la rigidez formal de la regulación, habrían desde luego facilitado su aplicación por los destinatarios de la norma.

3.2 · Entrada en vigor

Conforme a lo previsto en su apartado octavo, la Orden de Operaciones Vinculadas entró en vigor el 17 de octubre de 2004, veinte días más tarde de su fecha de publicación en el Boletín Oficial del Estado. No obstante, la propia orden dispone que será “*aplicable por primera vez a las informaciones semestrales que deban presentarse a partir del 30 de junio de 2005*”.

Desde la perspectiva de las informaciones semestrales, estas previsiones de entrada en vigor y aplicación por vez primera de la orden no parecen plantear problema alguno, pues sólo aquellas operaciones realizadas a partir del 1 de enero de 2005 deberán sujetarse a las previsiones de difusión de información que establece la Orden de Operaciones Vinculadas. Esta apariencia de claridad en la fijación de la entrada en vigor de la Orden quiebra cuando se plantea su posible aplicación al IAGC.

En efecto, teniendo en cuenta que la Orden de Operaciones Vinculadas ya se encuentra en vigor, cabría plantearse si esto tiene algún efecto adicional en relación con el IAGC. Ese posible efecto hay que buscarlo en la normativa que regula el IAGC. En concreto, en la Circular 1/2004 de la CNMV, donde se establece entre las instrucciones para completar el IAGC la siguiente:

“En cuanto a definiciones, criterios y tipo de agregación respecto a las personas citadas en este informe se estará a lo dispuesto en la normativa que desarrolle, referente a operaciones vinculadas, el artículo 35 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.”

Para la elaboración del IAGC deberán aplicarse las definiciones y criterios contenidos en la Orden de Operaciones Vinculadas. La pregunta es entonces:

¿a partir de cuándo? ¿al IAGC correspondiente al ejercicio 2004 que se aprueba durante el primer semestre de 2005? ¿o sólo a los de años posteriores?

A pesar de tratarse de una cuestión controvertida, entendemos que, desde una perspectiva sistemática, existen argumentos para sostener que debería aplicarse por primera vez al IAGC correspondiente al ejercicio 2005. La Orden de Operaciones Vinculadas ha previsto expresamente su aplicación a operaciones a partir del 1 de enero de 2005 (que son las que se incluirán en la información correspondiente al primer semestre del año), a pesar de que habría sido teóricamente factible disponer su aplicación a las comunicaciones que hubieran debido realizarse a partir de enero de 2005 (correspondientes por tanto a 2004). Ello se explica porque subyace en la Orden de Operaciones Vinculadas una intención clara de que se aplique sólo a partir de 2005 y no a operaciones de 2004 ya cerradas. Así las cosas, resulta entonces razonable considerar que la Orden ha venido a establecer una clara división por ejercicios buscando su aplicación a partir de 2005. El argumento encuentra por lo demás un fundamento de razonabilidad si pensamos que de este modo se permite a los destinatarios de la norma adecuar sus sistemas de detección y proceso de las operaciones vinculadas a las “definiciones, criterios y tipo de agregación” de la Orden de Operaciones Vinculadas. Finalmente, ya hemos indicado la conveniencia de que la información sobre operaciones vinculadas sea coordinada y no contradictoria entre los distintos soportes en los que se incluya, y, desde esta perspectiva, parece igualmente lógico que no resulte obligado aplicar en el IAGC de 2004 los criterios de la Orden si ni las informaciones semestrales de 2004 ni las cuentas anuales de 2004 (más allá de las previsiones de la Ley del Mercado de Valores y salvo aplicación anticipada de las NIC) han de incluir información al respecto. La interpretación contraria determinaría que para la elaboración del IAGC de 2004, para el que las sociedades pueden haber estado recopilando información desde comienzos de ese ejercicio, sería necesario revisar todas las operaciones realizadas antes de la entrada en vigor de la Orden con ánimo de determinar si, bajo los nuevos criterios o definiciones, debe modificarse la información recopilada hasta esa fecha.

4 · EL ÁMBITO SUBJETIVO. LA DETERMINACIÓN DE LAS PARTES VINCULADAS

El apartado segundo de la Orden de Operaciones Vinculadas define qué debe entenderse por “parte vinculada”. Para ello, se estructura en una amplísima definición general de partes vinculadas, un con-

junto de presunciones sobre la vinculación entre partes y varios supuestos concretos de partes que deben entenderse siempre como vinculadas.

4.1 · La definición general

La definición general establece que “una parte se considera vinculada a otra cuando una de ellas, o un grupo que actúa en concierto, ejerce o tiene la posibilidad de ejercer directa o indirectamente, o en virtud de pactos o acuerdos entre accionistas, el control sobre otra o una influencia significativa en la toma de decisiones financieras y operativas de la otra.”

Es decir, la vinculación se hace depender de la existencia de relaciones de control o de influencia significativa en la toma de decisiones financieras y operativas entre dos sociedades. La amplitud y subjetividad de la definición es criticable, por el elevado grado de indefinición que puede provocar en determinados supuestos. No nos referimos a aquellos en los que claramente existe una relación de control sino principalmente a aquellos otros en los que, por ejemplo, haya de determinarse si se “influye significativamente en la toma de decisiones financieras y operativas”.

Dos veteranas regulaciones sobre la materia, como son la británica y la estadounidense³, resultan sustancialmente más claras en este punto pues emplean porcentajes concretos de participación en el capital con derecho a voto, huyendo por tanto de conceptos más o menos indeterminados como el de influencia significativa. No ocurre así en la norma española.

4.2 · Las presunciones

Las presunciones sobre la vinculación entre partes van encaminadas a considerar o no presentes las relaciones de control o de influencia significativa entre dos sociedades. En algunos casos estas presunciones no admiten prueba en contrario mientras que en otros sí.

Presunciones iuris et de iure

En materia de *control*, se presume la existencia de éste cuando concurre alguno de los supuestos previstos en el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores, que a su vez nos remite al recientemente refor-

³ Chapter 11, Listing Rules y SEC Regulation S-K § 229.404 Item 404, respectivamente.

mado artículo 42 del Código de Comercio⁴. Ello es tanto como decir que entre la matriz de un grupo consolidado y las empresas que forman parte de él existen relaciones de control y que, por consiguiente, las partes involucradas habrán de considerarse como vinculadas a los efectos de la Orden de Operaciones Vinculadas.

Bastante más difuso e indeterminado que el control es el concepto de *influencia significativa en la toma de decisiones financieras y operativas de otra sociedad*. La Orden de Operaciones Vinculadas dispone que se entenderá por influencia significativa “*la participación en las decisiones financieras y operativas de una entidad, aunque no se ejerza el control sobre ésta, de conformidad con lo que se establezca por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, teniendo en cuenta, en su caso, lo previsto en la Directiva 2002/87/CE, de 16 de diciembre*”. El concepto queda por tanto supeditado a lo que entienda la CNMV, si bien parece que para ello podrá inspirarse, entre otras previsiones, en la mencionada Directiva 2002/87/CE, conforme a la cual se considera que existen “vínculos estrechos” en aquellos supuestos en los que exista control o en los que haya una participación del 20 % o superior⁵.

Este desarrollo interpretativo de la CNMV ha venido de la mano de la Circular 1/2005, donde, inspirándose en el criterio de las NICs (NIC 28), se ha establecido un conjunto de circunstancias cuyo cumplimiento puede determinar la existencia de influencia significativa (incluso aunque la participación en la entidad en cuestión fuese inferior al 20 %). La novedad de la Circular 1/2005 respecto de la NIC 28 es que, frente a esta última, aquella expresamente dispone que podrá desvirtuarse la existencia de influencia significativa mediante prueba en contrario. Corresponde, por consiguiente, analizar las presunciones *iusuris tantum* de influencia significativa, incluidas éstas a las que alude expresamente la Circular 1/2005.

Presunciones *iusuris tantum*

Como se indicaba, la Circular 1/2005, inspirándose en el criterio de la NIC 28, ha establecido una serie de supuestos de cuyo cumplimiento se presumirá,

salvo prueba en contrario, la existencia de influencia significativa. Tales supuestos son los siguientes:

- (i) Representación en el consejo de administración, u órgano equivalente de dirección de la entidad participada;
- (ii) Participación en los procesos de fijación de políticas, entre los que se incluyen las decisiones sobre dividendos y otras distribuciones;
- (iii) Transacciones de importancia relativa entre el inversor y la participada;
- (iv) Intercambio de personal directivo;
- (v) Suministro de información técnica esencial.

Además de estas presunciones *iusuris tantum* de vinculación que establece la Circular 1/2005, la Orden de Operaciones Vinculadas dispone que se presumirá la existencia de influencia significativa de la posibilidad de nombrar o destituir un consejero o del hecho de haber propuesto su nombramiento o destitución. Los supuestos en los que, por consiguiente, se ha de presumir esa existencia de una influencia significativa son los siguientes:

- (i) Cuando el accionista puede, ejercitando el derecho de representación proporcional, por sí o por contar con un pacto con otros accionistas, nombrar o destituir un consejero;
- (ii) Cuando alguien propone el nombramiento o destitución de un consejero. Hay que interpretar que este supuesto está pensando en el accionista que no sólo propone, sino que logra, la designación o destitución de una persona como consejero de la sociedad. En otro caso, cualquier accionista que en una Junta General solicitase el cese de un consejero, debería reputarse que ejerce una influencia significativa, salvo prueba en contrario.

En todos estos casos, la incertidumbre que estas presunciones generan es precisamente la de la prueba en contrario, por lo diabólico de toda prueba negativa: debe probarse que, a pesar del indicio de la presunción, no se ejerce una influencia significativa. En particular, en lo que a la presunción por nombramiento de consejero se refiere, sería deseable una interpretación flexible o razonable que considere que no concurre influencia significativa si, a pesar de haber nombrado un consejero, éste: (i), sin necesidad de que exista un claro conflicto con la mayoría del Consejo, no resulta decisivo para la formación de mayorías ni vota regularmente en el sentido de la mayoría ; y/o (ii) no forma parte de la Comisión Ejecutiva o Delegada.

⁴ Modificado por el art. 106.2 de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social.

⁵ Art. 2.13 de la Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero.

4.3 · Los ejemplos de partes vinculadas

El apartado segundo 2 de la Orden de Operaciones Vinculadas define siete supuestos en los que necesariamente —se entiende que sin posibilidad de prueba en contrario— debe considerarse que existe vinculación. Analizaremos a continuación cada uno de esos siete ejemplos.

Sociedades del grupo

Son partes vinculadas de la sociedad obligada a presentar la información (que, para estos efectos, denominaremos como la “Sociedad Afectada”) las sociedades o entidades que directa, o indirectamente a través de personas interpuestas, controlan, son controladas o están bajo control común de la Sociedad Afectada.

La definición incluye, por consiguiente, a matrices, filiales y sociedades conjuntas controladas, directa o indirectamente. Conforme a la definición general, deberán añadirse en todo caso como partes vinculadas las sociedades hermanas (bajo control común “con” la Sociedad Afectada). Asimismo, una interpretación razonable lleva a considerar que las entidades pertenecientes al mismo grupo que las matrices o las filiales habrán de reputarse igualmente vinculadas. Mayores dudas ofrecen, sin embargo, las entidades en las que esas matrices o filiales sólo ejerzan influencia significativa, por lo que dichos supuestos requerirán un análisis más detallado y ajustado al caso concreto⁶.

Sociedades que ejercen influencia significativa

Son partes vinculadas de la Sociedad Afectada las sociedades o entidades que ejerzan influencia significativa en la Sociedad Afectada y las sociedades o entidades sobre las que la Sociedad Afectada ejerce una influencia significativa.

⁶ La propia Orden considera que son personas vinculadas aquellas sociedades en las que los socios significativos personas físicas o los consejeros o directivos puedan a su vez ejercer una influencia significativa. Transportada la literalidad del argumento a la presunción iuris et de iure del apdo. segundo 2 a) y b) de la Orden llegaríamos a la conclusión de que cualquier entidad en la que el accionista de control o significativo de la Sociedad Afectada ejerza influencia significativa sería a su vez vinculada de la Sociedad Afectada. La conclusión no resulta enteramente razonable. Piénsese, por ejemplo, en un accionista significativo que a su vez ejerce influencia significativa en otra entidad que es a su vez controlada por otro. Creemos, por ello, que se impone un análisis caso a caso y una interpretación flexible de la norma que evite su extensión ad infinitum.

La norma sólo contempla influencia significativa en sentido vertical (hacia arriba o abajo), pero no en sentido lateral (entidad controlada por accionista significativo). En todo caso, estos supuestos de influencia significativa en sentido lateral aparecen cubiertos por la definición general.

De nuevo se plantean dudas respecto a las entidades en las que el accionista significativo o la entidad participada significativa sólo ejerzan a su vez influencia significativa (la influencia significativa indirecta y lateral se da en todo caso a través de una entidad controlada, pero, al menos no siempre ni desde luego necesariamente, a través de otra entidad en la que el accionista significativo ejerza influencia significativa). Al respecto, parece aventurado dar una regla general que excluya o incluya estos supuestos, por lo que nuevamente nos inclinamos por un análisis detallado y ajustado al caso concreto⁷.

Accionistas personas físicas con influencia significativa

Asimismo, son partes vinculadas las personas físicas (y familiares próximos) que posean directa o indirectamente alguna participación en los derechos de voto de la Sociedad Afectada, o en su sociedad o entidad dominante, de manera que les permita ejercer sobre una u otra una influencia significativa.

A pesar de que la norma sólo incluya a las personas físicas que puedan ejercer una influencia significativa, también se reputarán vinculadas aquellas personas físicas (y sus familiares próximos) que puedan ejercer el control sobre la Sociedad Afectada.

Administradores, directivos, familiares y personas concertadas

La Sociedad Afectada deberá incluir entre sus partes vinculadas a las siguientes personas:

- (i) Administradores;
- (ii) Directivos, entendidos como aquellas personas que desarrollen en la Sociedad Afectada, de hecho o de derecho, funciones de alta dirección bajo la dependencia directa de su órgano de administración o de comisiones ejecutivas o consejeros

⁷ Desde esta perspectiva, influir significativamente en las políticas financieras y operativas aludiría a una labor compleja y de diseño de estrategia, más allá de la mera participación en las votaciones del órgano colegiado. El consejero influyente significativamente en las políticas sería aquél que configura esas políticas entendidas como líneas de acción estratégica que luego es completada con una serie de decisiones concretas.

delegados de la misma. También se incluyen dentro del concepto genérico de “directivos” los apoderados generales, entendiendo aquellos que no restrinjan el ámbito de su representación a áreas o materias específicas o ajenas a la actividad que constituye el objeto de la Sociedad Afectada;

(iii) Familiares próximos de administradores y directivos;

(iv) Personas concertadas con los administradores y/o directivos. Aunque ni la Orden ni la Circular se pronuncian acerca del concepto de concertación, parece razonable entender que las personas concertadas con administradores y/o directivos serán aquellas que, de manera oculta o no, directa o indirectamente, actúan por cuenta o representación de administradores o directivos, así como aquellas que mantengan acuerdos, incluso verbales, con administradores o directivos para realizar o beneficiarse de operaciones con la Sociedad Afectada o entidades de su grupo;

(v) Finalmente, también serán partes vinculadas cualesquiera otras personas físicas que, sin ser nominalmente administradores o directivos, tengan autoridad y responsabilidad sobre la planificación, dirección y control de las actividades de la Sociedad Afectada.

En estas definiciones específicas de vinculación entre partes, sorprendentemente ni la Orden ni la Circular mencionan al administrador persona jurídica. En todo caso, éste debe entenderse como parte vinculada, a tenor de la definición general.

Sociedades en las que accionistas personas físicas o administradores o directivos ejercen influencia significativa

La definición de la Orden resulta extraordinariamente amplia y comprende como partes vinculadas aquellas sociedades o entidades en las que las siguientes personas tengan la posibilidad de ejercer una influencia significativa (entendida ésta conforme a los términos de la Orden, ya explicados):

(i) Accionistas personas físicas de la Sociedad Afectada que puedan ejercer influencia significativa, así como sus familiares próximos;

(ii) Administradores de la Sociedad Afectada;

(iii) Directivos de la Sociedad Afectada,

(iv) Familiares próximos y personas concertadas respecto de los administradores y directivos.

Es ésta una de las previsiones quizás más exigentes de la Orden y, al tiempo, de las que más inseguridad pueden causar. En el derecho comparado, la cuestión se ha resuelto a nuestro juicio con mayor acierto, al preverse parámetros más objetivos. Así, en el Reino Unido se predica esta influencia significativa de quienes tengan más del 30 % de los derechos de voto o nombren o cesen a la mayoría de los administradores (*Chapter 11, Listing Rules*), mientras que en Estados Unidos se limita a quienes tengan al menos el 10 % del capital (*SEC Regulation S-K § 229.404 Item 404*). La opción por parámetros valorativos y, como tales, subjetivos no favorecerá desde luego una aplicación uniforme de la regulación ni comunicará seguridad a los destinatarios de la norma.

Sociedades o entidades con consejero o directivo común

Se considera que existe vinculación entre dos sociedades cuanto éstas comparten un consejero o un directivo. En el caso de directivos compartidos, la vinculación existe siempre. No ocurre lo mismo en el supuesto de consejeros, pues las partes serán no vinculadas si, a pesar de compartir un consejero, este consejero no ejerce “una influencia significativa en las políticas financieras y operativas de ambas”. Nuevamente procede, por tanto, desentrañar el significado de esta ambigua expresión que, si bien puede entenderse diseñada para evitar la vinculación entre dos sociedades que comparten consejeros independientes, no comprende únicamente en su tenor literal esos supuestos.

Podría plantearse si esta previsión entra en contradicción con la consideración de que un consejero sea en todo caso parte vinculada. Al respecto, entendemos que debe hacerse una interpretación integradora de este apartado que considere que: (i) los administradores personas físicas son en todo caso partes vinculadas, porque así lo dice el apartado segundo 2 d) de la Orden y la definición general de partes vinculadas; pero (ii) que, a la vez, resulta posible que un consejero, a pesar de participar en la toma de decisiones, no ejerza una influencia significativa en las políticas financieras y operativas que explican esas decisiones.

Por otro lado, cabe preguntarse cómo se coordina la posibilidad de que un consejero pueda no ejercer una influencia significativa y que exista, como se ha explicado, una presunción *iuris tantum* de influencia significativa por la mera posibilidad de designar un consejero. ¿Quiere ello decir que si el consejero que se designa no ejerce una influencia significativa, tampoco ha de considerarse significativamente influyen-

te a quien lo nombra? La presunción *iuris tantum* de influencia significativa va dirigida al accionista, pues la Orden parte de considerar que la mera posibilidad de nombrar a un consejero constituye una evidencia de esa influencia significativa, en principio con independencia de cual sea posteriormente la influencia que el consejero nombrado ejerza en el Consejo. Cabría argumentar que la presunción se desvirtuaría si, precisamente, el consejero nombrado o destituido no ejerce una influencia significativa; no obstante, debe tenerse en cuenta que ello exigiría hacer depender la vinculación del accionista que nombra al consejero de la actuación que ese administrador desarrolle en el Consejo lo cual puede añadir cierta inseguridad a la determinación de la vinculación del accionista. Por lo demás, habrá que estar a la interpretación que por la vía fáctica realice del precepto la CNMV, para comprobar si esta posible prueba en contrario sobre la vinculación puede prosperar.

Finalmente, queda por interpretar qué se entiende por consejero que “no ejerza una influencia significativa en las políticas financieras y operativas” de una compañía. Intuitivamente, puede venirnos a la mente la actuación de un consejero independiente, que no tiene por tanto una participación significativa en el capital. No creemos, sin embargo, que sea la cualidad del consejero el patrón que defina, al menos en exclusiva, la existencia o no de esa influencia significativa. Al contrario, entendemos que la influencia significativa habrá que buscarla en la labor y cometidos que el consejero desempeña en el seno del Consejo. Dicho lo cual, consideramos que los consejeros ejecutivos, por su propia naturaleza, deben reputarse en todo caso como “influyentemente significativos” pues a ellos sí puede atribuírseles una labor configuradora de las políticas de la Sociedad. Centrada así la cuestión, procede determinar en qué ocasiones puede considerarse que un consejero independiente, dominical o externo no ejerce una influencia significativa. Al respecto y naturalmente a salvo de lo que la CNMV pueda en su caso entender, creemos que para definir la ausencia de influencia significativa de un determinado consejero podrían considerarse, entre otras, las siguientes circunstancias:

- (i) El hecho de que no forme parte de la Comisión Ejecutiva o de la Comisión Delegada del Consejo y que integre únicamente comisiones de carácter consultivo;
- (ii) Que el voto del consejero en cuestión no resulte decisivo para la formación de mayorías en el Consejo;

(iii) Que el consejero no sea dominical de un accionista con influencia significativa, salvo que el accionista no pueda de hecho influir significativamente en la sociedad (por ejemplo, por existir otros accionistas y estar siempre en minoría) o en las relaciones mutuas de las sociedades implicadas.

(iv) Podría asimismo plantearse que el consejero en cuestión no vote regularmente en el sentido de la mayoría. De considerarse esta condición, su cumplimiento sería notablemente complicado, habida cuenta de la tendencia social a adoptar acuerdos por unanimidad y de que en tal circunstancia sería sencillo argumentar que todos los consejeros resultarían igualmente decisivos en su adopción.

Familiares próximos del representante de administrador persona jurídica

Se consideran partes vinculadas “*las personas que tengan la consideración de familiares próximos del representante del administrador de la sociedad obligada a presentar la información, cuando la sociedad que esté obligada a presentar la información semestral sea persona jurídica*”.

Evidentemente, la definición de la Orden tiene una errata y lo que realmente quiso decir es que los familiares próximos (véase (iii) del epígrafe sobre “Administradores, directivos, familiares y personas concertadas) del representante del administrador persona jurídica se consideran partes vinculadas de la Sociedad Afectada. Olvidó la Orden incluir entre esas partes vinculadas al propio representante, si bien no creemos que haya dudas para considerarlo vinculado.

Por último, interesa determinar si la persona jurídica administrador ha de considerarse parte vinculada. Al respecto, pensamos que el interrogante debe resolverse afirmativamente sobre la base de la definición general (influencia significativa entendida como participación en las decisiones financieras y operativas de la entidad). Otra respuesta, por lo demás, carecería por completo de sentido lógico.

5 · EL ÁMBITO OBJETIVO. LAS CLASES DE OPERACIONES VINCULADAS

Una vez analizado el ámbito subjetivo de la Orden, procede ahora tratar su ámbito objetivo, identificando qué transacciones realizadas entre partes vinculadas deben considerarse como “operaciones vinculadas”.

Por operación vinculada ha de entenderse, según el apartado tercero de la Orden, toda transferencia de recursos, servicios u obligaciones entre partes vincula-

das, con independencia de que exista o no contraprestación. La Orden y la Circular establecen un amplio listado de operaciones vinculadas sobre las cuales deberá informarse al mercado. El listado, meramente ejemplificativo, abarca prácticamente cualquier tipo de transacción, por lo que no merece la pena detenernos en él. La amplitud de la definición general de operación vinculada provoca que cualquier relación u operación contractual o societaria entre dos partes vinculadas haya de considerarse operación vinculada.

6 · ASPECTOS PROCEDIMENTALES. PRESENTACIÓN DE LA INFORMACIÓN

6.1 · Estructura del informe

El apartado Cuarto de la Orden dispone en su párrafo 1 la estructura general que habrá de tener la comunicación semestral de operaciones vinculadas, con cuatro grandes epígrafes en cada uno de los cuales se dará información cuantificada de las operaciones realizadas por la sociedad con partes vinculadas que no puedan comprenderse dentro de las excepciones a la obligación de información. Conforme a estas previsiones, que han sido desarrolladas por la Circular 1/2005, los cuatro epígrafes y las operaciones que deben incluirse en ellos son los siguientes:

- (i) Operaciones con los accionistas significativos de la Sociedad Afectada;
- (ii) Operaciones con administradores y directivos de la Sociedad Afectada;
- (iii) Operaciones entre personas, sociedades o entidades del grupo;
- (iv) Operaciones con otras partes vinculadas (a modo de cajón de sastre).

En la definición de la información que, de conformidad con la Orden, debe incluirse en cada uno de los epígrafes existen imprecisiones y omisiones. Entre los ejemplos que pueden citarse destacan que la literalidad del apartado (i) no comprenda a los socios de control personas físicas (quienes, lo diga o no la Orden, son accionistas significativos) y sí, en cambio, a las filiales y participadas de la Sociedad Afectada, o que el tenor del apartado (ii) excluya a los administradores personas jurídicas. Con todo, la Circular ha venido a matizar la que quizás era una de las previsiones de más improbable cumplimiento por las sociedades, habida cuenta de que requeriría el previo conocimiento y la posterior comunicación de operaciones en las que no se ha sido parte. Nos referimos a la exigencia de que bajo el apartado (iii) hubiesen de

incluirse operaciones entre entidades del grupo (ya estuviesen por arriba, por abajo o fuesen hermanas de la Sociedad Afectada), con independencia de que en ellas participase o no la Sociedad Afectada (piénsese en operaciones entre dos accionistas significativos o entre un accionista significativo y una entidad en la que la Sociedad Afectada sólo tenga una participación minoritaria). El maximalismo de la previsión de la Orden ha resultado algo atenuado gracias a la Circular, donde se dispone que sólo será obligado informar de estas operaciones cuando afecten a la entidad que informa o a su grupo (ha de entenderse por tal, bajo nuestro criterio, aquellas entidades controladas por la Sociedad Afectada).

6.2 · Presentación de la información

Realizada una operación con partes vinculadas, la normativa establece tres alternativas de comunicación: no comunicar nada, realizar una comunicación en base agregada (regla general) o proporcionar información individualizada. Desarrollamos seguidamente estas posibilidades.

Excepciones (no información)

Dos son las excepciones a la obligación de informar sobre las operaciones realizadas con partes vinculadas. Ambas se refieren, de una u otra manera, a operaciones de tráfico habitual u ordinario:

- (i) No es necesario informar sobre operaciones entre sociedades o entidades del mismo grupo consolidado, siempre y cuando hubieran sido objeto de eliminación en el proceso de elaboración de los estados financieros consolidados y formaran parte del tráfico habitual de las sociedades o entidades en cuanto a su objeto y condiciones.

Respecto a la segunda de las condiciones debe puntualizarse que, a nuestro entender, “tráfico habitual” se refiere a las operaciones realizadas con habitualidad (es, por consiguiente, un concepto más restringido que el objeto social) y que la habitualidad se predica del objeto de las operaciones y de las condiciones de éstas.

- (ii) Tampoco será necesario informar de las operaciones que, perteneciendo al giro o tráfico ordinario de la compañía, se efectúen en condiciones normales de mercado y sean de escasa relevancia (entendiendo por tales aquellas cuya información no sea necesaria para expresar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la entidad).

Nuevamente, el recurso a términos jurídicos indeterminados obliga al intérprete a desentrañar sus significados. En cuanto al giro o tráfico ordinario, consideramos que es también un concepto más restringido que el objeto social y que aludiría a la actividad regular de la compañía, por oposición a aquello que no acontece todos los días —lo extraordinario—⁸. El segundo de los conceptos que motiva nuestra atención es el de la relevancia de la operación por referencia a su efecto en la expresión de la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la entidad; ciertamente, habrían generado mayor seguridad umbrales como los empleados en la normativa estadounidense (no es necesario informar sobre operaciones vinculadas cuyo importe sea inferior a 60.000 Dólares Americanos) o en la regulación británica (exime de las normas de comunicaciones a las transacciones que supongan menos del 0,25 % del tamaño de la compañía medido sobre sus activos, ingresos y capitalización). No ha sido el caso y hemos de conformarnos con interpretar la voluntad del legislador. Al respecto, un posible parámetro podría venir dado por los niveles o cifras de importancia relativa que se hayan empleado en la auditoría de la sociedad, adaptados, en su caso, a la concreta operación de que se trate.

Por lo demás, se echa en falta un listado de excepciones sustancialmente más completo y razonable que exceptuara de la comunicación otras materias, en función no sólo de su habitualidad o escasa relevancia sino, por ejemplo, por haber sido ya comunicadas en cumplimiento de otras previsiones o por resultar mera ejecución de transacciones ya conocidas.

Información agregada (regla general)

La regla general para la presentación de la información sobre operaciones vinculadas es que ésta se realice en base agregada, cuando se trate de partidas de contenido similar. La información deberá incluir, respecto de cada operación, los siguientes aspectos: (i) tipo y naturaleza de las operaciones; (ii) cuantificación; (iii) beneficio o pérdida que cada tipo de operación haya devengado para la entidad; (iv) política de precios empleada; (v) condiciones y plazos de pago; (vi) detalles de garantías otorgadas y recibidas; (vii)

⁸ Así, por ejemplo, en una compañía dedicada a la fabricación y comercialización de productos alimenticios (actividad ajena a la compraventa inmobiliaria), la compra excepcional de un inmueble por una cuantía relevante (para construir una nueva sede o una nueva fábrica), aun incluida dentro de la amplitud del objeto social, no parece que pueda gozar del calificativo de ordinaria o habitual.

partes vinculadas que hayan intervenido; y (viii) cualquier otro aspecto que permita adecuada interpretación de la operación⁹. En términos prácticos, sin embargo, parece que la agregación sólo procederá respecto de operaciones recurrentes y de la misma naturaleza efectuadas entre las mismas partes, pues, de lo contrario, la información resultaría ininteligible¹⁰.

Información individualizada

Aun cuando la regla general es la presentación de la información con carácter agregado, en determinados supuestos la Orden exige que se dé la información desglosada e individualizada. Los supuestos en los que se requiere la presentación individualizada de las operaciones con partes vinculadas son los siguientes:

(i) Cuando se trate de operaciones vinculadas significativas por su cuantía: para ello deben cumplir la doble condición de exceder del giro o tráfico ordinario y tener carácter significativo.

Puesto que ya ha quedado comentado el concepto de giro o tráfico ordinario, la exégesis se circunscribe aquí al término “carácter significativo”. Son operaciones de carácter significativo aquellas que cumplan cualquiera de los dos siguientes parámetros: el de significación con arreglo a la Directiva 2002/87/CE (que traducido a criterios de compañía cotizada puede identificarse de manera aproximada con un 5 % de los recursos propios de la compañía en cuestión) o aquellas cuyo desglose resulte necesario para una adecuada comprensión de la información financiera suministrada¹¹.

(ii) Cuando se trate de operaciones relevantes para una adecuada comprensión de la información pública periódica. Se trata de aquellas que cumplan la triple condición de que en ellas intervengan, directa o indirectamente, miem-

⁹ Como se observa, el ámbito sobre el que deberá facilitarse información de operaciones vinculadas es sustancialmente mayor que el del IAGC, en el que únicamente deben identificarse las partes vinculadas, y explicarse la naturaleza de la relación, el tipo de operación y su importe.

¹⁰ De cualquier modo, la Circular dispone que no será necesario especificar el nombre de la contraparte cuando la información se presente de manera agregada.

¹¹ Este segundo criterio ha sido incluido en la Circular y aparece inspirado en el núm. 22 de la NIC 24, conforme al cual las partidas de naturaleza similar pueden presentarse agregadas, a menos que su desagregación sea necesaria para comprender los efectos de las operaciones de partes vinculadas en los estados financieros de la entidad.

bros del Consejo de Administración y la Sociedad Afectada o alguna empresa del grupo, que las operaciones no pertenezcan al giro o tráfico ordinario y que no se efectúen en condiciones normales de mercado. A los efectos de la interpretación de esta definición, tres son las consideraciones que creemos oportuno realizar.

En primer lugar, entendemos que la intervención indirecta de los administradores habrá de incluir: (i) sociedades en las que el administrador pueda ejercer influencia significativa; (ii) familiares próximos y sociedades en las que éstos puedan ejercer influencia significativa; (iii) personas concertadas y sociedades en las que aquéllas puedan ejercer influencia significativa; y (iv) el representante del administrador persona jurídica y sus familiares próximos. Ciertamente la extensión es muy amplia, pero no hace sino reproducir la definición específica de partes vinculadas que contiene el párrafo 2 del apartado Segundo de la Orden.

En segundo lugar, puede plantear dudas la mención a la Sociedad Afectada o a “alguna empresa del grupo”, en el sentido de si ha de reputarse sólo grupo en sentido descendente (filiales de la Sociedad Afectada) o si incluye la totalidad del grupo del que la Sociedad Afectada forme parte (lo cual puede comprender además a su matriz y a las otras sociedades controladas por esa matriz). El hecho de que se refiera a “la sociedad emisora o alguna empresa *del* grupo” en lugar de especificar “de *su* grupo” o, simplemente, referirse a las compañías controladas por la sociedad emisora abona la interpretación de que se está aludiendo a la totalidad del grupo del que la Sociedad Afectada forme parte (en algunos casos, la matriz será la propia Sociedad Afectada, pero en otros habrá al menos una matriz por encima). Por lo demás, no está exento de lógica que en esas estructuras de grupo, en las que la Sociedad Afectada está controlada por otra, las cautelas puedan extenderse a los negocios que el administrador pueda realizar con la matriz o con otras entidades del grupo.

Por último, interesa mencionar el concepto de “condiciones normales de mercado” para dejar patente que, aun reconociendo elevadas dosis de subjetividad y la conveniencia de contrastes por terceros, aquellas habrán de definirse por comparación como las acordadas con carácter habitual entre partes independientes entre sí y no vinculadas.

Otras excepciones

Finalmente, la normativa contempla algunas circunstancias bajo las cuales la CNMV puede eximir a

la Sociedad Afectada de la obligación de difundir información individualizada sobre operaciones vinculadas. Estas circunstancias, cuya apreciación está sujeta a que la omisión no induzca al público a error con respecto a hechos y circunstancias cuyo conocimiento fuera esencial para la evaluación de los valores afectados, son las siguientes:

- (i) Si la información fuese contraria al interés público;
- (ii) Si la información fuera en detrimento grave de quien la divulga —nótese que no, al menos directamente, de la contraparte— por contener algún secreto industrial, comercial o financiero o algún dato que afecte negativamente a su posición competitiva.

La práctica determinará el uso que se hará de estas posibilidades, si bien la experiencia adquirida con supuestos de alguna manera asimilables (hechos relevantes confidenciales, por ejemplo) no augura en absoluto un empleo frecuente de este mecanismo de excepción.

7 · RÉGIMEN DISCIPLINARIO

La genérica obligación consignada en el artículo 35 de la LMV de comunicar semestralmente las operaciones vinculadas, en los términos previstos en la propia Ley y en su normativa de desarrollo cuenta, como es natural, con las oportunas previsiones de derecho sancionador, destinadas a corregir y a desincentivar las conductas contrarias a la norma establecida.

El incumplimiento de las previsiones existentes en materia de comunicación al mercado de las operaciones vinculadas puede constituir, según las circunstancias, una infracción muy grave, grave o leve, que aparejará en cada caso la sanción correspondiente. Ésta variará entre amonestaciones, multas, inhabilitaciones o suspensiones temporales de los administradores para el ejercicio de cargos de administración en sociedades supervisadas por la CNMV.

Finalmente, conviene tener en cuenta que la responsabilidad administrativa sancionable por la comisión de una infracción afecta a las personas físicas y entidades a las que resulten de aplicación los preceptos de la LMV, y también a quienes ostenten de hecho o de derecho cargos de administración o dirección de esas entidades, siempre que infrinjan normas de ordenación o disciplina del Mercado de Valores (como es, en nuestro caso, la obligación de comunicar las operaciones vinculadas prevista en el artículo 35 de la LMV).

Se entiende que ostenta cargos de administración o dirección en las citadas entidades, sus administradores o miembros de sus órganos colegiados de administración, así como sus directores generales y asimilados. Por asimilados a directores generales debe entenderse toda aquella persona que de hecho o de derecho, desarrolle en la entidad funciones de alta dirección.

8 · CONSIDERACIÓN FINAL

A la vista de cuanto antecede podemos concluir con una valoración positiva acerca de la conveniencia y oportunidad de establecer un sistema de comunicación de operaciones vinculadas que constituya la contrapartida pública al debido tratamiento de estas operaciones (especialmente las realizadas con accionistas significativos) en el seno de los órganos de administración de las compañías cotizadas. Desde la

perspectiva de un sistema de prácticas de buen gobierno de las empresas resulta muy loable un incremento de la transparencia sobre este tipo de operaciones. Menos elocuente ha de ser, sin embargo, el elogio acerca de la concreta regulación promulgada. Como hemos tenido ocasión de comentar, el empleo de conceptos jurídicos indeterminados y la tendencia expansiva en la definición de partes vinculadas pueden contribuir a fomentar la inseguridad entre los destinatarios de la norma. Al respecto, quizás hubiese sido preferible establecer en determinados supuestos parámetros más objetivos que, aun a riesgo de resultar arbitrarios, habrían contribuido a eliminar subjetividades en la aplicación de la norma. Sea como fuere, lo que ahora debería esperarse de esa aplicación es que no supere el umbral de la razonabilidad y sirva realmente a sus verdaderos fines: comunicar al mercado aquellas operaciones relevantes o no habituales realizadas con partes vinculadas.