

## LAS OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN SOBRE HECHOS RELEVANTES Y SOBRE TRANSACCIONES CON PERSONAS VINCULADAS EN EL PROYECTO DE LEY FINANCIERA

✉ LUIS DE CARLOS BERTRÁN y MARTA RÍOS ESTRELLA  
*Abogados*

### 1. INTRODUCCIÓN

#### 1.1. Importancia de la cuestión

Los principales deberes que recaen sobre las sociedades cotizadas giran en torno al principio de información completa o «*full disclosure*» en terminología anglosajona<sup>1</sup>. Por virtud de este principio todas las sociedades cotizadas están obligadas a proporcionar públicamente una información fidedigna, completa, efectiva y actualizada que permita a los inversores formarse un juicio fundado sobre la situación de la

empresa y que contribuya al buen funcionamiento y a la transparencia del mercado de valores<sup>2</sup>.

El principio de información completa se materializa, en primer lugar, en las obligaciones de información periódica. Así, las empresas cotizadas deben facilitar información contable con carácter trimestral, semestral y anual, con distinto alcance según los casos<sup>3</sup>. Esta obligación de información periódica es básica pero, hoy en día, resulta insuficiente. El dinamismo del mercado y la velocidad a la que se suce-

<sup>1</sup> F. Valenzuela Garach, *La información en la sociedad anónima y el mercado de valores*, Madrid, 1993, págs. 195 ss., afirma que, si bien este principio de «*full disclosure*» o de «total publicidad» ejerció, desde su aparición en la legislación estadounidense de los años treinta, una significativa influencia en un buen número de los restantes ordenamientos societarios, nuestra legislación societaria aparecía marcada por una larga tradición de reticencias y de limitaciones frente a la filosofía de la *corporate democracy*. En este sentido, el autor entiende que la actual mejora de la situación no es más que una confirmación de la adopción en nuestro ordenamiento del mencionado principio de *full disclosure*, de un principio que encuentra su principal reflejo práctico y su hilo conductor en el principio de la igualdad de trato y de oportunidades de los accionistas, inspirador de toda la disciplina del Derecho de sociedades y bajo cuyo imperio debe partir todo operador que se vea inmerso en el ámbito del mercado de valores.

<sup>2</sup> J.E. Cachón Blanco, *Derecho del Mercado de Valores*, Madrid, 1992, vol. II, pág. 485, destaca que la información constituye la obligación principal derivada de la cotización oficial de una sociedad. Según el autor, las apelaciones al ahorro público, es decir, a una masa de ahorradores que no cuentan con instrumentos jurídicos ni económicos de control importantes, requieren el cumplimiento de unas medidas de protección de tales inversores. La información se exige, en primer lugar, a los emisores de valores, por el hecho de apelar al ahorro público y en el momento de la emisión, y en segundo lugar, a las sociedades y entidades que solicitan la admisión de valores a cotización, en atención a los futuros compradores y suscriptores, pero en este caso la información no se limita a dicho momento de admisión, sino que se exige con posterioridad una información continua de la sociedad o entidad cotizada, para que los inversores puedan formular un juicio continuo sobre la situación de la sociedad, permitiéndoles tomar decisiones de comprar o vender tales valores sobre la base de una información eficaz.

<sup>3</sup> El art. 35 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores obliga a que «las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial hagan público con carácter trimestral un avance de sus resultados y otras informaciones relevantes. En todo caso, con carácter semestral, harán públicos sus estados financieros complementarios, con un detalle similar al requerido para sus estados anuales». Este precepto fue reformado por la Ley de Presupuestos de 1990 (Ley de 29 de junio de 1990) y venía de hecho a simplificar levemente las obligaciones de información

den los acontecimientos en el mundo actual, exigen una información inmediata. Esta necesidad de información puntual ha venido a materializarse en la obligación de comunicación de hechos relevantes por parte de las sociedades cotizadas.

Junto a las obligaciones de información periódica y de hechos relevantes, en los últimos tiempos se ha puesto de manifiesto la importancia de la información sobre las transacciones que realiza la sociedad cotizada con personas vinculadas a la misma (accionistas, consejeros, directivos, etc.)<sup>4</sup>. Lo que se persigue con la imposición a las sociedades cotizadas de obligaciones específicas de información en este campo es asegurar la transparencia en la gestión y evitar que las personas más próximas a ella obtengan ventajas indebidas en detrimento del resto de los accionistas.

A continuación se analizan las obligaciones de información sobre hechos relevantes y sobre transacciones con personas vinculadas. Primero repasaremos la regulación vigente para después comentar los cambios que prevé el Proyecto de Ley Financiera (en lo sucesivo «el Proyecto») según el texto aprobado por el Pleno del Congreso y que actualmente (en el momento de cerrar esta publicación) se debate en el Senado.

## 1.2. Regulación actual de las obligaciones de información sobre hechos relevantes y transacciones con personas vinculadas

### 1.2.1. Hechos relevantes

Con anterioridad a la promulgación de la Ley del Mercado de Valores (LMV), el Real Decreto 1847/1980,

de 5 de septiembre, ya establecía la obligación de comunicación y posterior publicación en el Boletín Oficial de Cotización de todo *hecho relevante* para la situación de la sociedad o para la consideración del valor de los títulos por parte del público, especificando enunciativamente algunos supuestos concretos.

La LMV recogió este principio en su artículo 82 que obliga a los emisores de valores a «*informar al público en el más breve plazo posible, de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los mismos*».

Para facilitar a los emisores ciertas pautas que les ayudaran a interpretar el alcance de este precepto, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) publicó la Carta Circular 9/1997, de 7 de julio, sobre hechos relevantes que fue posteriormente sustituida por la Carta Circular 14/1998, de 28 de diciembre. Esta última fue posteriormente dejada sin efecto por la propia CNMV<sup>5</sup>. Mucho se ha discutido sobre estas Cartas Circulares y su eventual carencia de rango jurídico. No es éste el lugar adecuado para analizar esta polémica. Sin embargo, es indudable que las Cartas Circulares prestaron un servicio a la comunidad financiera y sirvieron para establecer unos criterios y pautas de comportamiento que siguen vigentes aunque las Cartas Circulares hayan sido retiradas. La mejor prueba de ello es que, como veremos, el Proyecto de Ley Financiera pretende consagrar con rango de ley los principios fundamentales de las Cartas Circulares en materia de comunicación de hechos relevantes.

existentes, por cuanto hasta entonces existía una obligación amplia de información trimestral. La nueva redacción del art. 35 amplió el marco de la información semestral, reduciendo la información del primer y tercer trimestre. El contenido de dichas informaciones trimestrales y semestrales fue desarrollado posteriormente por la Orden Ministerial de 18 de enero de 1991

<sup>4</sup> Cabe mencionar aquí el reciente caso Enron, en el que uno de los aspectos más problemáticos es el relativo a la información o publicidad de las transacciones que la compañía realizó con personas vinculadas. Sin ánimo de entrar en los detalles de la investigación del caso, el informe del Comité Especial de Investigación (generalmente conocido como «*Powers Report*» por referencia a William Powers, Decano de la Facultad de Derecho de la Universidad de Tejas y presidente del Comité) revela que se trata de un caso que afecta, no tanto a la cantidad de la información publicada como a su calidad. En efecto, a pesar de que Enron proporcionó una cantidad considerable de información fáctica sobre las operaciones vinculadas en sus informes públicos trimestrales y anual, dicha información podía calificarse de opaca, dado que no reflejaba con claridad la naturaleza o esencia de las operaciones, minusvalorando su importancia e incluso, en algunos casos, ocultando su importe y sustancia. En opinión del Comité Especial de Investigación, la información que Enron publicó sobre sus operaciones vinculadas era «inadecuada» y era el resultado de un esfuerzo por evitar publicar los intereses financieros de algunas de las partes involucradas en dichas operaciones. El Comité cree que la responsabilidad de la deficiencia de la información suministrada al mercado recae no sólo en el equipo directivo de Enron, sino también en sus abogados y auditores externos que supervisaron y aprobaron dicha información. Al respecto véase el *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Enron Corp. Board of Directors*.

<sup>5</sup> Véase *Memoria 2000*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, págs. 17 y 18.

Además, las Cartas Circulares tuvieron la virtud de destacar la importancia de esta obligación de información, incrementando sustancialmente la concienciación en las empresas españolas de la necesidad de remitir estas comunicaciones cada vez que se produce un hecho que pudiera ser relevante para el mercado.

Otra referencia importante para interpretar el alcance de la obligación de comunicación de hechos relevantes es la guía modelo de Reglamento Interno de Conducta elaborada por la CNMV y que contiene recomendaciones precisas al respecto. Así, según la mencionada guía, cualquier información no conocida por el mercado que pueda influir de forma sensible en la cotización de los valores afectados es susceptible de constituir un hecho relevante. Ello incluye:

- a) Los datos fundamentales relativos a la eficiencia económica de la entidad o su Grupo;
- b) Los datos relacionados con la política de inversión y financiación que conlleven importantes movimientos inmediatos o futuros de flujos de caja; y,
- c) Los datos relativos a la estructura jurídica de la entidad o su Grupo, la organización del negocio y sus órganos de administración o de dirección<sup>6</sup>.

### 1.2.2. Transacciones con personas vinculadas

Por lo que se refiere a las obligaciones de información sobre transacciones con personas vinculadas, la legislación española está más atrasada que los orde-

namientos de los principales países de nuestro entorno y, hasta la fecha, la normativa vigente es muy dispersa y de alcance limitado.

En efecto, en el Derecho comparado la normativa sobre transacciones de sociedades cotizadas con personas vinculadas está muy desarrollada. Así, en los Estados Unidos es obligatorio hacer públicas dichas transacciones si son materiales para la compañía. Para apreciar si una transacción es relevante deben tenerse en cuenta todas las circunstancias de la misma, aunque, por regla general, se consideran relevantes aquellas superiores a 60.000 dólares<sup>7</sup>. Se califican como personas vinculadas a los consejeros, ejecutivos y accionistas con participación superior al 5% y sus familiares. Las transacciones con personas vinculadas deben desglosarse en los estados contables de acuerdo con los criterios de US GAAP e incluirse en la información a la SEC. Es aconsejable que estas transacciones sean aprobadas por los consejeros independientes de la sociedad. A pesar de estas normas, el caso Enron ha provocado un gran debate sobre su efectividad y la necesidad de reforzar aún más los controles sobre las transacciones con personas vinculadas que, en gran parte, están detrás de la quiebra de esta sociedad<sup>8</sup>.

La legislación del Reino Unido va aún más lejos y las *UKLA Listing Rules* requieren la previa aprobación por la Junta de accionistas de las transacciones de las sociedades cotizadas con personas vinculadas. Se consideran como tales a los accionistas con par-

<sup>6</sup> La guía modelo de Reglamento Interno de Conducta establece además una serie de principios a los que debe ajustarse la actuación de las entidades emisoras y de todas las personas que tengan acceso a informaciones que puedan constituir hechos relevantes. Los principios mencionados por la guía son los siguientes: a) Sigilo: durante el periodo de elaboración, planificación o estudio de una decisión que vaya a dar lugar a un hecho relevante (fase de secreto), el emisor adoptará una actitud de sigilo, en orden a evitar la confusión y la creación de falsas expectativas en los mercados; b) Transparencia: el emisor dará la máxima transparencia a la información que sea relevante para los inversores o para el mercado con objeto de contribuir a la correcta formación del precio, estando obligadas las personas afectadas a adoptar un papel activo al respecto; c) Neutralidad: siempre que sea posible, tanto la comunicación de hechos relevantes como de la información pública periódica debe realizarse con el mercado cerrado a fin de evitar distorsiones en la negociación; d) Colaboración con las autoridades supervisoras y rectoras de los mercados; e) Deber de diligencia: la información que el emisor suministre al mercado debe ser veraz, clara, cuantificada, concisa, completa, puntual y no ha de resultar confusa o engañosa.

<sup>7</sup> Item 404 Regulation S-K bajo la *US Securities Act* de 1933: «*The materiality of any interest is to be determined on the basis of the significance of the information to investors in light of all the circumstances of the particular case*». La cifra de 60.000 dólares no es un «*safe harbour*». Es posible que una transacción cuyo valor sea inferior a dicha cantidad pueda ser considerada material y deba ser desglosada.

<sup>8</sup> Las transacciones entre Enron y los LJM partnerships, vehículos especiales creados por la propia Enron y a los que ésta vendió importantes activos generando plusvalías contables, no fueron adecuadamente explicados en los informes de Enron ni tampoco los intereses de su director financiero, Mr. Fastow, en LJM (véase Powers Report).

ticipación superior al 10% y a los consejeros de la compañía<sup>9</sup>.

En Francia, la regulación se limita a las relaciones entre la sociedad y sus administradores (no se incluye a los accionistas significativos). La regla general (artículo 225.38 del Código de Comercio) es que las transacciones entre una sociedad y sus administradores y directores generales requieren la autorización previa del consejo de administración. Se prohíbe, sin embargo, la concesión de préstamos o avales a los administradores y, por el contrario, no se requiere autorización para las operaciones ordinarias celebradas en condiciones normales de mercado<sup>10</sup>.

Por el contrario, en España se trata de una materia que hasta la fecha ha tenido una escasa regulación. La LSA no trata específicamente de la cuestión y sólo en el artículo 200, al regular el contenido de la Memoria, exige que se haga constar el importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengados por los miembros del órgano de administración, así como las obligaciones contraídas en materia de pensiones o de pago de primas de seguros de vida y el importe de los anticipos y créditos concedidos y de las garantías otorgadas<sup>11</sup>.

Por lo que se refiere a la regulación del mercado de valores únicamente la Orden de 12 de julio de 1993 sobre folletos informativos incluye un epígrafe (VI.2.2) relativo a las transacciones inhabituales y relevantes de la sociedad con los miembros del órgano de administración, directivos y demás personas que asumen la gestión al nivel más elevado y fundadores si la sociedad fue fundada hace menos de cinco años. A estos efectos se consideran transacciones inhabituales y relevantes, por ejemplo, la compra o venta de activos inmobiliarios, los contratos de la sociedad o sus filiales con dichas personas, los pres-

tamos a la sociedad concedidos por dichas personas, etc. Adicionalmente otros apartados (VI.2.3, VI.2.4 y VI.2.5) exigen información sobre remuneraciones, pensiones, seguros de vida, créditos, opciones, etc..

Sin embargo, el *Informe Olivencia* sobre prácticas de buen gobierno se ha ocupado específicamente de la cuestión. Así, el Informe destaca la necesidad de limitar y rodear del máximo de cautelas la realización —por vías directas o indirectas— de transacciones entre el consejero y la compañía, porque estas operaciones pueden resultar peligrosas para el interés social. A tal efecto, la Comisión Especial autora del *Informe Olivencia* estima que la normativa interna de la sociedad debería recoger formalmente el deber del consejero de informar anticipadamente de la situación de conflicto de intereses y establecer un mecanismo de control, que podría consistir —según enseña la mejor práctica— en la previsión de que estas operaciones hayan de ser aprobadas por el Consejo, previo informe por la comisión delegada que corresponda. También considera conveniente dar publicidad a estas operaciones. Asimismo, la Comisión Especial recomienda regular expresamente la utilización por los consejeros de los activos sociales, con objeto de impedir su aplicación con fines exclusivamente privados o el aprovechamiento de ventajas patrimoniales.

En relación con las transacciones con accionistas, la Comisión Especial aconseja la adopción de tres reglas básicas. La primera es una regla de competencia, de conformidad con la cual el Consejo debería reservarse formalmente el conocimiento de cualquier transacción directa o indirecta entre la sociedad y un accionista significativo, con la previsión de que en ningún caso procederá a aprobarla si previamente no se ha sido emitido un dictamen por parte de la comisión delegada que corresponda, que debe-

<sup>9</sup> Las *UKLA Listing Rules* exigen: (i) que la compañía haga un anuncio dando detalles de la transacción y de la persona vinculada afectada; (ii) que envíe una circular a los accionistas con la información incluyendo una afirmación del consejo, apoyada por un asesor financiero independiente, de que la transacción es equitativa y razonable para la compañía; (iii) que se obtenga la aprobación de los accionistas; y (iv) que la parte afectada se abstenga en la votación. Las transacciones que supongan menos del 0,25% del tamaño de la compañía (medido en relación con sus activos, ingresos y capitalización) están exentas de estas reglas.

<sup>10</sup> Por operación ordinaria se entienden los contratos incluidos en la actividad habitual de la sociedad celebrados en condiciones comerciales generales consentidas a terceros sin ningún privilegio. (*Lamy sociétés commerciales*, pág. 1.543).

<sup>11</sup> Conviene señalar que las informaciones contenidas en el art. 200 de la LSA deben facilitarse de forma global por cada categoría, excluyendo indicaciones personalizadas o individuales de las mismas. Al respecto, véase Uría, Menéndez y Olivencia, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Madrid, tomo VIII, vol. I, págs. 619 ss.

rá valorar la transacción desde el punto de vista de la igualdad del trato debido a todos los accionistas y de las condiciones de mercado. La segunda es una regla de transparencia, en cuya virtud el Consejo de Administración quedaría obligado a reflejar en la memoria anual de la sociedad información sobre las transacciones realizadas con accionistas significativos (volumen de las operaciones y naturaleza de las más relevantes) a fin de que todos los demás puedan conocer su alcance e importancia. La tercera es una regla de abstención, que obligaría a los accionistas significativos a no votar en las decisiones de las juntas en las que, directa o indirectamente, tengan un interés propio<sup>12</sup>.

### 1.3. Conveniencia de reforzar la legislación: el Proyecto de Ley Financiera

Tras más de una década de experiencia en el funcionamiento del mercado de valores español después de la profunda reforma que supuso la LMV y teniendo en cuenta el aumento del reproche social asociado a toda conducta abusiva en relación con la información o el aprovechamiento de ventajas indebidas, resulta acertado que se revise la legislación en materia de información sobre hechos relevantes y transacciones con personas vinculadas con el fin de tener un mercado de valores cada vez más transparente y, por tanto, más eficiente y unas empresas más perfectas en sus prácticas de gobierno corporativo.

En este sentido, el Proyecto modifica el artículo 82 de la LMV sobre información relevante, introduce un artículo 83 bis que regula las obligaciones para salvaguardar la confidencialidad de la información y amplía el artículo 35 de la LMV para incluir determinadas obligaciones de información sobre transacciones con personas vinculadas.

## 2. LA INFORMACIÓN SOBRE HECHOS RELEVANTES EN EL PROYECTO DE LEY FINANCIERA

### 2.1. El concepto de información relevante

El Proyecto modifica el artículo 82 de la LMV para ampliar el concepto de «*información relevante*». Según el Proyecto, «*se considerará información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmi-*

*tir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario*».

La diferencia básica entre el texto actual y el reformado estriba en que el Proyecto introduce un criterio subjetivo de «*razonabilidad*» ausente hasta ahora en la tipificación del artículo 82. Sin embargo, el Proyecto aprobado por el Gobierno se refería a un «*inversor razonable*». El artículo ha sido enmendado por el Congreso y ahora se habla de que la información pueda afectar a un «*inversor razonablemente*». Nos parece más correcto que el test de razonabilidad se prodigue del modo en que la información pueda afectar al inversor que al propio inversor, pues ello supondría calificar a algunos inversores de «*irracionales*». Ello no obstante, la nueva redacción no es muy afortunada y sería más correcto gramaticalmente que «*razonablemente*» siguiera a «*afectar*».

Por tanto, para establecer cuándo una información es relevante se está introduciendo a nivel legislativo un concepto jurídico indeterminado cuya concreción exige la aplicación del sentido común. En este sentido, entedemos que siempre que pudiera establecerse que ante la difusión de la información en cuestión el comportamiento lógico de un inversor sería la de comprar o vender valores de la sociedad afectada, alterando su cotización, dicha información podría ser considerada como relevante. Ahora bien, no toda potencial alteración de la cotización es suficiente para calificar la información como relevante sino que hace falta que se trate de una alteración «*sensible*». Se introduce así un segundo concepto indeterminado para delimitar el alcance de la obligación. «*Sensible*», según el Diccionario de la Real Academia, significa, entre otras acepciones, perceptible, manifiesto, patente. Es decir, que debe tratarse de una alteración significativa de la cotización. La norma no precisa si es un 1%, un 5% o más. Por tanto, habrá que juzgar la sensibilidad en cada caso concreto.

Por tanto, «*razonabilidad*» de que la información debería influir en un inversor en sus decisiones de inversión y «*sensibilidad*» en la alteración del precio que ello conllevaría, son los dos criterios que establece el Proyecto y que debe manejar el intérprete

<sup>12</sup> El art. 52 de la LSRL constituye una referencia en el sentido de imponer la abstención del socio afectado por una situación de conflicto de intereses.

para decidir si una determinada información sobre un emisor es susceptible o no de ser calificada como hecho relevante.

Dada la indeterminación de ambos conceptos, parece conveniente realizar desde aquí una llamada a la prudencia de los emisores de forma que cuando tengan dudas de si una información es o no relevante, lo más aconsejable que pueden hacer es contrastar el criterio con sus abogados y, en última instancia, comunicarla que más vale excederse en la información que quedarse corto en ella.

## 2.2. El momento en que debe comunicarse

A este respecto, el Proyecto dispone (nueva redacción del artículo 82.3) que *«la comunicación a la CNMV deberá hacerse con carácter previo a su difusión por cualquier otro medio y tan pronto como sea conocido el hecho, se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contrato con terceros de que se trate»*.

Así pues, en primer lugar, se establece el principio de prioridad de información a la CNMV: la comunicación de hechos relevantes debe hacerse a la CNMV antes que a nadie. Por tanto, la sociedad debe remitir la información a la CNMV y luego puede darla a los medios de comunicación y a los analistas. En consecuencia, las reuniones con los medios y con los analistas deben planificarse de tal forma que las mismas se produzcan después de haber remitido la comunicación a la CNMV. Asimismo deben cuidarse las informaciones a la prensa, analistas e inversores institucionales para que el contenido de las mismas sea consistente con la información pública facilitada a la CNMV para evitar asimetrías informativas.

En segundo lugar, se impone el principio de inmediatez: la comunicación de hechos relevantes debe hacerse tan pronto como sea posible. Ahora bien, en este punto la norma distingue entre tres clases de informaciones diferentes: *«hechos»*, *«decisiones»* y *«acuerdos»*. Para cada uno de ellos fija el momento a partir del cual deben hacerse públicos.

Según el Diccionario de la Real Academia, un *«hecho»* es una cosa que sucede. Una *«decisión»* es una resolución que se toma y un *«acuerdo»*, refiriéndose a dos o más personas, significa mostrar conformidad o alcanzarla. En consecuencia, un *«hecho»* es una circunstancia que se produce y afec-

ta a la sociedad emisora aunque no sea causada por ella (ejemplo: un incendio, una huelga, una demanda judicial presentada por un tercero). Por el contrario, una decisión es un acto de voluntad unilateral de los órganos de gobierno de la empresa (ejemplo: una inversión). Finalmente, un *«acuerdo»* es también un acto de voluntad del emisor pero que requiere un concierto de voluntad con un tercero.

A la vista de la distinta naturaleza de estas tres clases de informaciones, el Proyecto establece, con toda lógica, que los hechos deben comunicarse tan pronto como sean conocidos por la empresa, las decisiones cuando sean adoptadas por el órgano competente y los acuerdos o contratos en cuanto sean firmados. En consecuencia, habrá que calificar primero la naturaleza de la información (hecho, decisión o acuerdo) para determinar a continuación el momento en que debe comunicarse según las reglas mencionadas anteriormente.

## 2.3. El contenido y el modo de la comunicación

Según el Proyecto, *«el contenido de la comunicación deberá ser veraz, claro, completo y, cuando así lo exija la naturaleza de la información, cualificado, de manera que no induzca a confusión o engaño»*.

Se trata de una concreción del principio de información completa (*«full disclosure»*) al que nos referíamos con anterioridad. Las comunicaciones de hechos relevantes deben responder a los principios de veracidad, integridad y claridad de la información para que no se produzcan distorsiones en el mercado y los inversores puedan formarse un juicio fundado. Además, se precisa que cuando la naturaleza de la información lo requiera, la misma debe presentarse de forma cualificada para que los inversores puedan apreciar los efectos económicos sobre la empresa del hecho, decisión o acuerdo objeto de la información.

En cuanto al modo de la comunicación, el Proyecto faculta al Ministro de Economía y, con su habilitación expresa, a la CNMV para desarrollar la Ley en este punto. Ello no obstante, de la práctica seguida hasta la fecha, puede presumirse que las comunicaciones de hecho relevante deben realizarse por escrito dirigido a la CNMV y remitirse por el medio más rápido y eficiente a la CNMV. Recibido en la CNMV, un hecho relevante será comunicado

inmediatamente al mercado, a los difusores profesionales y agencias de información. Es aconsejable que, si es posible, la comunicación se produzca después del cierre o antes de la apertura del mercado para evitar que su difusión con el mercado abierto produzca distorsiones en la cotización que pudieran llevar a la suspensión de la misma.

#### 2.4. Medidas para salvaguardar la confidencialidad de la información

Ya hemos señalado que las decisiones deben comunicarse cuando se adoptan por el órgano competente y los acuerdos cuando se firman. Sin embargo, las decisiones y los acuerdos suelen venir precedidos de trabajos preparatorios y negociaciones que pueden durar mucho tiempo y durante los cuales pueden producirse fugas de información que pueden tener una incidencia en el mercado. Por ello durante esta fase preparatoria es muy necesario salvaguardar la confidencialidad de la información.

Este es el objeto del nuevo artículo 83 bis de la LMV que introduce el Proyecto y que sigue las recomendaciones de la CNMV que ahora se consagran como obligaciones legales. Así, se dispone que los emisores de valores, durante las fases de estudio o negociación de cualquier tipo de operación jurídica o financiera que pueda influir de manera apreciable en la cotización, tienen la obligación de:

- a) Limitar el conocimiento de la información estrictamente a aquellas personas, internas o externas a la organización, a las que sea imprescindible;
- b) Llevar, para cada operación, un registro documental en el que consten los nombres de las personas a que se refiere el párrafo anterior y a la fecha en que cada una de ellas ha conocido la información;
- c) Advertir expresamente a las personas incluidas en el registro del carácter de la información y de su deber de confidencialidad y de la prohibición de su uso;
- d) Establecer medidas de seguridad para la custodia, archivo, acceso, reproducción y distribución de la información; y,
- e) Vigilar la evolución en el mercado de los valores por ellos emitidos y las noticias que los difusores profesionales de información económica y los medios de divulgación emitan y les pudieran afectar.

#### 2.5. Ruptura de la confidencialidad

Si, a pesar de las medidas adoptadas para salvaguardar la confidencialidad durante la fase de estudio, se produce una evolución anormal de los volúmenes contratados o de los precios negociados, y existen indicios racionales de que tal evolución se está produciendo como consecuencia de una difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación, el Proyecto (artículo 83 bis 1.f)) obliga al emisor a reaccionar ante tales circunstancias y le requiere la publicación de un hecho relevante en el que informe, de forma clara y precisa, del estado en que se encuentra la operación en curso o que contenga un avance de la información a suministrar.

#### 2.6. Un caso concreto: las advertencias sobre resultados

Advertir sobre los resultados de una sociedad cotizada es una práctica consistente en avisar al mercado de que determinadas previsiones sobre resultados futuros de la compañía que en su momento fueron anunciadas no se van a poder cumplir en la cuantía o en el plazo en el que fueron inicialmente previstos. Es lo que en la práctica internacional se conoce como «*profit warnings*».

En Estados Unidos, existe un principio esencial que rige la actuación de las sociedades cotizadas en lo que a información se refiere y que recoge la idea de que el mercado siempre «*castiga*» las sorpresas. A pesar de que la Securities and Exchange Commission (organismo supervisor equivalente a la CNMV española) no regula de manera directa este tema, las normas del NYSE (New York Stock Exchange) establecen la obligación de informar de cualquier noticia que pueda afectar a la cotización de un valor y de actuar con rapidez para desvirtuar posibles rumores infundados, resultado de inusuales variaciones en los precios de los valores. Sin duda, la confianza de los inversores en los mercados estadounidenses se basa, entre otras cosas, en la constante preocupación por proporcionar información completa, veraz y puntual y en el reforzado sistema de sanciones contra conductas fraudulentas que quiebren esa confianza. Todo acontecimiento significativo que pueda afectar a las perspectivas de futuro de una sociedad debe hacerse público a través de un «*Forward Looking Statement*».

Muy similar es la situación en el Reino Unido. La regulación en las «*Listing Rules*» obliga a notificar oficialmente a través de los conocidos «*Announcements*» toda información que no sea pública y que se refiera a cambios sustanciales en la situación financiera de la sociedad, en el desarrollo de su negocio o en las expectativas de desarrollo de éste. Esta disposición normativa viene a completarse con una «*Guía para la comunicación de información relevante*» que, sin tener fuerza de ley, recoge una larga lista de supuestos concretos y analiza cuál debe ser la reacción ante ellos de una sociedad cotizada: acontecimientos inesperados, revelación de datos por descuido, rumores fundados / infundados en operaciones de fusión, previsiones sobre resultados confidenciales, reuniones con analistas, con periodistas, etc.

En España no existe ninguna norma específica sobre «*profit warnings*» y tampoco hay una práctica consolidada al respecto. En una versión previa del Proyecto se incluía en el artículo 82 de la LMV una previsión que obligaba a los emisores de valores a comunicar un hecho relevante cuando tuvieran información o pudieran prever que sus expectativas de resultados no fueran a hacerse realidad en la magnitud o plazos previstos anunciados, sin esperar a la remisión de la información pública periódica. En el Proyecto aprobado por el Gobierno se ha suprimido este precepto. Desconocemos las razones de esta supresión y consideramos que una previsión de esta naturaleza hubiera sido muy adecuada para reforzar la transparencia del mercado. A pesar de ello, de la carencia de norma expresa no cabe deducir la falta de obligación pues en última instancia las advertencias sobre resultados estarían incluidas en la obligación genérica del artículo 82 sobre comunicación de información relevante ya que no cabe duda que la previsión de que los resultados esperados no van a cumplirse es un hecho de lo más relevante que debe ser comunicado tan pronto como la empresa sea consciente de ello.

### 2.7. Los hechos relevantes confidenciales

El Proyecto prevé (artículo 82.4) que, excepcionalmente, cuando el emisor considere que una información no debe ser hecha pública por afectar a sus intereses legítimos, debe informar inmediatamente a la CNMV pero puede solicitar de ésta que le dispense de la obligación de comunicación pública.

La CNMV podrá dispensarle de conformidad con el artículo 91 de la LMV si considera que la divulgación de tales informaciones es contraria al interés público o puede ir en detrimento grave de quien la divulga siempre y cuando, en este último caso, que sea improbable que tal omisión induzca al público a error con respecto a hechos o circunstancias cuyo conocimiento sea esencial para la evaluación de los valores en cuestión.

Para que la CNMV pueda evaluar la solicitud de confidencialidad de la entidad emisora debe recibir de ésta una justificación de las razones en las que basa su petición, la lista de las personas que conocen la información reservada y el plazo durante el cual se solicita la confidencialidad.

Si la CNMV acepta la solicitud mantendrá, en principio, la confidencialidad de la información hasta que la sociedad la haga pública. No obstante, la CNMV puede considerar necesaria la difusión de la información en cualquier momento si advierte alteraciones en el mercado o se produce una filtración de la información. En estos casos, la CNMV antes de difundir el hecho relevante lo comunicará al emisor.

### 2.8. Facultades de la CNMV para exigir la difusión de hechos relevantes

Sin perjuicio de las obligaciones que recaen sobre los emisores de valores de comunicar de forma inmediata los hechos relevantes en los términos expuestos, el Proyecto modifica el artículo 89.1 de la LMV para reforzar las facultades de la CNMV la cual puede «ordenar a los emisores de valores y a cualquier entidad relacionada con los mercados de valores que procedan a poner en conocimiento inmediato del público hechos o informaciones relevantes que puedan afectar a la negociación de los mismos, pudiendo, en su defecto, hacerlo ella misma».

### 2.9. Consecuencias del incumplimiento de las obligaciones de comunicar los hechos relevantes

El Proyecto modifica también la letra ñ) del artículo 99 de la LMV que tipifica como infracción muy grave de la LMV el incumplimiento por parte de los emisores de valores de la obligación de comunicación de información relevante establecida en el

artículo 82 del mismo texto legal. Ello no obstante, no todo incumplimiento se considera infracción muy grave sino únicamente cuando del mismo se derive un perjuicio grave para el mercado. En otro caso, el incumplimiento se calificará como infracción grave tipificada por el artículo 100 j).

También se sanciona como infracción muy grave el incumplimiento de los requerimientos de la CNMV formulados en virtud del artículo 89 así como el suministro a la CNMV de datos inexactos o no veraces o la aportación a la misma de información engañosa o que omita maliciosamente aspectos o datos relevantes. El calificativo «maliciosamente» determina la necesidad de que concurra una conducta dolosa.

Llama la atención que no se tipifique específicamente como infracción el incumplimiento por los emisores de las obligaciones establecidas en el nuevo artículo 83 bis relativas a las medidas que deben adoptar para salvaguardar la información confidencial. En consecuencia, si no se modifica el Proyecto, su incumplimiento sería considerado como infracción grave de la LMV (artículo 100 n)) relativo a la infracción de las normas de conducta previstas en el título VII cuando no constituyan infracción muy grave). Sin embargo, sí se califica como infracción muy grave de la LMV (artículo 99 o)) el incumplimiento de las obligaciones establecidas en el artículo 81.2 (información privilegiada) cuando el infractor figure o debiera haber figurado en los registros de personas que hubieran tenido acceso a información confidencial a los que se refiere el artículo 83 bis.

### 3. LAS TRANSACCIONES CON PERSONAS VINCULADAS EN EL PROYECTO DE LEY FINANCIERA

#### 3.1. El ámbito subjetivo: El concepto de persona vinculada

El Proyecto modifica el artículo 35 de la LMV para establecer por primera vez a nivel de ley obligaciones concretas en materia de información sobre transacciones con personas vinculadas.

A estos efectos, lo primero que interesa determinar es el ámbito subjetivo del precepto, esto es, qué se entiende por persona vinculada a la sociedad. El Proyecto califica como tales, en línea con el Informe Olivencia, a los accionistas significativos, a los administradores y, según la determinación que se haga

reglamentariamente, a los directivos de la sociedad, así como a cualquier otra persona física o jurídica que actúe por su cuenta, que pertenezca a su grupo o que actúe con ellos de forma concertada.

La norma no precisa lo que debe entenderse por «accionistas significativos» por lo que habrá que esperar al necesario desarrollo reglamentario aunque podría considerarse como tales a todos los que ostenten participaciones significativas en la sociedad cotizada y tengan obligación de declararlas según el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo. También se requiere desarrollo reglamentario para determinar los directivos de la sociedad afectados por la norma. En este sentido el concepto contenido en el artículo 21 de dicho Real Decreto puede servir de referencia. Así, según esta norma, se entiende por directivo a los directores generales y asimilados que desarrollen funciones de alta dirección bajo dependencia directa de los órganos de administración, de comisiones ejecutivas o de consejeros delegados de la sociedad cotizada.

#### 3.2. Ámbito objetivo: El concepto de transacción

En relación con el ámbito objetivo, el Proyecto establece que «por operación se entenderá toda transferencia o intercambio de recursos, obligaciones u oportunidades de negocio entre la sociedad, incluido su grupo, sujeta a la obligación de información periódica y una o más personas vinculadas, con independencia de que exista o no un precio para esa operación».

Se trata de una definición muy amplia que pretende abarcar toda relación de naturaleza patrimonial entre cualquier sociedad del grupo y las personas vinculadas con independencia de la contraprestación acordada. Ello no obstante, se echa en falta una referencia expresa al uso de activos sociales por personas vinculadas que, a nuestro juicio, debe considerarse en todo caso como una transacción con personas vinculadas de la que puede derivarse una ventaja patrimonial para éstas.

#### 3.3. Alcance de la obligación: El deber de informar

Delimitados los ámbitos subjetivo y objetivo, procede ahora analizar el alcance de la obligación que se concreta en el deber de la sociedad cotizada afectada de incluir en su memoria de cuentas anuales y en las informaciones semestrales, información cuantificada de todas las operaciones realizadas por la sociedad

con personas vinculadas. Existe, sin embargo, una enmienda presentada por el Partido Popular en el Senado en la que se elimina la exigencia de incluir la información en la memoria de cuentas anuales, limitándola a las informaciones semestrales, lo que de aprobarse supondría una reducción significativa del alcance de la obligación.

Esta información, dispone el Proyecto, habrá de facilitarse en la forma que determine el Ministerio de Economía o, con su habilitación expresa, la CNMV, con indicación del tipo y naturaleza de las operaciones efectuadas y de las personas vinculadas que han intervenido en ellas. Se faculta también al Ministerio de Economía para que determine las operaciones sobre las que habrá de facilitarse información individualizada, por su cuantía o su relevancia para comprender los estados financieros y para que pueda exceptuar las operaciones sobre las que no habrá que facilitar información (debería aplicarse una regla «*de minimis*»).

Como puede apreciarse la regulación del Proyecto en relación con las operaciones con personas vinculadas se centra exclusivamente en la que el *Informe Olivencia* denominaba regla de transparencia: se impone un deber de información en la memoria anual (que puede eliminarse en el Senado) y en la información semestral. Por el contrario, no hay referencia alguna a las otras dos reglas: regla de compe-

tencia y regla de abstención. Tampoco hay ninguna referencia a la obligación de comunicar estas operaciones como hecho relevante y de mencionarlas en los folletos informativos que pueda registrar la sociedad.

Por ello, la regulación del Proyecto, aunque supone un avance sobre la situación actual, nos parece insuficiente. En efecto, debería establecerse el órgano competente para autorizar las transacciones con personas vinculadas. Como ya hemos señalado, en el Derecho inglés se requiere que sean aprobadas por la Junta General. De esta forma se somete a la consideración (con la información previa consiguiente) de todos los accionistas la conveniencia de la operación. Creemos que esta sería la fórmula ideal, pero si no se quiere ir tan lejos, al menos, debería preverse que las transacciones con personas vinculadas deberían ser aprobadas formalmente por el Consejo de Administración, tal y como recomienda el *Informe Olivencia*. Asimismo, debería consagrarse el deber de abstención en la votación del órgano correspondiente del accionista o consejero afectado, según proceda. Por último, aunque no se prevea expresamente en la norma, cuando se trate de transacciones significativas deberán comunicarse como hecho relevante y cuando la sociedad registre un folleto informativo deberá incluirse la correspondiente información en el capítulo sexto del mismo.