

UNIÓN EUROPEA

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

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

El 20 de mayo de 2017 se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE, también denominada "Directiva de Derechos de los Accionistas". La norma comunitaria persigue fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas europeas y, con ello, el crecimiento y la competitividad de las empresas. Para ello, establece medidas relativas a la identificación de los accionistas, la transmisión de información, la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas, la transparencia de los inversores institucionales, los gestores de activos y los asesores de voto (proxy advisors), la remuneración de los administradores y las operaciones con partes vinculadas.

PALAVRAS-CHAVE

Derechos de accionistas, Sociedad cotizada, Derecho de sociedades comunitario, Derechos de sociedades UE, Implicación accionistas.

Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement

On 20 May 2017, Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May amending Directive 2007/36/EC, also known as "Shareholders' Rights Directive", was published in the Official Journal of the European Union. The EU regulation seeks to promote the long-term involvement of shareholders in European listed companies and, with it, the growth and competitiveness of companies. To this end, it establishes measures regarding identification of shareholders, transmission of information, facilitation of the exercise of shareholder rights, transparency of institutional investors, asset managers and proxy advisors, remuneration of directors and transactions with related parties.

KEY WORDS

Key words: Shareholder Rights, Listed Company, European Corporate Law, EU Corporate Law, Shareholder Engagement.

Fecha de recepción: 15-1-2018

Fecha de aceptación: 15-5-2018

INTRODUCCIÓN

El objeto de este artículo es analizar la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo, 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 (la «Directiva»), que fue publicada el 20 de mayo de 2017 en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

La Directiva amplía el marco regulatorio europeo de los derechos de los accionistas de las sociedades cotizadas comunitarias con el objetivo de dar respuesta a algunas de las deficiencias estructurales que la crisis financiera iniciada en 2007 puso de manifiesto. De entre estas deficiencias destaca la visión cortoplacista que impera en la toma de decisiones de accionistas y gestores —visión cortoplacista que ha demostrado incentivar una asunción excesiva de riesgos e ir en detrimento de la productividad, la competitividad y la generación de

valor de las empresas y, en última instancia, del desarrollo económico y la estabilidad del mercado laboral—.

La Directiva deberá ser transpuesta por los Estados miembros a sus ordenamientos jurídicos no más tarde del 10 de junio de 2019. Dicha transposición comportará novedades legislativas en España, pero, no supondrá un cambio trascendental en el marco normativo de las sociedades cotizadas españolas, toda vez que parte de esas medidas fueron introducidas por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.

LAS MEDIDAS ADOPTADAS POR LA DIRECTIVA

La identificación de los accionistas, la transmisión de información y la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas.

El creciente número de entidades que intervienen en la cadena de titularidad (también denominada cadena de custodia) de las acciones de las sociedades cotizadas está suponiendo un obstáculo para la implicación a largo plazo de los accionistas en la marcha de las empresas. La opacidad que genera la existencia de estos intermediarios dificulta la identificación de los accionistas por parte de las sociedades y, en consecuencia, la transmisión de información y el ejercicio de los derechos políticos inherentes a sus acciones. Esto tiene especial incidencia en el caso de las inversiones transfronterizas. Con el fin de revertir esta tendencia, la Directiva adopta ciertas medidas tendentes a mejorar el flujo de información bidireccional entre sociedades y accionistas.

Así, la Directiva otorga a las sociedades el derecho a identificar a sus accionistas y, como contrapunto necesario, impone a los intermediarios el deber de comunicar a la sociedad, previa petición de esta, información sobre la identidad de los mismos. Cuando exista más de un intermediario, estos se transmitirán entre sí esta información sin demora para garantizar que la sociedad la recibe. La Directiva concede a los Estados miembros flexibilidad para implementar esta medida. Así, los Estados pueden prever que las sociedades solo tengan derecho a identificar a aquellos accionistas que posean más de un determinado porcentaje de derechos de voto, sin que dicho porcentaje pueda ser superior al 0,5%.

La información sobre la identificación de los accionistas debe ser suficiente para poder comunicarse con ellos, por lo que deberá comprender, como mínimo (i) el nombre; (ii) datos de contacto (incluida la dirección completa y el correo electrónico si se dispone de él); (iii) el código de identificación (en caso de tratarse de persona jurídica); (iv) el número de acciones de las que es titular; y (v), en la medida en que la sociedad lo solicite, las categorías o clases de acciones y la fecha a partir de la cual el accionista en cuestión es titular de ellas. Al amparo de la Directiva, y sin perjuicio de lo dispuesto en otros actos legislativos, las sociedades y los intermediarios no podrán conservar dicha información durante un plazo superior a doce meses contado desde que hayan tenido conocimiento de que la persona o entidad en cuestión ha dejado de ser accionista de la sociedad.

No obstante, la identificación de los accionistas es solo un medio para alcanzar el verdadero fin pretendido por la Directiva con este bloque de medidas: favorecer el flujo de información entre socieda-

des emisoras y accionistas y, en última instancia, el ejercicio por parte de estos de los derechos derivados de sus acciones. Por ello, la Directiva establece asimismo la obligación, tanto de las sociedades emisoras como de los intermediarios, de transmitir a los accionistas la información que la sociedad deba facilitar para permitir a los accionistas el ejercicio sus derechos o un aviso de que dicha información se encuentra disponible en la página web, con indicación de dónde puede localizarse. Asimismo, los intermediarios deben posibilitar el flujo de información en sentido contrario, transmitiendo a la sociedad la información que reciban de los accionistas.

Por otra parte, en lo referente al ejercicio de los derechos de los accionistas, la Directiva estipula que los intermediarios se asegurarán de que el accionista ejerce por sí mismo sus derechos, incluido el de participar y votar en las juntas o, alternativamente, que el intermediario ejerce estos derechos siguiendo instrucciones expresas del accionista. Además, cuando la votación se realice de forma electrónica, se informará al accionista de que su voto ha sido recibido y, después de la celebración de la junta general, de que su voto ha sido registrado y contabilizado válidamente.

Asimismo, y en consonancia con las medidas implantadas en el ámbito de los mercados financieros, los intermediarios deberán publicar, de forma individualizada, todas las tarifas que apliquen por los servicios descritos anteriormente. Para incentivar las inversiones transfronterizas y el funcionamiento eficiente del mercado interior, las tarifas cobradas por el ejercicio de estos derechos a nivel nacional y con carácter transfronterizo únicamente podrán diferir en la medida en que la diferencia refleje una variación real en los costes asumidos por el intermediario en la prestación de dichos servicios.

Por lo demás, en relación con este bloque de medidas, la Comisión ha de adoptar, no más tarde del 10 de septiembre de 2018, actos de ejecución consistentes en especificar los requisitos mínimos que deberán cumplir estas comunicaciones entre la sociedad y sus accionistas. En particular, especificará el formato y los plazos que han de cumplirse. En esta labor, la Comisión deberá considerar la evolución del mercado y fomentar el uso de las tecnologías modernas.

Tras analizar este primer bloque de medidas, llama la atención que la norma comunitaria no aborde el concepto de accionista, pese a ser el punto de referencia de estos preceptos. Al contrario, delega en

los Estados miembros la delimitación de este concepto. Ciertamente, la Directiva 2007/36/CE define accionista como «*la persona física o jurídica que la legislación aplicable reconozca como tal*», y la Directiva 2017/828 indica expresamente en sus considerandos que «*la presente Directiva se entiende sin perjuicio del Derecho nacional que regula la tenencia y la titularidad de valores ni de los dispositivos para el mantenimiento de la integridad de los valores y no afecta a los beneficiarios finales ni a otras personas que no sean accionistas en virtud del Derecho nacional aplicable*».

De una lectura integral de la Directiva, y atendiendo a los objetivos que se persiguen, parece desprenderse que todas estas medidas deberían ir referidas a los accionistas finales o beneficiarios efectivos (*beneficial owners*) de las acciones. Sin embargo, lo cierto es que esta interpretación excede de lo que en principio estipula la Directiva. Así, atendiendo a la literalidad de la norma comunitaria, nada impedirá a los Estados reconocer como accionista a estos efectos a la persona que aparezca como titular de las acciones en el correspondiente registro contable, incluso en aquellos casos en los que resulte notorio que dicho titular es una entidad interpuesta, que no asume el riesgo económico de la inversión y que tiene una función meramente instrumental producto del sistema de tenencia indirecta de acciones.

Como consecuencia de ello, la eficacia práctica de todas estas medidas puede verse muy reducida. La Directiva nace con el objetivo primordial de frenar la visión cortoplacista en la gestión de las inversiones y fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas; pero para lograr estos objetivos es necesario velar por el principio de proporcionalidad entre participación en el capital y derechos de voto, pues no cabe duda de que quienes asumen el riesgo económico de la inversión materializada en acciones son quienes tienen un incentivo adecuado para conformar la decisión de la sociedad y velar por un rendimiento empresarial óptimo a largo plazo. Por ello, hubiese sido más acertado que, a los efectos pretendidos con este bloque de medidas, la Directiva hubiese ido más allá para superar la barrera existente entre el concepto de accionista formal y de accionista final o beneficiario efectivo.

La implicación y transparencia de los inversores institucionales y los gestores de activos

El ámbito subjetivo de estas medidas es el inversor institucional en sentido estricto, es decir, las com-

pañías que llevan a cabo actividades de seguros de vida y de reaseguro y los fondos de pensiones de empleo y los gestores de activos, empresas de servicios de inversión (ESI) que proporcionan servicios de gestión de cartera de inversores, los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA), las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y las sociedades de inversión que no hayan delegado la gestión de sus activos en una SGIIC.

La considerable presencia de los inversores institucionales y de los gestores de activos en el capital flotante de las sociedades cotizadas determina que, una adecuada configuración de la estrategia de inversión e implicación de estas entidades en el gobierno corporativo de las sociedades participadas resulte clave para lograr los objetivos perseguidos por la Directiva. Sin embargo, la experiencia ha puesto de manifiesto que los inversores institucionales y los gestores de activos no se implican lo suficiente en el gobierno de las sociedades y que, en ocasiones, aplican planteamientos cortoplacistas que entran en conflicto con el rendimiento a largo plazo de las sociedades y con una gestión responsable de los activos. Por este motivo, la Directiva impone a los inversores institucionales y gestores de activos ciertas medidas de transparencia que deberán seguir bajo el principio de «cumplir o explicar».

— Política de implicación

Tanto los inversores institucionales como los gestores de activos deberán elaborar y publicar en su página web una política de implicación. Dicha política contendrá información sobre cómo integran a los inversores últimos en la política de inversión y, en concreto, sobre el modo en que (i) dan seguimiento a las sociedades en las que invierten; (ii) ejercen los derechos asociados a las acciones; (iii) cooperan con otros accionistas; y (iv) gestionan los conflictos de interés.

Asimismo, los inversores institucionales y los gestores de activos publicarán anualmente el grado de aplicación de su política de implicación y el sentido de su voto en las juntas generales de las sociedades participadas, con posibilidad de excluir los votos que se consideren insignificantes por razón de su objeto o de la dimensión de la participación del inversor dentro de su cartera de inversiones.

— Estrategia de inversión

Por otra parte, se impone a los inversores institucionales autogestionados el deber de revelar públicamente la manera en que su estrategia de inver-

sión es coherente con el perfil y la duración de sus pasivos (en particular, sus pasivos a largo plazo), y la manera en que contribuye al rendimiento a medio y largo plazo de sus activos.

Por su parte, los inversores institucionales que hayan delegado en un tercero la gestión de sus activos deberán publicar en su página web —y actualizar anualmente— cierta información sobre el acuerdo alcanzado con el gestor de activos. En concreto, tendrán que revelar la siguiente información: (i) cómo se incentiva la adecuación de la estrategia de inversión al perfil del inversor y a la mejora del rendimiento financiero y no financiero a medio y largo plazo de las sociedades participadas; (ii) cómo se controla la rotación y los costes asociados a ella; y (iii) cómo el sistema de evaluación y remuneración de la sociedad gestora es coherente con el perfil y la duración de los pasivos del inversor.

Finalmente, los gestores de activos estarán obligados a comunicar a los inversores institucionales información, con carácter anual, sobre (i) la manera en que sus decisiones de inversión descansan en la evolución del rendimiento a medio y largo plazo de los activos del inversor, así como en cuestiones sociales, medioambientales y de gestión; (ii) la composición, rotación y los costes de rotación de la cartera de inversiones; (iii) la política en materia de préstamos de valores; (iv) el uso de asesores de voto, y (v) si se han producido conflictos de interés y cómo se han resuelto.

Como se indicaba anteriormente, todas estas medidas las adopta la Directiva bajo el principio de «cumplir y explicar», de manera que los inversores institucionales y los gestores de activos que no cumplan algunos de estos preceptos deberán hacerlo público y explicar el motivo de manera clara y razonable. Algunas de estas previsiones ya se encuentran vigentes en el ordenamiento jurídico español y con carácter imperativo (*vid.* art. 46.1.d de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y su desarrollo reglamentario). En todo caso, será necesario llevar a cabo modificaciones para hacer coincidir el alcance nuestra regulación con el de la Directiva.

La transparencia de los asesores de voto (proxy advisors)

La considerable influencia que han logrado los asesores de voto en el ejercicio de los derechos políticos por parte de inversores institucionales y gesto-

res de activos ha hecho necesario establecer ciertos requisitos de transparencia en el desarrollo de su actividad. De igual forma que en el anterior bloque de medidas, las disposiciones adoptadas por la Directiva en este ámbito resultan de aplicación bajo el principio de «cumplir o explicar».

En virtud de la Directiva, los asesores de voto deberán acogerse a un código de conducta e informar públicamente sobre su grado de cumplimiento a través de su página web y con carácter anual. Además, deberán revelar, como mínimo cada año, los datos esenciales de su investigación y cualquier conflicto de interés, real o potencial, que pudiera afectar a la objetividad de sus recomendaciones. Con ello se persigue que sus clientes estén correctamente informados de la exactitud y fiabilidad de su asesoramiento y recomendaciones.

Es probable que la influencia de los asesores de voto en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas continúe aumentando como consecuencia del creciente protagonismo de las juntas (como contrapeso al poder de los órganos de administración) y de la intensificación de los deberes fiduciarios de los inversores institucionales. Por ello, y dada la escasa regulación de esta figura, cabe esperar que el régimen aplicable a los asesores de voto en materia de transparencia, control y responsabilidad sea objeto de un mayor desarrollo normativo en el futuro, ya sea a nivel comunitario o interno.

La incorporación del principio «say on pay» en el sistema de remuneración de los administradores

El sistema de remuneración de los administradores es un instrumento que, adecuadamente configurado, puede contribuir a solventar lo que en la teoría económica se conoce como conflictos de agencia mediante la alineación de los intereses de las sociedades y de sus administradores.

Para mejorar la eficacia de los sistemas de remuneración, la Directiva introduce lo que se conoce como el principio «say on pay» en las sociedades cotizadas europeas. Dicho principio consiste en «dar voz a la remuneración», en el entendido de que, para evitar una asunción excesiva de riesgos y contribuir a la sostenibilidad a largo plazo de las sociedades, es necesario aumentar la transparencia de los sistemas de remuneración, la rendición de cuentas por parte de los administradores y otorgar a los accionistas el derecho de pronunciarse sobre

la relación entre rendimiento y remuneración de los administradores.

No obstante, como se indica a continuación, las medidas introducidas por la Directiva en este ámbito no van a suponer un cambio relevante en nuestro ordenamiento jurídico.

— La política de remuneración

De acuerdo con la Directiva, las sociedades cotizadas deberán establecer una política de remuneración de administradores y garantizar el derecho de los accionistas a votar sobre ella. Como norma general, se prevé que el acuerdo de la junta tenga carácter vinculante, si bien la Directiva permite a los Estados miembros optar por su carácter meramente consultivo. Dicha votación deberá tener lugar siempre que se lleven a cabo modificaciones importantes de la política y, en todo caso, con una periodicidad mínima cuatrienal.

Además, la Directiva detalla el contenido que habrá de tener la política de remuneración. De entre la información que deberá contener destaca (i) la explicación del modo en que dicha política contribuye a la sostenibilidad a largo plazo de la sociedad; (ii) la descripción de los distintos componentes de la remuneración fija y variable, con indicación, en relación con esta última, de los criterios de rendimiento financiero y no financiero para su devengo, incluidas las bonificaciones y cualesquiera otras prestaciones, así como la proporción relativa de cada componente; (iii) la explicación del modo en que las condiciones laborales de los empleados de la sociedad se han tenido en consideración en la elaboración de la política; (iv) las principales condiciones de los contratos de los administradores, incluyendo, su duración, los plazos de preaviso, las características de los sistemas de pensión complementaria o jubilación anticipada, las condiciones de terminación y los pagos vinculados a esta; y (v) las medidas destinadas a evitar o gestionar conflictos de intereses.

La Directiva indica en sus considerandos que la política de remuneración debe contribuir a la consecución de la estrategia empresarial y a la sostenibilidad a largo plazo de la sociedad en su conjunto, en lugar de estar vinculada, entera o mayoritariamente, a objetivos a corto plazo. Sin embargo, las medidas adoptadas por la Directiva para promover una evaluación a largo plazo del rendimiento del administrador resultan notoriamente insuficientes. El régimen impuesto por la Directiva incrementará la transparencia de los sistemas de remuneración y

la rendición de cuentas por parte de los administradores, pero resultará insuficiente para lograr los ambiciosos objetivos perseguidos por la Directiva.

En todo caso, como se anticipaba, esta medida no introducirá grandes novedades en el ordenamiento español. El actual Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital («LSC»), ya obliga a las sociedades cotizadas españolas a contar con una política de remuneración de administradores. Además, dispone que dicha política debe ser sometida a la votación vinculante de la junta, siempre que se produzcan modificaciones relevantes y, en todo caso, cada tres años (periodicidad más estricta que la que exige la Directiva). Si será necesario, no obstante, modificar el actual contenido de los artículos 529 septdecies y octodecies de la LSC para ampliar el contenido mínimo que deberá tener la política de conformidad con lo previsto en la Directiva.

— El informe sobre remuneraciones

Las sociedades deberán elaborar un informe que contendrá la siguiente información sobre la remuneración global recibida o por recibir por cada administrador durante el último ejercicio: (i) la remuneración total desglosada en sus componentes, con el detalle de la proporción relativa; (ii) una explicación sobre la adecuación de la remuneración a la política de remuneración y sobre el modo el que contribuye al rendimiento a largo plazo de la sociedad; (iii) la variación anual de la remuneración, del rendimiento de la sociedad y de la remuneración media de los trabajadores a tiempo completo (distintos de los administradores) durante al menos los cinco ejercicios más recientes; (iv) toda remuneración procedente de cualquier empresa del grupo; (v) el número de acciones y de opciones sobre acciones y sus principales condiciones de ejercicio; (vi) información sobre la posibilidad de exigir la devolución de la remuneración variable; y (vii) información sobre toda desviación de la política de remuneración que se produzca en situaciones excepcionales, siempre que la política prevea dicha posibilidad con el objetivo de servir a los intereses a largo plazo y a la viabilidad de la sociedad.

El informe sobre remuneraciones contendrá información completa sobre la remuneración de cada administrador, incluido el importe de los subsidios familiares, si bien deberá quedar excluido el concepto por el que se recibe dicho subsidio. El informe no revelará en ningún caso datos personales relativos a la situación familiar de cada administra-

dor o categorías especiales de datos personales en el sentido del Reglamento (UE) 2016/679.

Con el objetivo de asegurar la correcta aplicación de la política de remuneración, la Directiva establece que el informe sobre remuneraciones del último ejercicio se someterá a la votación consultiva de la junta general ordinaria. No obstante, permite a los Estados miembros disponer, como alternativa a la votación, y solo en el caso de pequeñas y medianas empresas, que el informe se someta únicamente a debate. La sociedad explicará en el siguiente informe de qué manera se ha tenido en cuenta el resultado de la votación o debate, según corresponda.

El informe sobre remuneraciones se publicará en el sitio web de la sociedad durante un periodo de diez años. Transcurrido ese periodo, los informes no podrán seguir disponibles para el público, salvo que se eliminen todos los datos personales de los administradores.

De nuevo, la transposición de esta medida a nuestro ordenamiento jurídico se limitará a ajustar y concretar el contenido del informe sobre administraciones, toda vez que la reforma de la LSC de 2014 ya introdujo, mediante la inclusión del artículo 541, la obligación del consejo de administración de las sociedades cotizadas de preparar anualmente un informe sobre remuneraciones y someterlo a la votación consultiva de la junta general ordinaria.

Las operaciones con partes vinculadas

Como es bien sabido, las operaciones con partes vinculadas pueden causar un grave perjuicio a las sociedades y a sus accionistas, pues ofrecen a la parte vinculada la posibilidad de apropiarse de valor perteneciente a la sociedad. Por ello, es importante que existan salvaguardias en el ordenamiento jurídico que garanticen la protección de los intereses de las sociedades y de los accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los minoritarios. Con este fin, la Directiva adopta medidas para mejorar la transparencia y el control de las operaciones más importantes.

La Directiva se remite al Reglamento (CE) n.º 1606/2002 y, a su vez, por remisión de este, a la Norma Internacional de Contabilidad n.º 24 (NIC 24) relativa a la *Información a revelar sobre partes vinculadas*, y da un amplio margen de maniobra a los Estados para la delimitación del concepto en su vertiente objetiva. En efecto, la norma comunitaria se limita a enunciar una serie de pautas, considera-

blemente flexibles, que los Estados deberán seguir a la hora de definir el concepto de operación vinculada relevante a los efectos de determinar la aplicación de estas normas: (i) se valorará la influencia que la operación pueda tener en las decisiones económicas de los accionistas y el riesgo que la operación entraña para la sociedad; (ii) se fijarán criterios cuantitativos referidos al impacto de la operación en la sociedad (en particular, en los ingresos, los activos, la capitalización o el volumen de negocios de la sociedad) o cualitativos, como la naturaleza de la operación y la posición de la parte vinculada; y (iii) se agregarán todas las operaciones realizadas con una misma parte vinculada en el último ejercicio. Además, la Directiva permite que los Estados establezcan distintas definiciones de operaciones importantes con partes vinculadas a los efectos de aplicar las distintas medidas que a continuación se describen.

Las operaciones celebradas dentro del curso ordinario de la actividad empresarial y en condiciones de mercado quedarán excluidas de este régimen, salvo disposición contraria de los Estados miembros. No obstante, en tal caso, será necesario que el órgano de administración implante un procedimiento interno que garantice la correcta evaluación del cumplimiento de estas condiciones y en el que no podrán participar las partes vinculadas. Además, la Directiva permite que los Estados excluyan de la aplicación de este régimen determinadas operaciones en las que los riesgos propios de las operaciones vinculadas se vean mitigados (por ejemplo, operaciones entre la sociedad y sus filiales íntegramente participadas o en aquellos casos en los que exista una regulación específica en materia de grupos).

A la luz de lo anterior, resulta patente que los Estados miembros disponen de un alto grado de libertad para definir el concepto de operación vinculada. Solo queda esperar que, con ocasión de la transposición de la Directiva, España supere la desacertada regulación actual de estas operaciones en el ámbito del mercado de valores y que redefina el concepto de operación con partes vinculadas empleando parámetros claros y objetivos que faciliten la aplicación de la norma.

En lo que respecta a los requisitos de transparencia, la Directiva establece que las operaciones deberán ser publicadas no más tarde del momento de su celebración, debiendo indicarse la identidad de la parte vinculada, la fecha, el valor y cualquier otra información que permita evaluar la equidad de la operación. A decisión de los Estados miembros,

dicha publicación podrá incluir un informe que evalúe la equidad de la operación y que será elaborado por (i) un experto independiente, (ii) el órgano de administración o (iii) la comisión de auditoría u otra con mayoría de consejeros independientes. La parte vinculada en cuestión no podrá participar en la elaboración del informe.

Para incrementar el control, las operaciones importantes deberán ser aprobadas por la junta general o por el órgano de administración. Para garantizar una protección adecuada de los intereses sociales, la parte vinculada no podrá participar en la votación. Como excepción, la Directiva admite la posibilidad de que los Estados miembros permitan a la parte vinculada participar en la votación siempre que el Derecho nacional garantice salvaguardias adecuadas que impidan a esta parte aprovecharse de su posición, estableciendo, por ejemplo, mayorías cualificadas.

Una vez más, las transacciones con partes vinculadas ha sido una cuestión tratada en la reforma de la LSC de 2014. No obstante, la actual regulación española en esta materia difiere considerablemente de la adoptada por la Directiva, por lo que, a pesar del margen de discrecionalidad y de la flexibilidad de las medidas, España deberá introducir novedades a este respecto. La principal será la de incorporar el sistema de comunicación anticipada (o simultánea), frente al sistema de comunicación *a posteriori* que contempla actualmente nuestro Derecho.

SANCIONES, TRANSPOSICIÓN Y ENTRADA EN VIGOR

Los Estados miembros deben establecer un régimen sancionador aplicable en caso de incumplimiento

de las normas de transposición de la Directiva que sea efectivo, proporcionado y disuasorio.

La Directiva entró en vigor veinte días después de su publicación en el *DOUE*. Los Estados miembros disponen de veinticuatro meses desde la entrada en vigor (esto es, hasta el 10 de junio de 2019) para transponerla a su Derecho interno. No obstante, dispondrán de veinticuatro meses desde la fecha de adopción de los actos de ejecución de la Comisión referidos en el primer bloque de medidas para dar cumplimiento a las previsiones en materia de identificación de los accionistas, transmisión de información y facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas.

BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA

DÍAZ MORENO, A.: «Directiva (UE) 2017/828: identificación de los accionistas, transmisión de información y facilitación del ejercicio de los derechos de socios», *Análisis G A _ P*, julio de 2017.

KOLLER, T., MANYIKA, J. y RAMASWAMY, S.: «The case against corporate short termism». *Milken Institute Review*, 4 de agosto de 2017.

LEÓN SANZ, F. J.: «La reforma del Derecho europeo de sociedades cotizadas», en *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital*, Aranzadi, 2017, págs. 137-172.

PAREDES, C. y VILLACAMPA, A.: «La nueva regulación sobre comunicación de operaciones vinculadas en derecho español», *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 11, 2005, págs. 13-24.

MARÍA GARCÍA ROLDÁN*

* Abogada del Área de Derecho Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).