



FACULTAD DE DERECHO

**OPERACIONES ENTRE PARTES
VINCULADAS EN LA SOCIEDAD COTIZADA**

Autor: Laura Sevillano Durán
5º E-3 C
Derecho Mercantil

Tutor: Fernando Vives Ruiz

Madrid
Abril, 2022

RESUMEN

Las operaciones entre partes vinculadas en las sociedades cotizadas plantean el riesgo de que los accionistas mayoritarios o significativos extraigan beneficios privados de control que no se correspondan con su participación en la sociedad y que vayan en perjuicio de los accionistas minoritarios. La relevancia y el impacto económico de estas prácticas han incrementado la preocupación del legislador.

En este trabajo se analiza la nueva regulación sobre operaciones vinculadas en las sociedades cotizadas. Con esta finalidad, tras un capítulo introductorio en el que se plantea el problema, en el segundo se analiza el texto aprobado de la Directiva (EU) 2017/828 del Parlamento 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 y se estudia el proceso pre legislativo y legislativo seguido hasta su aprobación. A continuación, se examina la regulación española que con el objetivo de transponer dicha Directiva se introdujo a través de la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas. Finalmente, en el tercer capítulo se exponen las modificaciones más relevantes que la mencionada Ley introduce sobre la parte general de la Ley de Sociedades de Capital.

PALABRAS CLAVE: Conflictos de interés, beneficios privados de control, operaciones vinculadas, sociedad cotizada, Directiva (UE) 2017/828, Ley 5/2021, deber de transparencia.

ABSTRACT

Related-party transactions in listed companies pose the risk of majority or significant shareholders extracting private control benefits that do not correspond to their shareholding in the company and are detrimental to minority shareholders. The relevance and economic impact of these practices have increased the concern of the legislator.

This paper analyzes the new regulations on related-party transactions in listed companies. To this end, after an introductory chapter in which the problem is raised, the second chapter analyzes the approved text of Directive (EU) 2017/828 of the Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder involvement and studies the pre-legislative and legislative process followed until its approval. Next, it examines the Spanish regulation that, with the aim of transposing said Directive, was introduced through Law 5/2021, of April 12, amending the revised text of the Capital Companies Act, approved by Royal Legislative Decree 1/2010, of July 2, and other financial regulations, with regard to the promotion of long-term shareholder involvement in listed companies. Finally, the third chapter sets out the most relevant amendments that the aforementioned Law introduces to the general part of the Capital Companies Act.

KEYWORDS: Conflicts of interest, private benefits of control, related party transactions, listed company, Directive (EU) 2017/828, Law 5/2021, duty of transparency.

ÍNDICE

RESUMEN	2
PALABRAS CLAVE	2
ABSTRACT	3
KEYWORDS	3
LISTADO DE ABREVIATURAS EMPLEADAS	6
CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN A LA PROBLEMÁTICA DE LAS OPERACIONES VINCULADAS EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS	8
1. INTRODUCCIÓN	8
2. CARACTERÍSTICAS DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL	9
2.1 Sociedad cotizada: concepto y caracteres	11
3. LOS CONFLICTOS DE INTERÉS	13
CAPÍTULO II. REGULACIÓN DE LAS OPERACIONES VINCULADAS EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS	18
1. PROPUESTA DE REFORMA DE LA DIRECTIVA 2007/36/CE	20
1.1 Propuesta de la Comisión	20
1.2 Propuesta de reforma modificada por el Parlamento Europeo	22
1.3 Propuesta de reforma modificada por el Consejo	23
2. DIRECTIVA (UE) 2017/828	24
2.1 Nueva delimitación de las “operaciones vinculadas”	24
2.2 El nuevo régimen de publicación de las operaciones vinculadas en las sociedades cotizadas	26
2.3 El nuevo régimen de aprobación	28
2.4 Exclusiones al régimen de operaciones vinculadas	29
2.5 Regla de agregación	31
3. REGULACIÓN ESPAÑOLA: INTRODUCCIÓN DEL NUEVO CAPÍTULO VII BIS LSC POR LA LEY 5/2021 DE 12 DE ABRIL	31
3.1 Delimitación subjetiva de “parte vinculada”	32
3.2 Delimitación objetiva de las operaciones vinculadas	35

3.3	Las exclusiones al régimen de las operaciones vinculadas.....	38
3.4	Régimen de publicación de las operaciones vinculadas	40
3.5	Régimen de aprobación de las operaciones vinculadas.....	44
	<i>CAPÍTULO III. MODIFICACIONES EN LA PARTE GENERAL DE LA LSC POR LA LEY 5/2021 DE 12 DE ABRIL</i>	<i>47</i>
1.	REFORMA DEL ARTÍCULO 231 LSC.....	47
1.1	Incongruencia en la modificación del artículo 231 LSC	49
2.	NUEVA REGULACIÓN DE LAS OPERACIONES INTRAGRUPO (ART. 231 BIS)	50
	<i>CONCLUSIÓN</i>	<i>52</i>
	<i>BIBLIOGRAFÍA</i>	<i>54</i>
	Legislación	54
	Obras doctrinales.....	55
	Recursos de internet	59

LISTADO DE ABREVIATURAS EMPLEADAS

ABREVIATURA	SIGNIFICADO
Art.	Artículo
CE	Comisión Europea
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Directiva	Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento 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 (DOUE núm. L 132/1 de 20 de mayo)
<i>Et al</i>	Et alii, “y otros”
Etc.	Etcétera
<i>Ibid.</i>	<i>Ibidem</i> , “en el mismo lugar”
<i>Id.</i>	<i>Ídem</i> , “el mismo”
La Ley	Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital
NIC	Normas Internacionales de Contabilidad / Normas Internacionales de Información Financiera
<i>Op.cit.</i>	<i>Opus citatum</i> , “en la obra citada”

p./pp.	Página/páginas
SRL	Sociedad de Responsabilidad Limitada
SA	Sociedad Anónima
SCA	Sociedad Comanditaria por Acciones
LMV	Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores
UE	Unión Europea

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN A LA PROBLEMÁTICA DE LAS OPERACIONES VINCULADAS EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS

1. INTRODUCCIÓN

Las operaciones vinculadas son uno de los problemas principales de las sociedades cotizadas de capital concentrado, que son las predominantes en Europa. Como se comenta en este trabajo, las operaciones vinculadas plantean el riesgo de que los accionistas con influencia significativa en la sociedad extraigan beneficios privados de control de las sociedades cotizadas en su propio beneficio y en perjuicio directo de la sociedad e indirecto de los accionistas minoritarios. Debido, entre otras cosas, al riesgo y a la relevancia del problema, la Comisión planteó en 2014 la reforma de la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas. Tal modificación incluyó la introducción de un nuevo régimen de operaciones vinculadas dirigido a aumentar la transparencia y proteger a los accionistas minoritarios respecto de dichas transacciones. Tras la conclusión del procedimiento legislativo ordinario, por el cual el Parlamento y el Consejo introdujeron enmiendas, el texto final se plasmó en la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento 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.

Finalmente, esta Directiva se transpuso en el año 2021 al ordenamiento jurídico español a través de la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

Dada la potencial relevancia de las operaciones vinculadas en nuestro país por la estructura típica de capital de sus sociedades, como por las novedades introducidas en la regulación preexistente, he decidido dedicar este trabajo a esta cuestión

Tras llevar a cabo la revisión de la literatura más relevante, he decidido estructurar el trabajo en tres capítulos.

En el primer capítulo, de carácter introductorio, se explican los rasgos característicos de las sociedades de capital y concretamente de las cotizadas, sobre las que se basará el resto del trabajo. Se analizan, además, los conflictos de interés y se plantea el problema objeto de estudio del trabajo.

En el segundo capítulo se desarrolla el proceso pre legislativo y legislativo que culminó en la aprobación de la Directiva (UE) 2017/828. Asimismo, se analiza la regulación sobre operaciones vinculadas de las sociedades cotizadas introducida finalmente en la normativa española a través de la Ley 5/2021.

Finalmente, en el tercer capítulo se tratan dos modificaciones sobre el régimen general de la Ley de Sociedades de Capital (LSC) que, aunque no específicamente aplicables a las sociedades cotizadas, introduce igualmente la mencionada Ley.

2. CARACTERÍSTICAS DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL

En nuestro país existen tres tipos de sociedades de capital: la sociedad anónima (SA), la sociedad de responsabilidad limitada (SRL) y la sociedad comanditaria por acciones (SCA). Aunque cada una de ellas tiene sus peculiaridades propias, las tres tienen una caracterización común. Así, todas cuentan con rasgos comunes: la personalidad jurídica propia, la responsabilidad limitada, la transferibilidad de las acciones o participaciones y la estructura corporativa.¹

Para empezar, a través de la constitución de las sociedades de capital en escritura pública y posterior inscripción en el Registro Mercantil, estas adquieren la personalidad jurídica propia de su tipo social correspondiente. Asimismo, pueden poseer su propio patrimonio con los que responder de sus deudas, así como tener su propio nombre, domicilio y nacionalidad. Con el objetivo de conseguir un fin económico común², pueden mantener sus propias relaciones jurídicas y operar como sujetos de derecho distintos de sus socios³.

¹ KRAAKMAN, R. H., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, L., HANSMANN, H., HERTIG, G., HOPT, K., KANDA, H., PARGENDLER, M., RINGE, W.-G. & ROCK, E., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2017, pp. 1- 15.

² ZERPA, L. I., “El abuso de la personalidad jurídica en la sociedad anónima”, *Universidad Central de Venezuela, Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas de Venezuela*, 1999, p. 82.

³ ROBLETO ARANA, C. A., “Teoría general de las sociedades mercantiles”, *Derecho de sociedades mercantiles*, UCA, Managua, 2006, pp. 48, 49

Además, en el caso de las sociedades de capital, sus socios se benefician de la limitación de su responsabilidad (a excepción de los socios administradores de las SCA)⁴. De esta forma, los socios por lo general responderán por las deudas sociales únicamente hasta el límite de sus aportaciones –o de sus compromisos de aportación- al capital social, sin asumir responsabilidad personal por dichas deudas.⁵ En consecuencia, el riesgo que asumen los socios está limitado.

La excepción a la aplicación del principio de limitación de la responsabilidad es el abuso de la forma jurídica construido en torno a la doctrina del levantamiento del velo. En ocasiones, los socios de una sociedad la constituyen para tratar de evitar el cumplimiento de sus responsabilidades personales frente a terceros, mediante la protección que les brinda la interposición de una sociedad de capital y la limitación de su responsabilidad que su utilización les otorga. En consecuencia y para tratar de evitar que se abuse de la persona jurídica, mediante el levantamiento del velo el juez puede en determinados casos “penetrar” en la persona jurídica y exigir la responsabilidad personal a los socios por los actos abusivos.⁶

También, se ha de señalar que el capital de estas sociedades se encuentra dividido en partes alícuotas, cuya titularidad otorga la condición de socio. En las SA y en las SCA son denominadas acciones, mientras que en las SRL se denominan participaciones sociales. Las acciones, que tienen consideración de valores mobiliarios y pueden representarse mediante anotaciones en cuenta o por medio de títulos (art. 92.1 LSC), se pueden transmitir libremente. Aunque pueden fijarse en los estatutos determinadas limitaciones o restricciones a dicha libertad, en ningún caso podrá prohibirse (art. 123 LSC). No obstante, en las SRL no existe dicha libertad. Así, los socios que deseen transmitir sus participaciones sociales a terceros deberán, además de cumplir con lo estipulado en los estatutos, comunicarlo por escrito a los administradores y obtener la autorización de la sociedad (mediante votación en la Junta General). Solo podrán

⁴ ALONSO ESPINOSA, F. J., *Introducción a la teoría general del derecho español de sociedades*, 2011, p. 15, disponible en: <http://hdl.handle.net/10201/19621>.

⁵ IGLESIAS PRADA, J. L., & GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., “Las sociedades de capital. Aspectos básicos”, en Rojo Fernández Río, A. J., Aparicio González, M. L., Menéndez Menéndez, A., (coord.), *Lecciones de Derecho mercantil. Volumen I*, Aranzadi, 2014, p. 410.

⁶ DE ANGEL YÁGÜEZ, R., “La doctrina del” levantamiento del velo” y las sociedades interpuestas”, *Estudios de Deusto: revista de la Universidad de Deusto*, vol. 43, n. 2, 1995, p. 14.

transmitirlas libremente a los socios, cónyuges, ascendientes, descendientes o sociedades del mismo grupo (art. 107 LSC).⁷

La titularidad de estas partes alícuotas del capital (acciones o participaciones), además de convertir a la persona en socio, les confiere una serie de derechos, tanto políticos como económicos. Entre los primeros, cuentan con el derecho de información, así como el derecho de asistencia y voto en las juntas generales y el de impugnación de acuerdos sociales. Con respecto a los económicos, tendrán de forma proporcional a su participación⁸ en el capital el derecho de participar en las ganancias y en la liquidación de la sociedad, y el derecho de suscripción preferente de acciones nuevas (art. 93 LSC).⁹

Por último, la estructura corporativa de las sociedades de capital hace referencia a la autonomía de su organización.¹⁰ Así, tienen dos órganos separados encargados de la organización, la junta general y el órgano de administración. Por un lado, la Junta General es un órgano de deliberación en el cual los socios/accionistas deciden mayoritariamente sobre determinados asuntos sociales de su competencia. Y, por otro lado, el consejo de administración es un órgano ejecutivo encargado de la administración y representación de la sociedad.

2.1 Sociedad cotizada: concepto y caracteres

Como ya se ha mencionado, dentro de las sociedades de capital se encuentran las sociedades cotizadas, que son uno de los subtipos de sociedades anónimas más relevantes. Estas se encuentran reguladas principalmente en el Capítulo XIV del 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), en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre,

⁷ Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (BOE núm. 88, de 12 de abril de 2021).

⁸ KRAAKMAN, R. H., ARMOUR, J., DAVIES, P., ... *op.cit.*, pp. 11-12.

⁹ Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (BOE núm. 88, de 12 de abril de 2021). *Op. cit.*

¹⁰ “Sociedad de estructura corporativa”, *Diccionario panhispánico del español jurídico* (disponible en: <https://dpej.rae.es/lema/sociedad-de-estructura-corporativa>; última consulta 25/03/2022).

por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (LMV) y en sus respectivas disposiciones de desarrollo.¹¹

El art. 495 LSC define las sociedades cotizadas como aquellas “*sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado español*”.¹² De esta forma, por “*mercado regulado español*” se entienden las Bolsas de Valores, el Mercado de Renta Fija pública y privada y el Mercado de Futuros y Opciones.¹³ Como consecuencia de la apertura al público de estas sociedades, el legislador les exige el cumplimiento de un régimen de transparencia más estricto y la protección de los derechos de los inversores.¹⁴

Con respecto a los rasgos característicos de estas empresas, son los mismos que los detallados en el apartado anterior, puesto que como ya se ha mencionado, las cotizadas son un tipo de sociedades de capital. De esta forma, tienen personalidad jurídica propia, situándose, así como sujetos de derechos y obligaciones distinto de sus socios o accionistas, que permite a su vez que dichos socios se beneficien de la limitación de su responsabilidad. Como señala MANNE, dicha limitación de la responsabilidad es de vital importancia para el buen funcionamiento de estas sociedades, puesto que, si los socios tuvieran que responder de las deudas con sus bienes personales, éstos de mostrarían más reticentes a invertir.¹⁵

Asimismo, en las sociedades cotizadas el capital social está dividido en partes alícuotas denominadas acciones, que pueden transmitirse libremente y confieren a sus titulares una serie de obligaciones y derechos. Además, debido a su estructura corporativa, cuentan

¹¹ DE CARLOS BERTRÁN, L., & VENTOSO DEL RINCÓN, A., “La sociedad cotizada”, en Ibáñez Jiménez, J. (Coord.), de Carlos Bertrán, L., Fernández Fernández, M.^a I., Martín Baumeister, B. W., Prades Cutillas, D., de San Román Diego, J., Sánchez Graells, A., Veiga Copo, A. B., Sebastián Quetglas, R., Vives Ruiz, F., *Fundamentos de Derecho Empresarial. Derecho de Sociedades. Tomo II*, Civitas, Navarra, 2012, p. 254.

¹² *Id.*

¹³ “Estructura del mercado de valores español”. Bolsa de Madrid (disponible en <https://www.bolsamadrid.es/esp/Inversores/MercadoEsp.aspx>; última consulta 16/03/2022)

¹⁴ KRAAKMAN, R. H., ARMOUR, J., DAVIES, P., ... *op.cit.*, pp. 10-11.

¹⁵ MANNE, H. G., “Our Two Corporation Systems: Law and Economics.” *Virginia Law Review*, vol. 53, n. 2, 1967, p. 262, disponible en: <https://doi.org/10.2307/1071435>.

con dos órganos separados encargados del funcionamiento y organización de la sociedad, la junta general de accionistas y el órgano de administración.

3. LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

En las sociedades de capital anteriormente indicadas, existe una alta probabilidad de que surjan los problemas de agencia. Estos conflictos surgen entre una parte denominada “principal” y otra denominada “agente”. Se pueden diferenciar 3 tipos distintos: conflictos entre los administradores y los accionistas, los conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios, y los conflictos entre los accionistas y las contrapartes contractuales de la sociedad.¹⁶

En el caso del primero, se considera como “principal” a los accionistas y a los administradores como “agentes”. Los problemas entre ellos surgen cuando los administradores trabajan buscando satisfacer sus intereses personales en vez del interés social. En el caso de los conflictos entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios, se considera que los primero son los “agentes” y los minoritarios el “principal”.¹⁷ Así, este tipo de conflictos surgen cuando los intereses entre ambos grupos no están alineados y puede potencialmente producirse una expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios.¹⁸ Por último, el caso de los conflictos entre los accionistas y los acreedores de la sociedad puede aparecer debido a que los accionistas pueden tener incentivos para actuar oportunistamente de diversas formas, en perjuicio de aquellos.

Una vez expuestos los tres tipos de problemas de agencia que pueden surgir, se ha de señalar que en España el tipo más común son los conflictos entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios. Como se explicará a continuación, esto se debe a que en nuestro país la gran mayoría de las sociedades son de capital concentrado y no de capital disperso.

¹⁶ KRAAKMAN, R. H., ARMOUR, J., DAVIES, P., ... *op.cit.*, pp. 29-30.

¹⁷ *Id.*

¹⁸ ITURRIAGA, F. L., & HOFFMANN, P. S., “Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes de los problemas de agencia en la gran empresa española”. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, vol. 10, n. 31, 2007, p. 136.

Las sociedades de capital disperso se encuentran mayoritariamente en Estados Unidos y en Gran Bretaña. Se caracterizan por tener su capital dividido entre una multitud de accionistas, en las que cada uno participa en una pequeña parte de dicho capital. En consecuencia, en estas entidades no existen accionistas significativos ni de control.¹⁹ Debido a la pequeña participación en el capital de los accionistas, sus votos en la sociedad no tendrán apenas influencia. Por esta razón, como señalan BERLE y MEANS, en las sociedades de capital disperso los socios se suelen volver pasivos y delegan la administración y gestión de ésta en los gestores.²⁰ Así, cuanto más disperso es el capital de la sociedad, menos incentivos tienen los accionistas para controlar la actividad de los gestores. En consecuencia, a diferencia de lo que sucede en las sociedades de capital concentrado, los conflictos de interés surgen entre los administradores (*insiders*²¹) y los accionistas dispersos (*outsiders*²²), puesto que los primeros pueden actuar en búsqueda de su interés personal y en detrimento del de los accionistas.²³

La estructura de capital de las sociedades en nuestro país, así como en América Latina y el resto de Europa Continental²⁴, hace que sea frecuente que haya accionistas que mantengan una influencia significativa sobre la sociedad o que varios accionistas significativos ejerzan el control actuando conjuntamente.²⁵ Debido a ese control, los administradores no pueden actuar libremente, ya que los accionistas de control pueden influir en las decisiones que se toman en el órgano de administración. Por lo tanto, al no tener los administradores tanto poder, en estas sociedades los conflictos entre estos y los accionistas son mínimos, puesto que los accionistas mayoritarios podrán vigilar que los administradores no extraigan beneficios privados de control.²⁶ En cambio, surgen los conflictos entre los accionistas mayoritarios (*insiders*²⁷ en este caso) y los minoritarios,

¹⁹ PEÑA RAMÍREZ, M. V., “Gobierno corporativo, oportunismo y abuso del derecho en sociedades mercantiles”. *Revista de Derecho Privado*, n. 54, 2015, p. 6.

²⁰ BERLE, A. A., & MEANS, G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan, 1932, p. 87

²¹ VIVES RUIZ, F., “Los conflictos de intereses de los socios con la sociedad en la reforma de la legislación mercantil”. *Revista de derecho bancario y bursátil*, vol. 34, n. 137, 2015, p. 9.

²² *Ibid.*, p. 3.

²³ PEÑA RAMÍREZ, M. V., “Gobierno corporativo, oportunismo y abuso del derecho en sociedades mercantiles”. *Revista de Derecho Privado*, n. 54, 2015, p. 6.

²⁴ ALFARO AGUILA-REAL, J., “Propiedad dispersa vs. Propiedad Concentrada en las sociedades cotizadas”. *Almacén de Derecho*, septiembre de 2013 (disponible en: <https://derechomercantilespana.blogspot.com/2013/09/propiedad-dispersa-vs-propiedad.html>; última consulta 23/03/2022).

²⁵ *Ibid.*

²⁶ VIVES RUIZ, F., *op. cit.*, p. 13.

²⁷ *Ibid.*, p. 13.

puesto que los primeros tienen poder de influencia y sí que pueden actuar en beneficio propio y perjuicio del interés de los minoritarios.²⁸

En dichas sociedades de capital concentrado, uno de los principales problemas es la extracción por parte de los accionistas mayoritarios de beneficios privados de control en perjuicio de los socios minoritarios. GILSON define estos beneficios como aquellos que obtienen únicamente los accionistas mayoritarios gracias a su posición de control, y que pueden ser tanto pecuniarios como no pecuniarios.²⁹ A modo de ejemplo, puede darse el caso de que una sociedad “A” celebre una operación con una sociedad “B”, en la cual el accionista de control de la sociedad “A” sea a su vez el accionista mayoritario de la sociedad “B”. En este caso, el accionista tiene un claro interés en la operación, por lo que podría influir en los términos y condiciones de dicha transacción y obtener así beneficios privados de control en perjuicio de los accionistas minoritarios.³⁰ Por otro lado, la información que obtienen los socios mayoritarios debido a su posición de control les podría dar la posibilidad de conocer y posteriormente explotar nuevas oportunidades de negocio. En este caso, el valor neto de tal negocio se consideraría como beneficio privado de control.³¹ Asimismo, el valor sociológico y psicológico que obtienen los socios por mantener el control también es considerado una manifestación de los beneficios privados de control.³²

Con respecto a la cuantificación de los beneficios privados de control, su determinación no es sencilla. Es más, si fueran fácilmente determinables, serían los propios accionistas minoritarios los que tratarían de impedir que se produjera tal extracción de valor de la entidad.³³ No obstante, la literatura ha establecido dos métodos para tratar de cuantificarlos. El primero de ellos, se denomina *Block Premium* y fue promovido por

²⁸ FRANCO MONGUA, J. F. & MANRIQUE RODRÍGUEZ, J. A., “La constitución y el problema de la agencia en las sociedades de capital concentrado desde el análisis económico del derecho”. *Prolegómenos*, vol. 18, n. 36, 2015, p. 143.

²⁹ GILSON, R. J., & SCHWARTZ, A., “Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review.” *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE) / Zeitschrift Für Die Gesamte Staatswissenschaft*, vol. 169, n. 1, 2013, p.161, disponible en: <http://www.jstor.org/stable/23354782>.

³⁰ *Ibid.*, pp. 161- 162.

³¹ DYCK, A., & ZINGALES, L., “Private benefits of control: An international comparison”. *The journal of finance*, 2004, vol. 59, n. 2, p. 540-541.

³² JURFEST, S. P., PAREDES, R. D., RIUTORT, J., “Tomas de control en el mundo y beneficios privados del control bajo las distintas regulaciones vigentes”. *El trimestre económico*, vol. 82, n. 328, 2015, p. 848.

³³ DYCK, A., & ZINGALES, L., *op.cit.*, p. 537-538.

BARCLAY and HOLDERNESS.³⁴ Este establece que cuando se llevan a cabo transferencias del bloque de control, los beneficios privados de control se calculan como la diferencia entre el precio pagado por el comprador y el precio de mercado el día posterior a la venta.³⁵ El segundo método se basa en aquellas compañías que tienen distintos tipos de acciones con distintos derechos de voto. De esta forma, los beneficios privados de control se calculan por la diferencia entre las acciones con derecho a voto y las acciones sin tal derecho.³⁶ Como señala NENOVA , cuando un socio se encuentra en una “disputa” por el control de la sociedad con otro socio, aquel tratará de adquirir más participación en el capital a través de la compra de las acciones de los accionistas minoritarios.³⁷ En consecuencia, pagará un precio más elevado para compensar el valor que generan los derechos de voto inherentes a dichas acciones, es decir, el valor de los beneficios privados que deduce que va obtener. ³⁸ Por lo tanto, las acciones con derecho de voto tendrán un precio distinto de aquellas que no tienen derecho de voto.

Este último método se ha utilizado en numerosos estudios para cuantificar los beneficios privados de control en los diferentes países. En el estudio realizado por NENOVA, se concluyó que el valor del bloque de control (50% de los derechos de voto) en países que se rigen por el *civil law* es bastante superior que el de los países que se rigen por el *common law*. De este modo, indicó que el valor de media en Francia era del 27%-28% del valor de capitalización de las empresas, en Italia del 29%, en Brasil del 23%, etc. En cambio, en países como Dinamarca y Suecia estaba valorado en menos del 1%.³⁹

Las formas de instrumentar los beneficios privados de control son diversas: distintas operaciones vinculadas y otras formas denominadas por la doctrina como *tunneling*.⁴⁰ Se entiende por *tunneling* la extracción de recursos de la empresa en beneficio de sus

³⁴ BARCLAY, M., & HOLDERNESS, C., “Private Benefits from Control of Public Corporations”, *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n. 2, 1989, pp. 371-395.

³⁵ DYCK, A., & ZINGALES, L., *op.cit.*, p. 542.

³⁶ CASTAÑO GUILLÉN, J., “La Dirección de resultados en las empresas privatizadas”, *Universidad de Extremadura*, 2006, p. 55.

³⁷ 326

³⁸ NENOVA, T., “The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis”, *Journal of Financial Economics*, vol.68, n. 3, 2003, p. 330.

³⁹ *Ibid.*, p. 340.

⁴⁰ FILATOTCHEV, I., & MICKIEWICZ, T., Ownership concentration, 'private benefits of control' and debt financing. *Corporate governance and finance in Poland and Russia*, 2001, disponible en SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=286372, p. 3.

accionistas mayoritarios.⁴¹ Además, como indican JOHNSON, LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES y SHLEIFER, existen dos formas de *tunneling*. En primer lugar, el aumento de la participación en la empresa de los accionistas mayoritarios sin ninguna transferencia de activos. Y, en segundo lugar, las operaciones vinculadas, -consideradas como los conflictos de interés más relevantes- en las cuales se centrará el presente trabajo.⁴²

Numerosos estudios coinciden en que en los países del *common law* la protección a los accionistas minoritarios es mayor que en los países que se rigen por el *civil law*.⁴³ Esto explica que el valor del bloque de control y, en consecuencia, los beneficios privados de control anteriormente mencionados sean mucho superiores en los países que se rigen por el *civil law*. A continuación, nos referiremos únicamente a los casos de protección de los accionistas con respecto al *tunneling* que se realiza a través de operaciones vinculadas.

Los países de *civil law* se basan en sus normas jurídicas para regular las operaciones vinculadas, con el fin de garantizar la predictibilidad y la seguridad jurídica. En cambio, en los países que adoptan el *common law*, los casos de operaciones vinculadas no se resuelven atendiendo únicamente a las leyes.⁴⁴ En estos países, las fuentes primarias de derecho son la legislación y la jurisprudencia. En numerosas ocasiones, cuando la aplicación de las leyes por parte de los tribunales supone un resultado injusto para alguna de las partes, éstos pueden aplicar el criterio de equidad. En este sentido, contemplan el caso concreto y tratan de ofrecer una solución justa atendiendo a las circunstancias reales de cada parte.⁴⁵ En consecuencia, a los tribunales de los países que se rigen por el *civil law* les resultará más complicado detener las operaciones vinculadas, puesto que la aplicación exclusiva de las leyes supone menor flexibilidad. Asimismo, las partes que tengan intención de llevar a cabo operaciones vinculadas con la finalidad de extraer beneficios privados de control podrán actuar creando transacciones que se ajusten a la ley para no ser sancionados.⁴⁶

⁴¹ FRIEDMAN, E., JOHNSON, S., & MITTON, T., "Propping and tunneling", *Journal of Comparative Economics*, vol. 31, n. 4, 2003, p. 732.

⁴² JOHNSON, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., & SHLEIFER, A., "Tunneling". *American Economic Review*, vol. 90, n. 2, 2000, pp. 22-23.

⁴³ LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. W., "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, vol. 106, n. 6, 1998, p. 1129.

⁴⁴ JOHNSON, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., & SHLEIFER, A., *op. cit.*, p. 23.

⁴⁵ STONE, H. F., "The common law in the United States", *Harvard Law Review*, vol. 50, n.1, 1936, pp. 13-14.

⁴⁶ JOHNSON, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., & SHLEIFER, A., *op. cit.*, p. 23.

Teniendo en cuenta que la mayor parte de los países de la Unión Europea se rigen por el *civil law*, y que éstos sufren muchos casos de *tunneling*, los legisladores europeos consideraron oportuno introducir una nueva regulación de operaciones vinculadas para mejorar el régimen y tratar de evitar los perjuicios que causan. Así, se aprobó la Directiva (UE) 2017/828 con el objetivo de modificar la Directiva 2007/36/CE de los derechos de los accionistas. Y posteriormente, con el fin de transponer la Directiva 2017/828 al ordenamiento jurídico español, se aprobó en nuestro país la Ley 5/2021, de 12 de abril. Dicho esto, los siguientes capítulos del trabajo tendrán como objetivo un análisis de la nueva regulación introducida por la Directiva y por la Ley 5/2021 que se acaba de mencionar.

CAPÍTULO II. REGULACIÓN DE LAS OPERACIONES VINCULADAS EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS

Las operaciones vinculadas no son siempre malas *per se*, y en algunos casos, dichas operaciones son económicamente eficientes. A modo de ejemplo, en el ámbito de los grupos de empresas, las operaciones vinculadas forman parte de la actividad ordinaria de las sociedades y permiten reducir los costes de contratación en el mercado.⁴⁷

No obstante, en estas transacciones existe un gran riesgo, puesto que, al estar las contrapartes vinculadas a la sociedad cotizada, existe la posibilidad de que influyan en la toma de decisiones y consigan mejores términos en perjuicio de la sociedad o sus accionistas no vinculados.⁴⁸ Además, se pueden “disfrazar” con facilidad de operaciones legítimas, por lo que son muy atractivas para aquellos que desean extraer beneficios de la empresa de forma fraudulenta.⁴⁹

⁴⁷ PAZ-ARES, C., “Operaciones vinculadas y grupos de sociedades”, *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, n. 60, 2019, p. 8.

⁴⁸ BOQUERA MATARREDONA, J., “La dispensa del conflicto de interés de los administradores por la Junta General”. *Revista de derecho de sociedades*, n. 57, 2019, p. 1.

⁴⁹ ENRIQUES, L., *Related party transactions: Policy option and real-world challenges (with a critique of the European Commission Proposal)*, octubre 2014, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 267/2014, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2505188>, pp. 6-7.

En consecuencia, desde la crisis económica de 2008, la Unión Europea ha publicado numerosos textos que versan sobre las relaciones entre las sociedades, sus accionistas y otros agentes.⁵⁰ Así, en el Libro Verde de 2010 la Comisión Europea (en adelante, CE) subrayó que la falta de mecanismos de control adecuados en los gobiernos corporativos de las empresas incrementó los efectos negativos de la crisis financiera en los países. De la misma forma, señala, que también contribuyó el bajo nivel de implicación de los accionistas en las empresas, producido por los conflictos de intereses, por el hecho de que no tuvieran derechos efectivos para ejercer control, etc.⁵¹

En el Libro Verde de 2011 la CE trató también temas relacionados con el papel de los accionistas en las sociedades, como los problemas de agencia entre éstos y los administradores, la falta de transparencia y los conflictos de interés. Además, en 2011 el grupo de reflexión de la CE elaboró un informe por el cual apoyaba iniciativas para reforzar la participación de los accionistas a largo plazo y la identificación de éstos.

Así, la CE basándose en estos tres documentos publicó en 2012 un plan de acción por el cual trató principalmente la transparencia y la implicación de los accionistas. Como consecuencia de lo anterior, en el año 2014 la CE propuso una reforma de la Directiva 2007/36/CE relativa a los derechos de los accionistas. En esta se incluyó, entre otras cosas, una nueva regulación europea para las operaciones vinculadas en las sociedades cotizadas, que finalmente entró en vigor con la aprobación de la Directiva (EU) 2017/828, cuyo objetivo era la modificación de la Directiva 2007/36/CE.⁵² A través de esta nueva normativa, se introdujeron tres instrumentos con el objetivo de dotar de protección a las sociedades cotizadas y a los accionistas no vinculados. Estos son el deber de transparencia, el deber de ponderación y el deber de imparcialidad.⁵³ Asimismo, la instauración de la Directiva permitió otorgar el mismo nivel de protección a todos los Estados miembros, ya que mientras algunos países como Alemania no contaban apenas

⁵⁰ GÖZLÜGÖL, A. A., “The Political Economy of the Related Party Transactions Regulation in the Shareholders’ Rights Directive II”. *Yearbook of European Law*, vol. 39, 2021, p. 497.

⁵¹ Libro Verde. El gobierno corporativo en las entidades financieras y las políticas de remuneración COM (2010) 284 final.

⁵² BIRKMOSE, H. S., & SERGAKIS, K., “SRD II: Political ambitions and regulatory rationales”, en *The shareholder rights Directive II*. Edward Elgar Publishing, 2021, p. 3.

⁵³ MARTÍNEZ FLÓREZ, A., “La transparencia de las operaciones vinculadas celebradas por las sociedades cotizadas”. *Revista de derecho mercantil*, n. 313, 2019, pp. 3, 4, 45.

con normativa específica de operaciones vinculadas, otros como UK la tenían bastante desarrollada.⁵⁴

A continuación, se analizará en primer lugar la normativa de operaciones vinculadas en las sociedades cotizadas establecida por la propuesta de reforma de la Directiva 2007/36/CE de la Comisión, así como las enmiendas introducidas por el Parlamento y el Consejo durante el proceso de su elaboración. Posteriormente, se tratará la normativa regulada finalmente en la Directiva 2017/2021. Y, por último, se analizará la regulación española sobre este tema introducida por la Ley 5/2021 con el objetivo de transponer la Directiva señalada.

1. PROPUESTA DE REFORMA DE LA DIRECTIVA 2007/36/CE

Siguiendo el procedimiento legislativo ordinario, la Comisión Europea presentó una propuesta de modificación de la Directiva 2007/36/CE ante el Consejo y el Parlamento Europeo. Posteriormente, cada uno de ellos propuso un texto alternativo incluyendo diferentes enmiendas. Así, tras las negociaciones entre las tres instituciones se llegó a un acuerdo sobre el texto, que fue el que se plasmó finalmente sobre la Directiva 2017/828. De esta forma, el texto final de la propuesta de reforma difirió en gran medida del propuesto inicialmente por la Comisión.

1.1 Propuesta de la Comisión

La propuesta de la Comisión introdujo la modificación de la delimitación subjetiva de las partes vinculadas, las cuales pasaron a ser definidas por relación a las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC)⁵⁵. Se entendió que la necesidad de homogeneizar las referencias a las partes vinculadas en los distintos ámbitos del derecho empresarial justificaba esta decisión que se mantuvo invariada en las versiones posteriores y, en consecuencia, fue la que ha sido aprobada en la Directiva (UE) 2017/828.

La propuesta de directiva diseñó un modelo consistente en dos medidas aplicables a las operaciones que se consideraran relevantes: (i) la transparencia de las operaciones, y (ii) su aprobación.

⁵⁴ ENRIQUES, L., *op. cit.*, p. 29.

⁵⁵ A partir de aquí, se empleará el acrónimo NIC para remitirnos a las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) y a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Con respecto a la publicación de las operaciones vinculadas de las sociedades cotizadas, en la propuesta de la Comisión se estipuló que debían hacerse públicas a más tardar en el momento de la celebración, todas aquellas transacciones que representasen más del 1 por ciento de los activos de la entidad. Así mismo, dicho anuncio debía acompañarse de un informe elaborado por un tercero independiente que constataste que la operación se había concluido en condiciones de mercado y que era justa y razonable para los accionistas ajenos a la transacción. También identificaba un contenido mínimo para el informe que, en todo caso, debía incluir: la identidad y naturaleza de la parte vinculada, el valor de la transacción y la restante información que fuera necesaria para valorar la equidad y la razonabilidad de la operación.⁵⁶

Con respecto al procedimiento especial de aprobación de las operaciones vinculadas, en esta propuesta se establecía que debía llevarse a cabo únicamente en las operaciones cuyo valor superase el 5% del valor de los activos de la sociedad o en las que tal transacción pudiera tener un impacto significativo en los beneficios de la sociedad. De la misma manera, en la propuesta se fijó que los únicos que debían intervenir en la votación de la junta general eran los accionistas no interesados en la operación de que se tratara. En consecuencia, los accionistas conflictuados debían abstenerse de votar, por lo que las operaciones debían aprobarse por la mayoría de los restantes accionistas.⁵⁷

Además, la propuesta ofreció la posibilidad a los Estados miembros de que exceptuaran del régimen de aplicación de operaciones vinculadas a aquellas transacciones llevadas a cabo entre una sociedad y otra entidad de su grupo que fuera íntegramente de su propiedad.⁵⁸

Por último, la propuesta indicó que las operaciones realizadas entre una sociedad y una misma parte vinculada en los últimos doce meses debían agregarse a los efectos de la aprobación de las transacciones, pero no de publicidad. De esta forma, si las operaciones

⁵⁶ Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 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 y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial.

⁵⁷ *Id.*

⁵⁸ GÖZLÜGÖL, A. A., *op. cit.*, p. 505.

individuales no debían someterse a aprobación por no superar el umbral del 5%, pero conjuntamente si lo superaban, se les requería la aprobación para poder llevarlas a cabo.⁵⁹

1.2 Propuesta de reforma modificada por el Parlamento Europeo

Tras recibir la propuesta de reforma de la Directiva 2007/36/CE, el Parlamento Europeo introdujo algunas enmiendas.

En primer lugar, se eliminaron los umbrales de publicación y aprobación del 1% y 5% respectivamente. Así, se concluyó que las operaciones reguladas como “importantes” debían cumplir con el régimen de publicación y aprobación mencionado. Para ello, se dejaba a los Estados miembros que determinaran sus propios umbrales de relevancia en función de: a) la influencia que la información pudiera tener en los accionistas; b) el impacto de la operación en los beneficios de la sociedad; y c) los riesgos que supusiera la transacción para la sociedad y sus accionistas. Asimismo, se les dio la opción de establecer umbrales en función de distintos ratios cuantitativos como el impacto de la operación en los beneficios, los activos, la capitalización o el volumen de negocios, o de establecerlos en función de la naturaleza de la operación y la posición de las partes vinculadas.⁶⁰

Con respecto a la publicación, la modificación que se introdujo respecto a la propuesta de la Comisión fue que el informe que debía acompañar al anuncio de las operaciones vinculadas importantes no tenía por qué ser elaborado por un tercero independiente. Así, se ofreció la posibilidad de que los Estados miembros eligieran entre un tercero independiente, el órgano de supervisión de la sociedad o un comité compuesto exclusivamente por consejeros independientes. Además, se estableció que los accionistas o administradores implicados en las operaciones vinculadas no podían participar en la elaboración del informe.⁶¹

⁵⁹ Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 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 y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial. *Op. cit.*

⁶⁰ GÖZLÜGÖL, A. A., *op. cit.*, pp. 504-505.

⁶¹ Amendments adopted by the European Parliament on 8 July 2015 on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement (COM(2014)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD))⁽¹⁾

Con respecto a la aprobación de las operaciones vinculadas importantes, las enmiendas incluidas por el Parlamento determinaron que el órgano competente para su aprobación eran los accionistas (únicos competentes en la propuesta de la Comisión), el órgano de administración o supervisión, o ambos. Además, se señaló que aquellos accionistas conflictuados debían abstenerse de votar, salvo que el Derecho nacional correspondiente garantizase las medidas de protección adecuadas durante la votación.

Con respecto a las excepciones a la aplicación del régimen de operaciones vinculadas, además de mantener la establecida en la propuesta de la Comisión, se incluyó la posibilidad adicional de que los Estados miembros pudiesen excluir las operaciones propias de la actividad ordinaria de la empresa concluidas en condiciones de mercado. Además, también se excluyeron las operaciones intragrupo cuando ninguna parte vinculada tuviera intereses sobre la filial. A modo de ejemplo, en el caso de que un accionista tenga un 10% de las acciones de la sociedad cotizada y a su vez un 50% de la empresa filial, se presume que, si se celebrara una operación entre ambas, dicho accionista tendría un conflicto de interés, puesto que posiblemente trataría de influenciar en la decisión de forma que beneficiase a la filial. En consecuencia, en las sociedades en las que alguna parte vinculada a la matriz tenga intereses sobre la filial, deberán quedar sometidas al régimen de operaciones vinculadas y no se podrán excluir del régimen.

Por último, el Parlamento añadió que la regla de agregación de las operaciones realizadas durante los últimos doce meses, no debía aplicarse únicamente para el régimen de aprobación, si no que también se haría efectiva para el régimen de publicidad.

1.3 Propuesta de reforma modificada por el Consejo

La propuesta del Consejo se asemeja bastante a la del Parlamento Europeo. Así, con respecto a la publicación de las operaciones importantes la única diferencia es que en la propuesta del Consejo se ofrece la posibilidad a los Estados miembros de que decidan si requerir o no el informe junto al anuncio de las transacciones. En cambio, en las propuestas de la Comisión y del Parlamento tal informe, aunque emitido por distintas personas u órganos (internos o externos), era obligatorio.

Con respecto a la aprobación de las operaciones vinculadas, la propuesta del Consejo, al igual que la del Parlamento, establecía que tanto la junta general como el órgano de administración o de supervisión de la sociedad (en el caso de que se tratara de un modelo dualista de administración) podían llevar a cabo tal aprobación de las transacciones. De la misma forma, aunque se señaló que los accionistas conflictuados debían abstenerse de participar en la aprobación de la operación por la junta general, se admitió que los Estados miembros permitieran su votación en los casos en los que el Derecho nacional garantizara la aplicación de medidas de protección alternativas adecuadas.⁶²

Además, las enmiendas del Consejo ampliaron las exclusiones del régimen de operaciones vinculadas. De esta forma, se permitió a los Estados miembros excluir del régimen a las operaciones intragrupo cuando las operaciones realizadas entre la sociedad dominante y la dependiente cuando esta última estuviera participada al 100% por la primera, cuando ninguna parte vinculada a la entidad tuviera intereses en la filial, y cuando el ordenamiento jurídico del país concreto garantizase una protección adecuada para la sociedad y sus accionistas minoritarios (novedad incluida por el Consejo).⁶³ No obstante, se mantuvo igual la exclusión relativa a las operaciones realizadas en el curso de la actividad ordinaria de la empresa y concluidas en condiciones de mercado.

2. DIRECTIVA (UE) 2017/828

En los apartados siguientes se tratarán las novedades introducidas por la Directiva sobre las operaciones vinculadas de las sociedades cotizadas: la nueva delimitación de las “operaciones vinculadas”, el régimen de publicación, el régimen de aprobación, las exclusiones del régimen y las reglas de cálculo.

2.1 Nueva delimitación de las “operaciones vinculadas”

La primera novedad introducida por la Directiva es la modificación y ampliación de la definición de las “partes vinculadas” a las sociedades cotizadas. Se adopta, como antes se ha comentado, la definición de partes vinculadas en relación con la recogida por las NIC

⁶² GÖZLÜGÖL, A. A., *op. cit.*, pp. 505-506.

⁶³ *Id.*

“adoptadas de conformidad con el Reglamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo”.⁶⁴

Así, dicha definición de “partes vinculadas” se encuentra regulada en la norma 9 de la NIC 24 del Reglamento (CE) n° 1126/2008 de la Comisión, de 3 de noviembre de 2008, que la define como aquellas personas o entidades que poseen el control o una influencia significativa sobre la sociedad.⁶⁵ De la misma forma, en la NIC 28.2 se define el término “influencia significativa” como el “*poder de intervenir en las decisiones de política financiera y de operación de la participada, sin llegar a tener el control ni el control conjunto de esas políticas*”.⁶⁶

El objetivo inicial de la Directiva era armonizar la definición de “partes vinculadas” en todos los Estados miembros. No obstante, debido al amplio margen que finalmente se dejó, no se ha conseguido. En efecto, debe subrayarse que la Directiva es una norma de mínimos que deja un amplio margen a los Estados miembros para su adopción, por lo que se bien los Estados miembros no podían reducir el ámbito de las partes vinculadas previsto por las NIC⁶⁷, sí podían ampliar su ámbito de aplicación, incluyendo a personas o entidades no recogidas por la norma contable como partes vinculadas.⁶⁸

Por lo que a la definición de operaciones importantes a efectos de su transparencia y publicidad se refiere, la Directiva da la opción a cada Estado miembro de que determine el umbral. Con esta finalidad, pueden fijar el umbral en función de uno o más ratios cuantitativos basados en el impacto de la operación en la situación financiera, en la capitalización, en los activos o en los ingresos de la sociedad. También pueden relacionar la calificación de una operación como importante en función de la naturaleza de la

⁶⁴ Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento 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 (DOUE núm. L 132/1 de 20 de mayo).

⁶⁵ Norma Internacional de Contabilidad 24, apartado 9. Disponible online en: http://www.nicniif.org/files/u1/NIC_24.pdf

⁶⁶ Norma Internacional de Contabilidad 28, apartado 2. Disponible online en: http://nicniif.org/files/u1/Norma_Internacional_de_Contabilidad_n_28.pdf

⁶⁷ PAZ-ARES, C., & JORDANO LUNA, M., “El perímetro de vinculación”. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 56, 2021, pp. 72.

⁶⁷ CHINER LATORRE, N., “Las partes vinculadas de la sociedad cotizada: ¿art. 231 LSC o NIC 24?”, *Almacén de Derecho*, 2021 (disponible en: <https://almacenederecho.org/las-partes-vinculadas-de-la-sociedad-cotizada-art-231-lsc-o-nic-24>; última consulta 21/02/2022).

⁶⁸ PAZ-ARES, C., & JORDANO LUNA, M., “El perímetro de vinculación”. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 56, 2021, pp. 72.; CHINER LATORRE, N., “Las partes vinculadas de la sociedad cotizada: ¿art. 231 LSC o NIC 24?”, *Almacén de Derecho*, 2021 (disponible en: <https://almacenederecho.org/las-partes-vinculadas-de-la-sociedad-cotizada-art-231-lsc-o-nic-24>; última consulta 21/02/2022).

operación y la posición de la parte vinculada.⁶⁹ El tercer criterio que los Estados miembros pueden utilizar para la definición de una operación como importante es la influencia que la información de la operación pueda causar en las decisiones económicas de los accionistas, y el riesgo que conlleve la transacción.⁷⁰ En esta cuestión, la Directiva difiere de lo establecido por la propuesta de la Comisión, en la que se fijó un umbral de relevancia concreto para el régimen de publicación, y otro para el régimen de aprobación de las operaciones vinculadas. En el primer caso, como ya se ha mencionado, se requirió la publicación de las operaciones que representaran más del 1% de los activos de la sociedad.⁷¹ En cambio, se reguló la obligatoriedad de aprobación de las operaciones cuyo valor superase el 5% del valor de los activos de la sociedad o en las que tal transacción pudiera tener un impacto significativo en los beneficios de la sociedad.

La definición de una operación como importantes determina el procedimiento que hay que seguir para su transparencia y su aprobación. Además, la Directiva permite que el umbral que establezca cada país para determinar la importancia de las operaciones sea distinto para el régimen de publicación de las transacciones que para el régimen de aprobación de dichas operaciones vinculadas. De la misma forma, se autoriza a los Estados miembros a adoptar distintas definiciones de importancia en función de la dimensión de las sociedades. En consecuencia, una operación podría considerarse importante con respecto a los deberes de transparencia y ponderación (régimen de publicación), pero no con respecto a su aprobación, o viceversa.⁷²

2.2 El nuevo régimen de publicación de las operaciones vinculadas en las sociedades cotizadas

Con el art. 9 quater 2, el legislador europeo pretende que todos los Estados miembros garanticen la divulgación pública de todas las transacciones significativas con partes vinculadas llevadas a cabo por sus empresas cotizadas nacionales, como muy tarde en el

⁶⁹ ENGERT, A., & FLORSTEDT, T., “Which related party transactions should be subject to ex ante review? Evidence from Germany”, *Journal of Corporate Law Studies*, 2020, vol. 20, n. 2, p. 268.

⁷⁰ Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento 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 (DOUE núm. L 132/1 de 20 de mayo), *op. cit.*

⁷¹ GÖZLÜGÖL, A. A., *op. cit.*, p. 519.

⁷² *Ibid.*

momento de la celebración.⁷³ Es decir, se incorpora el deber de transparencia mediante la obligatoriedad de publicación de las operaciones vinculadas importantes, pero dejando que sea el Estado miembro el que lo determine.⁷⁴

Asimismo, se incorpora la información mínima que debe facilitarse respecto de la operación con la finalidad de que se ofrezca una mejor comprensión pública de la transacción y la posibilidad de que accionistas, inversores y analistas puedan valorar su impacto. En concreto, se exige que se incluya: la identidad de las partes implicadas, el valor y la naturaleza de la transacción. Igualmente, establece que se debe incorporar toda la información adicional que permita determinar si la operación es justa y razonable para la sociedad y las partes no vinculadas a ella.⁷⁵

Igualmente, la Directiva introduce el deber de ponderación al dar la opción de que los Estados miembros decidan si quieren requerir que junto al anuncio se publique un informe que valore si la operación es justa y razonable, tanto para la sociedad, como para los accionistas no vinculados.⁷⁶ En este informe se deben explicar los fundamentos en las que han basado su opinión y los métodos empleados para ello. La Directiva deja que los Estados miembros establezcan el sujeto encargado de la elaboración del informe, entre los siguientes: a) un tercero independiente; b) el órgano de administración o de supervisión de la sociedad; o c) el comité de auditoría u otro comité que esté compuesto en su mayoría por administradores independientes.⁷⁷ En este aspecto es clara la evolución, basada en criterios de reducción de costes y de eficiencia desde la propuesta de reforma de la Comisión hasta el texto finalmente aprobado. Recordemos que aquella establecía la obligación de que se publicara un informe que fuera elaborado, en todo caso, por un tercero independiente.

Aunque la publicidad de las operaciones no es, por sí misma, suficiente para persuadir a las partes vinculadas de realizar operaciones con la sociedad que sean perjudiciales para

⁷³ GÖZLÜGÖL, A. A., *op. cit.*, pp. 507.

⁷⁴ LEÓN SANZ, F. J., *op. cit.*

⁷⁵ Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento 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 (DOUE núm. L 132/1 de 20 de mayo), *op. cit.*

⁷⁶ MARTÍNEZ FLÓREZ, A., *op. cit.*, p. 40.

⁷⁷ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Transparencia y aprobación de operaciones con partes vinculadas: Directiva UE 2017/828, de 17 de mayo de 2017". *La Ley mercantil*, n. 50, 2018.

la misma, su divulgación es un aspecto que –reputacionalmente, al menos- afecta a la decisión tomada por el órgano encargado de su aprobación.⁷⁸

2.3 El nuevo régimen de aprobación

Con el fin de proporcionar una protección adecuada a la sociedad y a sus partes no vinculadas, la Directiva exige que los Estados miembros implementen un régimen para la aprobación de las operaciones vinculadas reguladas en cada Estado como “importantes”. Así, se introduce en la normativa europea el deber de imparcialidad.

De esta forma, para tratar de evitar el perjuicio injusto hacia las partes no vinculadas, se establece que tanto la junta general como el órgano de administración o de supervisión de la entidad, podrán ser competentes para llevar a cabo la aprobación de las operaciones vinculadas.⁷⁹ A diferencia de lo recogido en la propuesta de la Comisión, los Estados miembros pueden, sin embargo, elegir qué órgano será el competente para aprobar las operaciones vinculadas importantes en las sociedades cotizadas.

Además, la Directiva prevé que las legislaciones nacionales establezcan el procedimiento que ha de seguirse en el proceso de aprobación de la operación. En concreto la Directiva establece como regla general que deben abstenerse de participar en la votación las partes vinculadas, como antes había hecho la propuesta de la Comisión. Sin embargo, a diferencia de esta, la Directiva finalmente aprobada ofrece, también, la posibilidad de que los legisladores de cada país permitan que los accionistas conflictuados voten en la junta general cuando la legislación del país en cuestión prevea las garantías necesarias para asegurar la protección de la sociedad y sus partes no vinculadas. Dichas garantías de protección deberán hacerse efectivas durante la votación o con anterioridad a esta, pero nunca con posterioridad. Así, solo se podrán aprobar las operaciones que cuenten con el apoyo mayoritario de los accionistas no vinculados o de los administradores independientes.⁸⁰

⁷⁸ En este sentido, MARTÍNEZ FLÓREZ, A., *op. cit.*, p. 4; ENRIQUES, L., *op. cit.*, p. 23; KRAAKMAN, R. H., ARMOUR, J., DAVIES, P., ... *op.cit.*, p. 147.

⁷⁹ Directiva (UE) 2017/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (DOUE núm. L 132/1 de 20 de mayo). *Op.cit.*

⁸⁰ Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento 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 (DOUE núm. L 132/1 de 20 de mayo). *Op.cit.*

Cuando sea el órgano de administración o de supervisión el encargado de tomar la decisión, la Directiva establece que los administradores intervinientes o vinculados con la parte interviniente en la operación deberán abstenerse a participar en las votaciones relativas a su aprobación.

2.4 Exclusiones al régimen de operaciones vinculadas

Con relación a las operaciones vinculadas que se lleven a cabo en el curso de la actividad ordinaria de la empresa y bajo condiciones normales de mercado, los Estados podrán decidir si aplicarles la normativa sobre operaciones vinculadas o no. En el caso de que decidan su exclusión, el régimen jurídico expuesto no las será de aplicación. La razón de esta exclusión es el bajo riesgo que estas operaciones conllevan.⁸¹ No obstante, la Directiva señala que en estos casos la entidad deberá supervisar el cumplimiento de las condiciones de este tipo de sociedades. Para ello, el órgano de administración o de supervisión de la sociedad elaborará un informe, en el cual no podrán participar las partes vinculadas.

Además de la mencionada, la Directiva concreta también en su art. 9 quater. 6 las demás excepciones a la aplicación del régimen de operaciones vinculadas. Así, se señalan a continuación los cinco supuestos en los que los Estados podrán permitir que no se aplique la normativa hasta ahora expuesta (régimen de publicación y aprobación de operaciones vinculadas).

- (i) Operaciones llevadas a cabo entre la sociedad y sus filiales cuando se cumplan alguno de los tres requisitos siguientes: que la matriz posea al 100% la empresa filial, que ninguna parte vinculada con la sociedad dominante tenga intereses en la filial, o que la normativa del Estado miembro prevea un régimen de protección conveniente para la sociedad cotizada, la filial y sus accionistas.⁸²

⁸¹ CHINER LATORRE, N., “El ámbito objetivo de las operaciones vinculadas y el informe de evaluación”, en *El control de las operaciones vinculadas en la sociedad cotizada*. Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, 2020, p. 207.

⁸² Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento 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 (DOUE núm. L 132/1 de 20 de mayo). *Op.cit.*

Con respecto al primer requisito, la justificación es clara: al estar la sociedad participada al 100% por la matriz, no existen socios externos en la filial y, en consecuencia, no se requieren medidas de protección para unos accionistas minoritarios que no existen. Respecto de los restantes supuestos, se permite excepcionar el régimen de las operaciones vinculadas respecto de aquellas operaciones en las que la matriz solo posea una parte de la filial (no el 100%), siempre y cuando no exista conflicto de interés porque ninguna parte vinculada tenga intereses en la filial o porque se prevea en la legislación nacional una protección apropiada.⁸³

- (ii) Aquellas operaciones en las que el Derecho nacional ya prevea la necesidad de la previa aprobación por parte de la junta general y se garantice una protección adecuada para las partes no vinculadas. La normativa europea pretende en este caso evitar solapamientos en las normas que regulan la aprobación de estas operaciones.⁸⁴
- (iii) Las remuneraciones de los administradores. Los administradores son partes vinculadas y las transacciones que realicen con la sociedad sí que se registrarán bajo el régimen de la Directiva. Las remuneraciones de los administradores son una potencial fuente de apropiación de beneficios privados de control por estos. Sin embargo, la propia Directiva prevé un régimen garantista que se aplica sobre la aprobación por la junta (cada tres años) de la política de remuneración de los administradores y la aprobación anual por el mismo órgano de un Informe Anual sobre las Remuneraciones de los consejeros que tiene objetivos adicionales al de evitar el enriquecimiento injusto de los administradores.⁸⁵
- (iv) Aquellas transacciones llevadas a cabo con entidades de crédito (bancos, cajas de ahorro, etc.⁸⁶) basadas en medidas para preservar la estabilidad financiera. De la misma forma, la última excepción que señala es para los casos en los

⁸³ CHINER LATORRE, N., “El ámbito objetivo de las operaciones vinculadas...” *op. cit.* p. 208.

⁸⁴ ENGERT, A., & FLORSTEDT, T., *op. cit.*, p. 269.

⁸⁵ *Ibid.*, p. 283.

⁸⁶ Anon, “Listado de Entidades de Crédito Españolas”, CNMV. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/ListadoEntidad.aspx?id=1&tipoent=7>; última consulta 30/3/2022).

que las operaciones hayan sido ofrecidas en los mismos términos a todos los accionistas y, en consecuencia, exista igualdad de trato para todos.

2.5 Regla de agregación

Por último, la Directiva fija reglas de agregación para las operaciones vinculadas realizadas con una misma contraparte. Se prevén dos umbrales de agregación distintos: (i) en los doce meses previos a la operación, y (ii) en el mismo ejercicio. Así, todas las operaciones que realice una sociedad con una misma parte vinculada durante los doce meses previos a la operación o durante el mismo ejercicio económico, se agregarán. Si conjuntamente superan el umbral de importancia determinado por cada Estado, quedarán sometidas bajo el régimen de operaciones vinculadas (régimen de publicación y aprobación). Es decir, puede darse el caso de que una sociedad cotizada realice varias operaciones con una misma parte vinculada, pero al no estar estas individualmente calificadas como “importantes” por no superar los umbrales de relevancia, no quedan sujetas al régimen. En estos casos, la normativa europea señala que se deberán agregar todas las operaciones llevadas a cabo con una misma parte durante los últimos doce meses, y si dichas transacciones de forma conjunta superan el umbral de relevancia establecido, deberán someterse al régimen de operaciones vinculadas estipulado en la Directiva.

3. REGULACIÓN ESPAÑOLA: INTRODUCCIÓN DEL NUEVO CAPÍTULO VII BIS LSC POR LA LEY 5/2021 DE 12 DE ABRIL

Como ya se ha señalado, los riesgos que conllevan las operaciones vinculadas⁸⁷ motivaron que la Comisión Europea adoptara la Directiva 2017/828. Con el objetivo de transponer dicha Directiva al ordenamiento jurídico español, se aprobó en España la ya mencionada Ley 5/2021, de 12 de abril. No obstante, se ha de destacar que esto se llevó a cabo fuera del plazo de transposición, ya que en la Directiva se fijó el 10 de junio de 2019 como fecha límite para que los Estados miembros transpusieran la normativa a sus respectivos ordenamientos.

En dicha Ley se introducen varias novedades y modificaciones importantes sobre el régimen jurídico aplicable a las sociedades cotizadas, como el derecho de identificación

⁸⁷ BOQUERA MATARREDONA, J., *op. cit.*, p. 1.

de accionistas, la remuneración de los administradores o los *proxy advisors*, y sobre la regulación de operaciones vinculadas, etc.⁸⁸ No obstante, en el presente trabajo nos centramos solo en este último.

En lo que respecta al régimen de las operaciones vinculadas, la aprobación de la ley supone la introducción de un nuevo Capítulo VII bis en la LSC (art. 529 vicies- 529 tercies). En estas nuevas disposiciones, se incluye un régimen completo para las operaciones vinculadas realizadas por una sociedad cotizada.

En él se identifican los cuatro aspectos principales incluidos por la Directiva: se modifica la definición de partes vinculadas, se establece un nuevo régimen de publicación y de aprobación de las operaciones vinculadas, se indican las exclusiones al régimen y se concretan las reglas de cálculo de las mismas. Con ello, se trata de incorporar en la regulación española los tres deberes de la Directiva expuestos en el apartado anterior: el deber de transparencia, el deber de ponderación y el deber de imparcialidad.⁸⁹

A continuación, se explicarán más detalladamente las novedades sobre operaciones vinculadas introducidas por la Ley 5/2021.

3.1 Delimitación subjetiva de “parte vinculada”

Como se ha señalado, en la Directiva se modificó la definición de “parte vinculada” para asimilarla a la utilizada por la normativa contable. De esta forma y como ya se ha señalado, para definir este concepto, la Directiva se remitía a las NIC.

Además, la Directiva establece una referencia mínima de carácter imperativo: los Estados al transponerla a sus respectivos ordenamientos jurídicos debían incluir como partes vinculadas a la sociedad las que lo fueran de la normativa contable.⁹⁰ Sin embargo, los Estados podían ampliar el concepto de partes vinculadas incluyendo personas adicionales.

⁸⁸ MARCO ALCALÁ, L. A., “Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que modifica el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el RD Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas”, *Ars Iuris Salmanticensis*, vol. 9, n. 2, 2021, p. 377.

⁸⁹ MARTÍNEZ FLÓREZ, A., *op. cit.*, p. 45.

⁹⁰ PAZ-ARES, C., & JORDANO LUNA, M., *op.cit.*, p. 72.

Como la definición de “partes vinculadas” regulada en la normativa española anterior no recogía todos los supuestos regulados por las NIC 24, el legislador español tuvo que modificarla.⁹¹

El nuevo artículo 529 vices de la LSC ⁹² establece que son partes vinculadas con la sociedad cotizada definida en el artículo [===]:

- (i) Los consejeros;
- (ii) Los accionistas con más de un 10% de los derechos de voto o representados en el consejo de administración, o
- (iii) Cualquier otra persona regulada en las NIC como parte vinculada.

Como se puede observar, en esta modificación además de la remisión a las NIC que exigía la Directiva, se recogieron también otros dos supuestos que se deben considerar como partes vinculadas. Por lo tanto, las operaciones llevadas a cabo entre la sociedad y cualquiera de las personas mencionadas, quedarán sometidas al régimen establecido por la Ley 5/2021 para las operaciones vinculadas. Asimismo, se ha de mencionar que la jurisprudencia considera que el listado de “partes vinculadas” incluido en la normativa es *numerus clausus*, por lo que tal consideración no se podrá ampliar por analogía a otras personas o entidades.⁹³

Con respecto a la mención a los consejeros, se entiende que incluye a todos los administradores con independencia de su estructura de organización (solidarios, mancomunados, etc.), de que sean personas físicas o jurídicas, etc.⁹⁴ Asimismo, se ha de mencionar que dichos consejeros ya se encontraban regulados en las NIC como “partes vinculadas” bajo la denominación de “personal clave”, por lo que, siguiendo a PAZ-ARES y a JORDANO LUNA se incluyeron en la legislación española de forma expresa únicamente por motivos estilísticos.⁹⁵ Por otro lado, los accionistas con más de un 10% de los derechos de voto o representados en el consejo de administración, al igual que los consejeros, no estaban recogidos en la Directiva. Las NIC regulan como “partes

⁹¹ CHINER LATORRE, N., “Las operaciones vinculadas de la sociedad cotizada en la reforma de la Ley de Sociedades de Capital (Ley 5/2021, de 12 de abril)”, *Revista de derecho de sociedades*, n. 62, 2021, pp.10-11.

⁹² *Id.*

⁹³ *Ibid.*, p. 100.

⁹⁴ PAZ-ARES, C., & JORDANO LUNA, M., *op.cit.*, p. 79.

⁹⁵ *Ibid.*, p. 72.

vinculadas”, entre otros, a aquellos accionistas que tengan influencia significativa en la sociedad. No obstante, en la normativa contable se presume influencia significativa a partir de un 20% de los derechos de voto.⁹⁶ De la misma forma, en la regulación española histórica se presumía la influencia significativa de las partes vinculadas a partir del 3% de participación. Así, al optar el legislador español por un 10%, ha determinado un porcentaje intermedio entre ambos.⁹⁷ Por lo tanto, fue decisión del legislador español introducir adicionalmente dicho supuesto, y, en consecuencia, ampliar el perímetro de la vinculación.⁹⁸

Además, CHINER LATORRE considera también que, la remisión a la normativa contable conlleva beneficios e inconvenientes. Por un lado, se entiende que es beneficiosa debido a que todas las sociedades cotizadas en Europa conocen la normativa contable, por lo que la definición de “partes vinculadas” no será nuevo para ellas.⁹⁹ Sin embargo, uno de los inconvenientes que señala es que la normativa contable y la societaria tienen objetivos distintos. El objetivo de la regulación contable es reflejar la imagen fiel de la sociedad, mientras que la normativa societaria busca evitar los conflictos de interés en ella. Asimismo, otro de los inconvenientes es que la redacción de las NIC es bastante compleja, lo que supondrá un incremento de costes para sus receptores.¹⁰⁰

Se ha de señalar por otro lado que tras la aprobación de la Ley 5/2021, se planteó la duda de si le era aplicable el régimen de operaciones vinculadas a las transacciones realizadas entre una entidad del sector público y una sociedad cotizada que estuviera bajo el control, control conjunto o influencia significativa de otra sociedad del sector público. Así, la CNMV aclaró la cuestión señalando que dichas transacciones sí se deben considerar como operaciones vinculadas, pero que no deben quedar sometidas al mismo régimen de publicidad que el resto, que se explicará más adelante en el trabajo. De esta forma, se les eximirá de algunas obligaciones del régimen general de publicidad, pero se les exigirá a su vez unos desgloses alternativos.¹⁰¹

⁹⁶ *Ibid.*, p. 12.

⁹⁷ PAZ-ARES, C., & JORDANO LUNA, M., *op.cit.*, p. 84.

⁹⁸ CHINER LATORRE, N., “Las operaciones entre la sociedad y sus administradores o personas vinculadas a ellos” en *El control de las operaciones vinculadas en la sociedad cotizada*, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid, 2020, p. 92- 93.

⁹⁹ *Ibid.*, p. 90.

¹⁰⁰ PAZ-ARES, C., & JORDANO LUNA, M., *op.cit.*, p. 73.

¹⁰¹ Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Preguntas y respuestas sobre el régimen de comunicación de operaciones vinculadas reguladas en el Capítulo VII bis del Título XIV de la Ley de Sociedades de

3.2 Delimitación objetiva de las operaciones vinculadas

Como ya se ha mencionado, no todas las operaciones realizadas entre la sociedad y sus partes vinculadas son malas *per se*¹⁰². En consecuencia, no todas deben someterse al régimen de aprobación y publicación establecido por la Directiva y posteriormente por la Ley 5/2010 en España. Realizando un análisis coste-beneficio, si todas las operaciones que celebrara la sociedad tuvieran que someterse al régimen establecido para las operaciones vinculadas importantes, el coste que conllevaría sería superior al beneficio que se obtendría.¹⁰³ Por ello, la Directiva señala que el nuevo régimen solo será de aplicación para los casos de operaciones vinculadas calificadas como “importantes”, al entender que las demás no suponen un riesgo lo suficientemente grave. Además, enumera en su articulado cinco excepciones, en las cuales el régimen tampoco aplica. Esto último se tratará en el siguiente sub-apartado.

De esta forma, para determinar la importancia de las operaciones, la Directiva deja libertad a los Estados miembros para que establezcan los umbrales aplicables en cada país. Además, como ya se señaló, permite también que los Estados fijen umbrales distintos para el régimen de aprobación y para el régimen de publicidad de las operaciones vinculadas.

Las opciones adoptadas por el legislador español son las siguientes:

- (i) Establecer umbrales diferentes para las obligaciones de transparencia y de aprobación.
- (ii) Con respecto al régimen de publicidad de las operaciones vinculadas, se ha fijado un umbral cuantitativo, por el cual las entidades deberán hacer públicas dichas operaciones cuando alcancen o superen uno de los dos siguientes: a) el 5 por ciento del total de las partidas del activo; o b) el 2,5 por ciento del importe anual de la cifra anual de negocios.

Capital”, (disponible en: http://cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/Operaciones_vinculadas.pdf; última consulta 21/02/2022).

¹⁰² PAZ-ARES, C., *op. cit.*, p. 8.

¹⁰³ CHINER LATORRE, N., “El ámbito objetivo de las operaciones vinculadas...” *op. cit.* p. 189.

- (iii) En el caso del régimen de aprobación de las operaciones vinculadas, el legislador español optó finalmente por no establecer ningún umbral de relevancia. De esta forma, todas las operaciones realizadas por las sociedades cotizadas con partes vinculadas que no estén excluidas del régimen de aplicación deberán someterse a la aprobación. No obstante, se señala que, en función del importe de las operaciones, el encargado para su aprobación será la junta general o el órgano de administración. Sobre esto se profundizará más adelante en su apartado correspondiente.

En último lugar, la Ley 5/2021 introduce las reglas de agregación para las operaciones realizadas entre una sociedad cotizada y una misma parte vinculada. La razón de esto se explica a continuación.

Podría darse el caso de que una misma parte vinculada llevara a cabo numerosas operaciones con la sociedad que, por ser de pequeño valor, no quedaran sometidas al régimen establecido para las operaciones vinculadas. En consecuencia, esto podría suponer una vía para evitar someterse al régimen y eludir así el control que este supone. Por esa razón, la Directiva estableció las reglas de agregación por las cuales todas las operaciones realizadas en los doce meses previos a la operación o en el mismo ejercicio económico entre una sociedad cotizada y una misma parte vinculada deberán agregarse a efectos del régimen de publicación y aprobación de las operaciones vinculadas.

De la misma manera, en la normativa española se ha recogido en el art. 529 *tervicies* LSC que todas las operaciones celebradas con una misma parte vinculada durante los últimos doce meses deberán acumularse. La CNMV aclara en este respecto que se agregan las celebradas durante los últimos doce meses, no las que hayan sido ejecutadas en ese periodo pero que se hayan celebrado con anterioridad.¹⁰⁴ Así, si el conjunto de todas las operaciones celebradas supera los umbrales determinados para el régimen de publicación o aprobación, aunque individualmente no lo superen, quedarán sometidas a tales normas. La importancia de esto radica en que, en España, en función del importe de las operaciones vinculadas, estas deberán quedar sometidas al régimen de publicación o no.

¹⁰⁴ Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Preguntas y respuestas...”, *op.cit.*

Asimismo, el valor de dichas transacciones determinará qué órgano de la sociedad será el encargado de su aprobación (la junta general de accionistas o el órgano de administración). A modo de ejemplo, si de forma conjunta el valor de las operaciones realizadas entre una sociedad cotizada y una misma parte vinculada superan el 10% del total de las partidas de activo según el último balance anual aprobado, estas deberán ser aprobadas por la junta general. En cambio, si no existiera la regla de agregación y tales operaciones no se hubieran agregado, de forma separada no superarían tal umbral del 10% y cada una individualmente quedaría sometida a la aprobación del órgano de administración en vez de a la junta.

Se ha de señalar que tras la aprobación de la Ley 5/2021, surgieron dudas sobre si el reparto de dividendos y las reducciones de capital con devolución de aportaciones se debían tener en cuenta para calcular los umbrales de las operaciones. Así, la CNMV concluyó que tales operaciones no deben agregarse a las operaciones vinculadas a efectos del cálculo de los umbrales, puesto que no se consideran “operaciones vinculadas” y no quedan sometidas al régimen dispuesto para tales transacciones.¹⁰⁵

No obstante, surgieron dudas con respecto a la forma de publicación de las operaciones celebradas durante los últimos doce meses que de forma agregada superasen alguno de los umbrales fijados. Por ello, la CNMV aclaró que estas transacciones se deben publicar de forma conjunta en una única comunicación dividida en sub-categorías, sin necesidad de realizar una por cada operación. Así, tal comunicación se debe realizar a más tardar en la fecha de celebración de la última operación que haga superar el umbral y en ella se deberán incluir todos los informes de auditoría y los datos relativos a las operaciones.¹⁰⁶

De la misma forma, la CNMV también esclarece el caso en el que, publicada la operación u operaciones por haber superado el umbral establecido, se celebra otra nueva operación. En estos casos, señala que desde ese momento se inicia de nuevo el cómputo del umbral. Por lo tanto, no se publicará cada operación nueva que se celebre si no supera por sí misma alguno de los umbrales, si no que solo se deberá realizar la divulgación pública

¹⁰⁵ *Id.*

¹⁰⁶ *Id.*

cuando una operación o varias de forma conjunta, vuelvan a superar los umbrales fijados.¹⁰⁷

3.3 Las exclusiones al régimen de las operaciones vinculadas

La Directiva dio la opción de que los Estados miembros excluyeran del régimen de operaciones vinculadas a los cinco tipos de transacciones señaladas en el apartado 2.4 (determinadas operaciones intragrupo, operaciones relativas a la remuneración de los administradores, algunas ofrecidas por entidades de crédito, etc.). No obstante, el legislador español ha optado en el art. 529 vicios 2 y 3 LSC, por excluir únicamente tres de esos cinco tipos previstos. Estas tres operaciones, por lo tanto, no quedarán sometidas en nuestro país al régimen de publicación ni al régimen de aprobación de las operaciones con partes vinculadas.

En primer lugar, se fija la excepción relativa a las operaciones llevadas a cabo entre las sociedades cotizadas y sus filiales cuando estas últimas sean propiedad íntegra de la matriz.¹⁰⁸ Al estar la filial participada al 100% por la matriz, no existen accionistas externos cuyos intereses estén en juego y, por lo tanto, no existe conflicto de interés. Así, CÁNDIDO PAZ-ARES considera que “*en rigor o realidad, no hay dos partes, solo una desdoblada*” y, en consecuencia, no hay conflicto de intereses entre las partes.¹⁰⁹

De la misma forma, también se excluyen del régimen aquellas operaciones vinculadas entre la sociedad y la filial participada (no al 100%), cuando ninguna parte vinculada tenga intereses en la filial. Al no haber ninguna parte vinculada en la filial, no existe conflicto de interés, por lo que no hay riesgo de que se cause un perjuicio a la sociedad o a sus accionistas en beneficio de las partes vinculadas.¹¹⁰

Además, se ha de señalar que el Preámbulo de la Ley 5/2021 establece que se optó por dejar fuera del régimen a estas operaciones intragrupo con la finalidad de facilitar la

¹⁰⁷ *Id.*

¹⁰⁸ Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (BOE núm. 88, de 12 de abril de 2021). *Op. cit.*

¹⁰⁹ PAZ-ARES, C., *op. cit.*, p. 94.

¹¹⁰ BRENES CORTÉS, J., “Principales reformas incorporadas por la Ley 5/2021, para el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas”, *Revista Lex Mercatoria, Doctrina, Praxis, Jurisprudencia y Legislación*, vol. 18, n. 18, 2021, p. 64.

planificación estratégica de los grupos de sociedades. En estos, las operaciones entre las sociedades integrantes del grupo son esenciales para su actividad ordinaria. En consecuencia, se les provocaría un gran perjuicio si, por ejemplo, se le aplica el deber de abstención al administrador de la matriz, por el cual se le prohíbe emitir su voto para tomar decisiones en la filial.¹¹¹

También quedarán excluidas del régimen de operaciones vinculadas aquellas operaciones relativas a la fijación de los términos y condiciones del contrato de cualquier consejero con funciones ejecutivas. Del mismo modo, se excluirán aquellas operaciones relacionadas con la remuneración de estos. Siguiendo el razonamiento de la directiva, esta exclusión pretende evitar duplicidades en la normativa, puesto que la legislación española ya regula estas cuestiones en otras disposiciones.¹¹²

Asimismo, se excluyen del régimen de operaciones vinculadas a las operaciones realizadas por entidades de crédito basadas en medidas para preservar la estabilidad financiera cuando estas hayan sido aprobadas por la autoridad competente. La razón de esta excepción es la misma que en el caso anterior, es decir, para evitar duplicidades¹¹³ debido a la existencia de regulación específica para estas operaciones.

Igualmente se ha de señalar que la Directiva permite que los Estados no apliquen la nueva regulación de operaciones vinculadas en las transacciones ordinarias de las sociedades cotizadas cuando se hayan realizado en condiciones normales de mercado. Sin embargo, la legislación española no ha optado por acoger dicha excepción y, en consecuencia, dichas transacciones sí deben quedar sometidas tanto al régimen de publicación como al de aprobación que se tratará posteriormente.

Por último, la disposición adicional duodécima de la Ley 5/2021 señala que tampoco quedarán sometidas al régimen de operaciones vinculadas aquellas transacciones celebradas entre una sociedad cotizada integrante del sector público y un adjudicatario que sea parte vinculada, siempre y cuando se haya concluido en condiciones normales de

¹¹¹ CHINER LATORRE, N., “Las operaciones vinculadas de la sociedad cotizada...” *op. cit.*, p. 7.

¹¹² *Ibid.*, p. 18.

¹¹³ CHINER LATORRE, N., “El ámbito objetivo de las operaciones vinculadas...” *op. cit.* p. 205.

mercado y se haya realizado conforme al procedimiento correspondiente.¹¹⁴ La CNMV aclaró posteriormente que el resto de operaciones vinculadas celebradas por entidades integrantes del sector público sí que deben someterse al régimen de operaciones vinculadas. De esta forma, señala que la exclusión señalada no se puede ampliar a todas las operaciones vinculadas que se realicen entre una entidad del sector público y una sociedad cotizada.¹¹⁵

3.4 Régimen de publicación de las operaciones vinculadas

Para cumplir con el deber de transparencia establecido por la Directiva, se introdujo con la Ley 5/2021 un nuevo régimen de publicación de operaciones vinculadas para las sociedades cotizadas.

Como ya se expuso, el legislador europeo dejó libertad a cada Estado miembro para determinar los umbrales de relevancia a partir de los cuales es necesario publicar las operaciones con partes vinculadas. De esta forma, cuando las transacciones igualan o superan dicho umbral y pasan a considerarse como “importantes”, han de hacerse públicas debido al riesgo que conllevan. Por el contrario, las operaciones pequeñas no suponen dichos riesgos y, en consecuencia, no se requiere su publicación, puesto que tal nivel de burocratización implicaría un impedimento en la actividad ordinaria de las empresas.¹¹⁶

En consecuencia, en la normativa española se decidió requerir la publicación de las transacciones cuando superasen al menos uno de los siguientes umbrales: el 5 por ciento del total de las partidas del activo o el 2,5 por ciento del importe anual de la cifra anual de negocios (art. 529 unvicies LSC).¹¹⁷

En estos casos, la publicación debe realizarse a través de la página web de la sociedad y se debe notificar a la CNMV, como máximo en el momento de la celebración de tales

¹¹⁴ Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (BOE núm. 88, de 12 de abril de 2021). *Op. cit.*

¹¹⁵ Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Preguntas y respuestas...”, *op. cit.*

¹¹⁶ CHINER LATORRE, N., “El ámbito objetivo de las operaciones vinculadas...” *op. cit.* p. 189.

¹¹⁷ Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (BOE núm. 88, de 12 de abril de 2021). *Op. cit.*

operaciones. No obstante, como aclara la CNMV, la determinación de estos dos umbrales por parte del legislador español no quiere decir que sean las únicas medidas posibles para evaluar la relevancia de una operación. Simplemente se eligieron estos dos indicadores cuantitativos por motivos de simplicidad normativa. A pesar de ello, si se realizara alguna transacción de gran relevancia que no afectara ni a la cifra anual de ingresos ni a los activos, pero alterase cualquier otra partida del balance o de la cuenta de resultados, también se debería publicar siguiendo el régimen establecido en el art. 529 unvicies LSC.¹¹⁸

Con respecto al momento de la publicación, la CNMV también aclara que se entenderá que las operaciones se han celebrado cuando ambas partes acuerden los términos y condiciones. En el caso de que dichas transacciones hayan de ser aprobadas por el órgano de administración o por la junta general y las partes ya hayan acordado los términos y condiciones, se entenderán celebradas cuando sean aprobadas por dichos órganos. No obstante, si la operación no se hubiera acordado todavía por las partes, ésta se entenderá celebrada cuando ambas partes firmen el contrato, aunque la aprobación de la junta o del órgano de administración se hubiera realizado con anterioridad.¹¹⁹

Además, puede suceder que una sociedad realice numerosas operaciones diferentes con una misma parte vinculada, pero que alguna o ninguna supere los umbrales establecidos. En estos casos, y como se explicará en el apartado 2.6, la Directiva ha recogido una regla de agregación. Así, aunque de forma individual las operaciones llevadas a cabo con una misma parte vinculada no superen los umbrales, si de forma conjunta todas las operaciones con esa parte realizadas durante los últimos 12 meses sí lo superan, deberán someterse al régimen establecido para las operaciones vinculadas (publicación y aprobación). Con respecto a lo anterior, surgieron algunas dudas sobre la aplicación de tal regla de agregación sobre las operaciones realizadas con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 5/2021 (3 de julio de 2021). Por ello, la CNMV aclaró que, si con posterioridad a la entrada en vigor se celebrara una operación vinculada que no superase ninguno de los umbrales relativos a la publicación, se debería agregar al resto de operaciones realizadas con esa misma contraparte durante los últimos 12 meses (aunque esto fuese anterior al 3 de julio del 2021). Y si de forma conjunta se superase alguno de

¹¹⁸ Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Preguntas y respuestas...”, *op. cit.*

¹¹⁹ *Id.*

los umbrales, se deberían publicar de acuerdo con lo recogido en el art. 529 unvicies LSC.¹²⁰

Por otro lado, la Directiva permite en su articulado que los Estados decidan si quieren requerir junto al anuncio público un informe de la comisión de auditoría que analice la justicia y razonabilidad de la operación (deber de ponderación)¹²¹. De esta forma, el legislador español optó en el art 529 unvicies 3 LSC por la obligatoriedad de dicho informe, señalando a su vez la información mínima que tal documento debe contemplar. Este contenido mínimo lo conforman la identidad de las partes, el valor, la fecha y la naturaleza de la operación, así como el resto de información que sea necesaria para determinar la justicia y razonabilidad de la transacción.¹²² Con respecto a este último dato, ENRIQUES señala que los legisladores no deberían haber dejado en manos de las partes vinculadas la elección sobre qué información publicar, puesto que lo más probable es que estos no divulguen los datos adecuados al ser estos perjudiciales para ellos.¹²³ Además, la CNMV aclara también a este respecto que en los casos en los que la información incluida en el informe fuera perjudicial para la sociedad, el consejo podrá decidir no hacerla pública. No obstante, se deberá dejar constancia de que en dicho informe se ha omitido información.

Además, en el ámbito de las sociedades cotizadas también surgieron dudas sobre quiénes se debían entender como “partes vinculadas” a los efectos de la publicación de las transacciones. Por esta razón, la CNMV aclaró que únicamente se debía entender como partes vinculadas aquellas recogidas por el art. 529 unvicies LSC, que a su vez remite a las NIC. Así, la definición de “partes vinculadas a los administradores” recogida en la parte general de la LSC (art. 231) no se aplica a los efectos de la publicación.¹²⁴

¹²⁰ *Id.*

¹²¹ LEÓN SANZ, F. J., “Las operaciones con partes vinculadas en las sociedades anónimas cotizada”, *Almacén de Derecho*, 2017 (disponible en: <https://almacenederecho.org/las-operaciones-partes-vinculadas-las-sociedades-anonimas-cotizadas-segun-la-directiva-200736ce>; última consulta 21/02/2022).

¹²² Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (BOE núm. 88, de 12 de abril de 2021).

¹²³ ENRIQUES, L., *op. cit.*, p. 31

¹²⁴ Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Preguntas y respuestas...”, *op. cit.*

Asimismo, la CNMV aclara también cómo se debe interpretar el concepto de “importe o valor” para distintos tipos de operaciones a efectos del régimen de publicación de éstas. Señala que, como regla general, se ha de entender que se refiere al importe de la contraprestación o al valor razonable en caso de que no sea el mismo. Y establece que habrá que determinar qué parámetros se han de publicar en función del tipo de operación (compraventa, préstamos, garantías, contratos plurianuales, etc.). A modo de ejemplo, para decidir si una operación relativa a una compraventa de bienes se ha de publicar, habrá que analizar si alguno de los siguientes parámetros supera los umbrales previstos para la publicación (5% de los activos o 2,5% de los ingresos anuales): el valor en libros, el importe de la transacción, el valor razonable, etc. Asimismo, la información que se deberá publicar en el informe junto al anuncio deberá incluir la información relevante de cada tipo de transacción, como en este caso los términos y condiciones de la operación o el valor de mercado de dicho bien.¹²⁵

Por último, en relación con este deber de transparencia¹²⁶ (publicación de las operaciones vinculadas) en el ámbito de las sociedades cotizadas, se ha de señalar que es un instrumento que ayuda a eludir las malas prácticas en dichas entidades. Al saber de antemano que los detalles de las operaciones realizadas con partes vinculadas van a ser públicos, los encargados de la toma de decisiones evitarán llevar a cabo transacciones perjudiciales para la sociedad o sus accionistas no vinculados.¹²⁷ No obstante, a pesar de que dicha publicación sea una herramienta comúnmente utilizada para evitar que las partes vinculadas se aprovechen indebidamente, en muchos casos no es suficiente. Así, se sitúa como una medida necesaria pero no suficiente por sí misma, puesto que aún no se ha conseguido erradicar por completo la celebración de este tipo de operaciones en las sociedades.¹²⁸

¹²⁵ *Id.*

¹²⁶ MARTÍN SIMÓN, P., “Las cotizadas avisarán en tiempo real a la CNMV de las operaciones vinculadas”, *Cinco Días*, 15 de abril de 2021 (disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/04/14/mercados/1618425015_699574.html; última consulta 21/02/2022).

¹²⁷ MARTÍNEZ FLÓREZ, A., *op.cit.* pp. 4-5.

¹²⁸ BONA SÁNCHEZ, C., ELISTRATOVA, M., PÉREZ ALEMÁN, J., “La transparencia de las operaciones entre partes vinculadas en España. Una reflexión”, *Revista de la Asociación española de Contabilidad y Administración de Empresas*, n. 122, 2018, pp. 21-22.

3.5 Régimen de aprobación de las operaciones vinculadas

La Directiva dio la posibilidad a los Estados miembros de establecer umbrales de relevancia distintos para el régimen de publicación y para el régimen de aprobación de las operaciones vinculadas en las sociedades cotizadas. Por ello, el legislador español, mas allá de fijar umbrales diferentes, finalmente determinó umbrales para el caso de la publicación, pero no para la aprobación de dichas operaciones. Así, la normativa española sobre operaciones vinculadas no exige un umbral mínimo a partir del cual las operaciones vinculadas en las sociedades cotizadas deban ser aprobadas. En consecuencia, se entiende que todas las transacciones vinculadas, independientemente de su importancia, deberán ser aprobadas antes de poder realizarse.

No obstante, aunque no se especifique ningún umbral mínimo, sí que se señala en el art. 529 duovicies LSC que, en función del importe de las operaciones, deberán ser aprobadas por un órgano u otro de la sociedad cotizada (así se introduce el deber de imparcialidad¹²⁹).

De esta forma, la norma establece que cuando el valor de las operaciones iguale o supere el 10% del total de las partidas de activo del último balance anual aprobado, la junta general será la encargada de aprobarlas. En cambio, fuera de estos casos, será el órgano de administración el competente para aprobar dichas operaciones.

En este segundo caso en el que el competente para la aprobación de las operaciones en las sociedades cotizadas es el órgano de administración, por regla general no puede delegar tales funciones. Sin embargo y como excepción, podrá delegar la aprobación cuando la transacción sea alguna de las siguientes: a) operaciones ingragupo que se realicen debido a la actividad ordinaria de la empresa y se concluyan en condiciones normales de mercado; o b) operaciones realizadas en virtud de contratos con cláusulas estandarizadas que se apliquen a todos por igual, en los cuales las tarifas estén fijadas y cuya cuantía no supere el 0,5 por ciento del importe neto de la cifra de negocios de la entidad.¹³⁰ Además, en estos dos casos no será necesaria la elaboración por parte de la

¹²⁹ MARTÍNEZ FLÓREZ, A., *op.cit.* p. 45.

¹³⁰ Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (BOE núm. 88, de 12 de abril de 2021). *Op. cit.*

comisión de auditoría de un informe previo a la aprobación. En cambio, sí que se deberá instaurar un procedimiento interno de información y control periódico con el fin de comprobar la equidad, la transparencia y los requisitos legales establecidos.¹³¹

Asimismo, con respecto a la votación para la aprobación, se ha de señalar que la Directiva dictaminó el deber de abstención de los accionistas y administradores implicados en la operación vinculada. No obstante, dio la opción a cada Estado de excluir de esta obligación a los accionistas, siempre y cuando dicho país cuente con la protección suficiente para la sociedad y sus accionistas no vinculados. En cambio, no se permitió aplicar tal excepción a los administradores implicados en la operación, los cuales deberán abstenerse de votar la aprobación en todo caso. En otras palabras, los administradores conflictuados deberán abstenerse de votar en el proceso de aprobación de las operaciones vinculadas en las sociedades cotizadas. Sin embargo, los accionistas conflictuados sí que podrán participar en la votación cuando el Estado garantice unas medidas de protección adecuadas para la sociedad y sus partes no vinculadas, con el fin de evitar así un perjuicio para estos últimos.

Siguiendo lo fijado por la Directiva, la Ley 5/2021 establece deberes distintos para los accionistas y para los administradores, ambos conflictuados.

Así, con respecto a los accionistas implicados, deberán abstenerse de votar en el proceso de aprobación de las operaciones vinculadas, salvo que la propuesta de acuerdo haya sido aprobada previamente en el consejo de administración con el voto a favor de la mayoría de los consejeros independientes. No obstante, en el caso de que el voto del accionista haya resultado ser decisivo en el resultado de la votación, será aplicable la inversión de la carga de la prueba del art. 190. 3 LSC.

Como señala PAZ-ARES, *“quién puede lo más (no llevar la decisión a la junta), ha de poder lo menos (llevarla bajo el régimen del art. 190.3 LSC)”*. Por lo tanto, estos

¹³¹ BERNÁRDEZ, M., CABELLO, M., DELGADO, M. Y SALAS, I., “De un vistazo: Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital y otras normas financieras”, *Pérez-Llorca*, abril de 2021 (disponible en: <https://www.perezllorca.com/wp-content/uploads/2021/04/nota-modificacion-ley-sociedades-capital-resumen.pdf>; última consulta 21/02/2022); CENTENO, L., SOL, J., “Los seis puntos clave de la Ley 5/2021, de 12 de abril”, *EY*, mayo de 2021 (disponible en: [https://www.ey.com/es es/law/los-seis-puntos-clave-de-la-ley-5-2021](https://www.ey.com/es_es/law/los-seis-puntos-clave-de-la-ley-5-2021); última consulta 21/02/2022).

accionistas podrán votar, pero se deberán someter a la regla de la inversión de la carga de la prueba o *entire fairness test* del art. 190.3 LSC.¹³²

Dicho esto, LATORRE subraya que serán muy pocos los casos en los que los accionistas deben abstenerse de votar, ya que la propuesta de acuerdo del consejo casi siempre será aprobada por la mayoría de los consejeros independientes. Esto se debe a que antes de realizar dicha propuesta de acuerdo, se ha tenido que realizar el informe de la comisión de auditoría para analizar la justicia y razonabilidad de la operación. Esta comisión está compuesta en gran parte por los mismos consejeros independientes. Por lo tanto, si han dado el visto bueno a la operación a través del informe, lo lógico es que también aprueben la propuesta de acuerdo en el consejo.¹³³

En relación con los administradores implicados en la operación vinculada pendiente de aprobación, deberán abstenerse de votar en todo caso. La única excepción se da para los casos de las operaciones intragrupo en las que el administrador esté vinculado a la matriz y vaya a votar en la empresa filial cotizada. Las operaciones entre sociedades en un grupo son vitales para la actividad ordinaria de la empresa, por lo que, si se obligara al administrador de la matriz a abstenerse de votar, se les estaría perjudicando de forma desmesurada.¹³⁴ Por esa razón, el legislador español permitió que los administradores participaran en las votaciones bajo estas circunstancias. No obstante, si en estos casos el voto del administrador conflictuado ha resultado decisivo para la aprobación de la operación, se deberá aplicar la inversión de la carga de la prueba del art. 190. 3LSC.

Por otro lado, la Ley 5/2021 exige también que la comisión de auditoría realice un informe previo a la aprobación, ya sea esta de la junta general o del órgano de administración. El objetivo de la elaboración de este informe, en el cual no podrán participar los administradores conflictuados, es analizar la justicia y razonabilidad de tales transacciones para la sociedad y sus accionistas no vinculados. Por ello, se deberán explicar en dicho informe las razones y los métodos utilizados para llegar a la correspondiente conclusión.

¹³² PAZ-ARES, C., *Op. cit.*, p. 106

¹³³ CHINER LATORRE, N., “Las operaciones vinculadas de la sociedad cotizada...” *op. cit.*, p. 23

¹³⁴ *Ibid.*, p. 7.

CAPÍTULO III. MODIFICACIONES EN LA PARTE GENERAL DE LA LSC POR LA LEY 5/2021 DE 12 DE ABRIL

Como ya se ha señalado, el objetivo de la nueva Ley 5/2021 es transponer al ordenamiento jurídico español la Directiva (UE) 2017/828. En dicha Ley, además de reformar la parte especial de la LSC, que ya se ha visto, se introdujeron modificaciones sobre la parte general.

En consecuencia, se explicarán a continuación dos de las modificaciones introducidas sobre la parte general de la LSC: (i) las personas vinculadas a los administradores (art. 231 LSC) y, (ii) las operaciones intragrupo.

1. REFORMA DEL ARTÍCULO 231 LSC

Uno de los deberes que se exige a los administradores es el deber de lealtad (art. 227 LSC), por el cual deben actuar de buena fe, con lealtad y buscando satisfacer el interés social. Como consecuencia de dicho deber, se impone a los administradores una serie de obligaciones, entre las que se pueden encontrar guardar secreto sobre la información a la que haya tenido acceso en el desempeño de su cargo, abstenerse de participar en las votaciones sobre acuerdos en las que tenga conflicto de interés, ya sea por si mismos o por persona vinculada, o evitar las situaciones de conflicto de interés.¹³⁵

En la parte general de la LSC se regulan las operaciones vinculadas entre los administradores y la sociedad, y entre las partes vinculadas a los administradores y la sociedad, por existir también entre ellos conflictos de interés.

Al modificar el art. 231.1 con la aprobación de la Ley 5/2021, se amplía el concepto de “partes vinculadas” a los administradores, los cuales deberán cumplir con los deberes mencionados. Así, se introducen los apartados d) y e). De esta forma, pasan a considerarse como “partes vinculadas”: (i) las sociedades en las cuales el administrador posea una participación lo suficientemente elevada, ya sea de forma directa o indirecta, como para

¹³⁵ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE núm. 161, de 3 de julio de 2010).

tener una influencia significativa sobre ella (se presume cuando tenga 10% o más de los derechos de voto), (ii) las entidades en las que el administrador ostente un cargo de alto directivo o sea miembro del órgano de administración, y (iii) los socios representados por el administrador en el órgano de administración.

Con respecto al primero, el conflicto de interés es bastante claro. En el caso de que el administrador de una sociedad tenga influencia significativa sobre otra empresa, en las operaciones realizadas entre ellas el administrador podría influir a la hora de tomar decisiones, para así obtener condiciones más beneficiosas para sí mismo, en perjuicio de los intereses de la sociedad que administra.¹³⁶

En relación con el segundo, diversos autores declaran que en tal caso el conflicto de interés no es tan claro como en el caso anterior. PAZ-ARES y JORDANO LUNA consideran que el mero hecho de que el administrador de una sociedad ocupe un cargo en el órgano de administración de otra entidad, no es suficiente. Declaran que para que exista el riesgo de que dicho administrador pueda ejercer su influencia sobre la sociedad, este ha de tener influencia significativa, por lo que establecen la condición de que éste tenga además una función ejecutiva. No obstante, no consideran necesaria esta condición para el caso en el que el administrador ostente un cargo de alto directivo en otra entidad.¹³⁷

En último lugar, se ha de mencionar que antes de la aprobación de la nueva regulación, el *dominus* no se consideraba como “parte vinculada” al consejero dominical. En cambio, con la nueva regulación no cabe duda de que sí debe considerarse de tal forma debido al conflicto de interés que tiene.¹³⁸

Por lo tanto, se ha de mencionar que la delimitación subjetiva de las partes vinculadas recogida en la parte especial hace referencia a las operaciones vinculadas a las sociedades cotizadas, mientras que el art. 231 LSC hace referencia a las partes vinculadas al administrador, no a la sociedad como tal.¹³⁹ Por lo tanto, al no estar definiendo el mismo concepto, el legislador aclaró en el Preámbulo de la Ley 5/2021 que ambas regulaciones no tienen por qué coincidir con exactitud. A pesar de ello, con la reforma de la ley el legislador argumenta en el Preámbulo de la Ley que pretende aproximar ambas

¹³⁶ PAZ-ARES, C., & JORDANO LUNA, M., *op.cit.*, p. 93.

¹³⁷ *Ibid.*, p. 94

¹³⁸ *Ibid.*, p. 90

¹³⁹ PAZ-ARES, C., & JORDANO LUNA, M., *op.cit.*, p. 72.

definiciones lo máximo posible para eludir las contradicciones entre ellas y aumentar la coherencia sistemática.¹⁴⁰ En consecuencia, señala que modifica el art. 231 LSC por dicha razón. A continuación, se detallará la incongruencia de dicha explicación del legislador.

1.1 Incongruencia en la modificación del artículo 231 LSC

La explicación que ofrece el legislador en el preámbulo de la Ley 5/2021 sobre la necesidad de la modificación del art. 231 LSC es la siguiente: “*a la vista del contenido material de dicha NIIF 24, es preciso por ineludibles exigencias de coherencia sistemática, reformar la letra d) del artículo 231.1 para ampliar su perímetro*”.¹⁴¹

Por lo tanto, señala que teniendo en cuenta la definición que se da en la NIC 24 de las partes vinculadas de las sociedades cotizadas (“*aquella persona o entidad que tenga una influencia significativa sobre la entidad*”¹⁴²), para dotar a la LSC de la supuesta coherencia sistemática que reza la ley, se reformó el artículo 231.1. d) LSC y se le introdujo un último apartado e). Con esta reforma, se amplió el espectro de personas vinculadas a los administradores a los casos mencionados en el apartado anterior.

De esta forma, mientras que en las NIC 24 se requiere una influencia significativa para poder considerar a las personas o entidades como partes vinculadas de las sociedades cotizadas, en el art. 231 LSC solo se exige una participación relevante o un puesto clave en la sociedad para obtener la consideración de partes vinculadas a los administradores. Por lo tanto, los supuestos en los que las personas o entidades cuentan con participación relevante sin llegar a tener influencia significativa, solo están regulados como partes vinculadas de los administradores en el art. 231 LSC, pero no como parte vinculadas de las sociedades cotizadas.¹⁴³ Prueba de ello, es que las propias NIC 24 señalan

¹⁴⁰ Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (BOE núm. 88, de 12 de abril de 2021). *Op. cit.*

¹⁴¹ *Id.*

¹⁴² Norma Internacional de Contabilidad 24, apartado 9. Disponible online en: http://www.nicniif.org/files/u1/NIC_24.pdf

¹⁴³ CHINER LATORRE, N., “Las partes vinculadas de la sociedad cotizada...” *op. cit.*

concretamente en su articulado que para que una sociedad se considere parte vinculada de otra, debe tener como mínimo el control de ésta.

En consecuencia, al no adecuarse la nueva regulación introducida en el art. 231 LSC (parte general) a lo dispuesto en las NIC, no se está consiguiendo la coherencia sistemática que se mencionaba en el preámbulo de la Ley 5/2021 y que supuestamente explicaba la modificación de la LSC. Por lo tanto, se crea así una incongruencia entre los motivos del cambio expuestos por el legislador y la realidad, ya que realmente la finalidad última de la modificación del art. 231 no era igualar su contenido al de las NIC, puesto que de haber sido así, el legislador lo habría podido lograr. En cambio, otra posibilidad como señala LATORRE podría haber sido que el legislador se hubiera olvidado de ello.

2. NUEVA REGULACIÓN DE LAS OPERACIONES INTRAGRUPO (ART. 231 BIS)

Aunque la Directiva se refiere en exclusividad a las sociedades cotizadas, como ya se ha mencionado, con la Ley 5/2021 que la traspone se incorporó también el art. 231 bis en la parte general de la LSC.¹⁴⁴ El preámbulo de la Ley señala que este artículo sobre operaciones intragrupo es aplicable tanto a las sociedades cotizadas como a las no cotizadas. El legislador consideró oportuno introducir la mencionada regulación en la parte general de la LSC porque en nuestro país se dan muchos casos en los que las filiales de las sociedades cotizadas no son cotizadas.¹⁴⁵ Por lo tanto, la normativa debe ser aplicable a ambos tipos de entidades. No obstante, algunos autores, entre los que se destaca a LUIS FERNÁNDEZ DEL POZO, consideran que existe un problema cuando la matriz cotizada se sirve de filiales no cotizadas para realizar operaciones vinculadas con la matriz. Así, el autor señala que para que tales entidades no traten de evitar la normativa de operaciones vinculadas establecida por la Directiva aludiendo que solo es aplicable a sociedades cotizadas, las operaciones vinculadas llevadas a cabo por la filial no cotizada, se entenderán realizadas por la matriz. De esta forma, deberá ser la matriz cotizada la responsable de cumplir con los deberes de transparencia, ponderación e imparcialidad impuesto por la Directiva y posteriormente por la normativa española.¹⁴⁶

¹⁴⁴ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Las operaciones vinculadas intragrupo. Estado de la cuestión en Derecho Español y necesidad de su reforma”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, n. 149, 2018, p. 34.

¹⁴⁵ CHINER LATORRE, N., “Las operaciones vinculadas de la sociedad cotizada...” *op. cit.*, p. 7.

¹⁴⁶ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Las operaciones vinculadas intragrupo...” *op. cit.*, p. 16.

Por lo tanto, siguiendo a este autor, todas las operaciones vinculadas realizadas por la filial no cotizada serán atribuidas a la matriz.

El nuevo art. 231 bis LSC regula el régimen de aprobación de las operaciones vinculadas en los grupos de sociedades, por el cual fija una regla de competencia.¹⁴⁷ Esta regla supone que no todas las operaciones serán aprobadas por un mismo órgano, si no que, en función del tipo de transacción, el órgano competente para su aprobación será uno u otro. De esta forma, aquellas realizadas entre una entidad y su sociedad dominante deberán ser aprobadas por la junta general en los siguientes casos: a) cuando le corresponda por la propia naturaleza de la transacción; o b) cuando el valor de la operación supere el 10% del total del activo de la sociedad. En cambio, en el resto de los casos el competente de la aprobación será el órgano de administración. Se señala además que los administradores implicados en la operación vinculada podrán participar en la aprobación. No obstante, si se diera el caso de que su voto hubiera resultado determinante en la aprobación, deberán ser ellos mismos o la sociedad los encargados de demostrar que tal operación es conforme al interés social y se ha realizado con diligencia y lealtad. Asimismo, la normativa española establece que el órgano de administración podrá delegar la aprobación cuando la transacción de la que se trate sea relativa al ejercicio de la actividad ordinaria de la empresa y haya sido concluida en condiciones de mercado. Tal delegación deberá ser a favor de altos directivos de la sociedad u otros órganos delegados de ésta.

Por último, este artículo señala que no quedarán sometidas al régimen de operaciones vinculadas aquellas operaciones llevadas a cabo por una sociedad con su sociedad dependiente, salvo que en la dependiente exista algún accionista significativo por el cual la dominante no pueda contratar sin someterse al régimen de operaciones vinculadas. En estas operaciones con sociedades dependientes, se entiende que no hay conflicto de interés, puesto que tales transacciones se realizan con el objetivo de gestionar el patrimonio de su representada.¹⁴⁸

¹⁴⁷ PAZ-ARES, C., *op. cit.*, p. 95.

¹⁴⁸ MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “La dispensa de operaciones intragrupo tras la Ley 5/2021, de 12 de abril”, Gómez-Acebo & Pombo, 24 de junio de 2021 (disponible en <https://www.gap.com/publicaciones/la-dispensa-de-operaciones-intragruppo-tras-la-ley-5-2021-de-12-de-abril-2/>; última consulta 21/02/2022).

CONCLUSIÓN

En los países de Europa Continental (regidos por el *civil law*) la gran mayoría de las sociedades son de capital concentrado. En ellas, uno de los principales problemas es la extracción por parte de los accionistas mayoritarios de beneficios privados de control en perjuicio de los minoritarios.¹⁴⁹ Una de las formas más comunes utilizadas para llevar a cabo tales extracciones de valor son las operaciones vinculadas. Asimismo, se ha de tener en cuenta que los países que se rigen por el *civil law* protegen en menor medida los intereses de los accionistas, puesto que, a diferencia de los que se rigen por el *common law*, los tribunales basan sus sentencias únicamente en las normas jurídicas sin tener en cuenta el principio de equidad.

Por ello, con el objetivo de, entre otras cosas, aumentar la transparencia de las operaciones, mejorar la protección de los accionistas minoritarios y tratar de evitar los riesgos que las operaciones vinculadas conllevan, la Comisión propuso en el 2014 reformar la Directiva 2007/36/CE sobre los derechos de los accionistas. Asimismo, la Comisión tenía como objetivo mejorar los mercados financieros de la UE y posteriormente, crear un mercado financiero común en la UE.¹⁵⁰ En consecuencia, las modificaciones propuestas por la Comisión con respecto al régimen de operaciones vinculadas estaban todas dirigidas a mejorar la protección de los accionistas minoritarios y conseguir armonizar la regulación en todos los países, para así además favorecer las inversiones.

Sin embargo, el texto final adoptado tras la incorporación de las enmiendas introducidas por el Parlamento y el Consejo difiere en gran medida del propuesto por la Comisión. Así, se puede concluir que en el texto final publicado a través de la Directiva 2017/828, la protección de los accionistas minoritarios y la armonización del régimen se vio reducida. De esta forma, la Directiva ofrece bastante libertad a los Estados miembros para tomar determinadas decisiones sobre el régimen de operaciones vinculadas. A modo de ejemplo, la Comisión propuso que, de forma previa a la aprobación de las operaciones

¹⁴⁹ BONA-SÁNCHEZ, C., FERNÁNDEZ-SENRA, C. L., & PÉREZ-ALEMÁN, J., “Related-party transactions, dominant owners and firm value”. *BRQ Business Research Quarterly*, vol. 20, n. 1, 2017, p. 5.

¹⁵⁰ GÖZLÜGÖL, A. A., “The Political Economy of the Related Party Transactions Regulation in the Shareholders’ Rights Directive II”. *Yearbook of European Law*, vol. 39, 2021, p. 498-499.

vinculadas importantes, un tercero independiente elaborara un informe con el objetivo de analizar si la operación se había concluido en condiciones de mercado y si era justa y razonable. En cambio, en el texto final se estableció que los Estados miembros podían decidir qué órgano debía encargarse de la aprobación, dando la opción a elegir entre la junta de accionistas, el órgano de administración o supervisión o ambos.¹⁵¹ En consecuencia, se puede concluir que el objetivo de la Comisión de conseguir una armonización para el régimen de las operaciones vinculadas y maximizar la protección de los accionistas no se ha cumplido.

Asimismo, considero que, en algunas cuestiones, la Directiva deja demasiada libertad a los Estados miembros, lo que puede provocar que las sociedades logren realizar con éxito las transacciones vinculadas sin que nadie se entere. Por ejemplo, en el caso del informe que se ha de publicar junto al anuncio de las operaciones vinculadas importantes, además de no ser obligatorio para todos los países, no señala la información concreta que debe contener. Si bien es cierto que posteriormente en la Ley 5/2021 se incluye el contenido mínimo de tal informe, considero que no es suficiente. Al dar la opción de que cada sociedad aporte “*aquella otra información necesaria para valorar si...*” la operación “*...es justa y razonable*”, se está permitiendo que cada una elija la información que quiere desvelar. Así, si lo que quieren es “esconder” la realización de tales operaciones, no aportarán los datos adecuados para que los accionistas reciban la información adecuada sobre la transacción y, en consecuencia, el informe no tendrá el valor que debería.

Por último, he de señalar que esta nueva regulación de operaciones vinculadas tendrá gran repercusión en las empresas, que deberán adaptar sus actividades y sus procedimientos para cumplir con lo estipulado. De esta forma, deberán cumplir con requisitos que antes no eran necesarios, como la aprobación o la publicidad de las transacciones.

¹⁵¹ *Ibid.*, p. 504.

BIBLIOGRAFÍA

Legislación

Amendments adopted by the European Parliament on 8 July 2015 on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement (COM(2014)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD))⁽¹⁾.

Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento 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 (DOUE núm. L 132/1 de 20 de mayo).

Directiva 2007/36/CE del Parlamento y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (DOUE núm. 184, de 14 de julio de 2007).

Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (BOE núm. 88, de 12 de abril de 2021).

Libro Verde. El gobierno corporativo en las entidades financieras y las políticas de remuneración COM (2010) 284 final.

Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 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 y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE núm. 161, de 3 de julio de 2010).

Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad (DO núm. L 243, de 11 de septiembre de 2002).

Obras doctrinales

ALONSO ESPINOSA, F. J., Introducción a la teoría general del derecho español de sociedades, 2011, p. 15, disponible en: <http://hdl.handle.net/10201/19621>.

BARCLAY, M., & HOLDERNESS. C., “Private Benefits from Control of Public Corporations”, *Journal of Financial Economics*, vol. 25, n. 2, 1989, pp. 371-395.

BERLE, A. A., & MEANS, G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan, 1932, p. 87.

BIRKMOSE, H. S., & SERGAKIS, K., “SRD II: Political ambitions and regulatory rationales”, en *The shareholder rights Directive II*. Edward Elgar Publishing, 2021.

BONA SÁNCHEZ, C., ELISTRATOVA, M., PÉREZ ALEMÁN, J., “La transparencia de las operaciones entre partes vinculadas en España. Una reflexión”, *Revista de la Asociación española de Contabilidad y Administración de Empresas*, n. 122, 2018, pp. 20-22.

BONA-SÁNCHEZ, C., FERNÁNDEZ-SENRA, C. L., & PÉREZ-ALEMÁN, J., “Related-party transactions, dominant owners and firm value”. *BRQ Business Research Quarterly*, vol. 20, n. 1, 2017, pp. 4-17.

BOQUERA MATARREDONA, J., “La dispensa del conflicto de interés de los administradores por la Junta General”. *Revista de derecho de sociedades*, n. 57, 2019, p. 1.

BRENES CORTÉS, J., “Principales reformas incorporadas por la Ley 5/2021, para el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas”, *Revista Lex Mercatoria, Doctrina, Praxis, Jurisprudencia y Legislación*, vol. 18, n. 18, 2021, pp. 45-78.

CASTAÑO GUILLÉN, J., “La Dirección de resultados en las empresas privatizadas”, *Universidad de Extremadura*, 2006.

CHINER LATORRE, N., “El ámbito objetivo de las operaciones vinculadas y el informe de evaluación”, en *El control de las operaciones vinculadas en la sociedad cotizada*. Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, 2020, pp. 189-253.

CHINER LATORRE, N., “Las operaciones entre la sociedad y sus administradores o personas vinculadas a ellos” en *El control de las operaciones vinculadas en la sociedad cotizada*, Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, Madrid, 2020, pp. 85-140.

CHINER LATORRE, N., “Las operaciones vinculadas de la sociedad cotizada en la reforma de la Ley de Sociedades de Capital (Ley 5/2021, de 12 de abril)”, *Revista de derecho de sociedades*, n. 62, 2021.

DE ANGEL YÁGÜEZ, R., “La doctrina del "levantamiento del velo" y las sociedades interpuestas”, *Estudios de Deusto: revista de la Universidad de Deusto*, vol. 43, n. 2, 1995, pp. 11-51.

DE CARLOS BERTRÁN, L., & VENTOSO DEL RINCÓN, A., “La sociedad cotizada”, en Ibáñez Jiménez, J. (Coord.), de Carlos Bertrán, L., Fernández Fernández, M.^a I., Martín Baumeister, B. W., Prades Cutillas, D., de San Román Diego, J., Sánchez Graells, A., Veiga Copo, A. B., Sebastián Quetglas, R., Vives Ruiz, F., *Fundamentos de Derecho Empresarial. Derecho de Sociedades. Tomo II*, Civitas, Navarra, 2012, pp. 253-284.

DYCK, A., & ZINGALES, L., “Private benefits of control: An international comparison”. *The journal of finance*, 2004, vol. 59, n. 2, p. 537-600.

ENGERT, A., & FLORSTEDT, T., “Which related party transactions should be subject to ex ante review? Evidence from Germany”, *Journal of Corporate Law Studies*, 2020, vol. 20, n. 2, pp. 263-290.

ENRIQUES, L., *Related party transactions: Policy option and real-world challenges (with a critique of the European Commission Proposal)*, octubre 2014, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 267/2014, disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2505188>.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Las operaciones vinculadas intragrupo. Estado de la cuestión en Derecho Español y necesidad de su reforma”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, n. 149, 2018, pp. 11-64.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Transparencia y aprobación de operaciones con partes vinculadas: Directiva UE 2017/828, de 17 de mayo de 2017”. *La Ley mercantil*, n. 50, 2018.

FILATOTCHEV, I., & MICKIEWICZ, T., Ownership concentration, 'private benefits of control' and debt financing. *Corporate governance and finance in Poland and Russia*, 2001, disponible en SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=286372.

FRANCO MONGUA, J. F. & MANRIQUE RODRÍGUEZ, J. A., “La constitución y el problema de la agencia en las sociedades de capital concentrado desde el análisis económico del derecho”. *Prolegómenos*, vol. 18, n. 36, 2015, p. 135-152.

FRIEDMAN, E., JOHNSON, & S., MITTON, T., “Propping and tunneling”, *Journal of Comparative Economics*, vol. 31, n. 4, 2003, p. 732-750.

GILSON, R. J., & SCHWARTZ, A., “Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review.” *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE) / Zeitschrift Für Die Gesamte Staatswissenschaft*, vol. 169, n. 1, 2013, pp. 160–83, disponible en: <http://www.jstor.org/stable/23354782>.

GÖZLÜGÖL, A. A., “The Political Economy of the Related Party Transactions Regulation in the Shareholders’ Rights Directive II”. *Yearbook of European Law*, vol. 39, 2021, pp. 497-535.

IGLESIAS PRADA, J. L., & GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., “Las sociedades de capital. Aspectos básicos”, en Rojo Fernández Río, A. J., Aparicio González, M. L., Menéndez Menéndez, A., (coord.), *Lecciones de Derecho mercantil. Volumen I*, Aranzadi, 2014, pp. 410-432.

ITURRIAGA, F. L., & HOFFMANN, P. S., “Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes de los problemas de agencia en la gran empresa española”. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, vol. 10, n. 31, 2007, pp. 119- 146.

JOHNSON, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., & SHLEIFER, A., “Tunneling”. *American Economic Review*, vol. 90, n. 2, 2000, pp. 22-27.

JURFEST, S. P., PAREDES, R. D., RIUTORT, J., “Tomas de control en el mundo y beneficios privados del control bajo las distintas regulaciones vigentes”. *El trimestre económico*, vol. 82, n. 328, 2015, p. 847-871.

KRAAKMAN, R. H., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, L., HANSMANN, H., HERTIG, G., HOPT, K., KANDA, H., PARGENDLER, M., RINGE, W.-G. & ROCK, E., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2017, pp. 1- 15.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. W., “Law and Finance.” *Journal of Political Economy*, vol. 106, n. 6, 1998, pp. 1113–55.

MANNE, H. G., “Our Two Corporation Systems: Law and Economics.” *Virginia Law Review*, vol. 53, n. 2, 1967, pp. 259–84, disponible en: <https://doi.org/10.2307/1071435>.

MARCO ALCALÁ, L. A., “Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que modifica el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el RD Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas”, *Ars Iuris Salmanticensis*, vol. 9, n. 2, 2021, pp. 374-382.

MARTÍNEZ FLÓREZ, A., “La transparencia de las operaciones vinculadas celebradas por las sociedades cotizadas”. *Revista de derecho mercantil*, n. 313, 2019.

NENOVA, T., “The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis”, *Journal of Financial Economics*, vol.68, n. 3, 2003, pp. 325-351

PAZ-ARES, C., “Operaciones vinculadas y grupos de sociedades”, *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, n. 60, 2019, pp. 89-115.

PAZ-ARES, C., & JORDANO LUNA, M., “El perímetro de vinculación”. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 56, 2021, pp. 71-114.

PEÑA RAMÍREZ, M. V., “Gobierno corporativo, oportunismo y abuso del derecho en sociedades mercantiles”. *Revista de Derecho Privado*, n. 54, 2015, p. 1-49.

ROBLETO ARANA, C. A., “Teoría general de las sociedades mercantiles”, *Derecho de sociedades mercantiles*, UCA, Managua, 2006, pp. 23-64.

STONE, H. F., “The common law in the United States”, *Harvard Law Review*, vol. 50, n.1, 1936, pp. 4-26.

VIVES RUIZ, F., “Los conflictos de intereses de los socios con la sociedad en la reforma de la legislación mercantil”. *Revista de derecho bancario y bursátil*, vol. 34, n. 137, 2015, pp. 7-62.

ZERPA, L. I., “El abuso de la personalidad jurídica en la sociedad anónima”, *Universidad Central de Venezuela, Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas de Venezuela*, 1999, pp. 79-109.

Recursos de internet

“Estructura del mercado de valores español”. Bolsa de Madrid (disponible en <https://www.bolsamadrid.es/esp/Inversores/MercadoEsp.aspx>; última consulta 16/03/2022).

“Sociedad de estructura corporativa”, *Diccionario panhispánico del español jurídico* (disponible en: <https://dpej.rae.es/lema/sociedad-de-estructura-corporativa>; última consulta 25/03/2022).

ALFARO AGUILA-REAL, J., “Propiedad dispersa vs. Propiedad Concentrada en las sociedades cotizadas”. *Almacén de Derecho*, septiembre de 2013(disponible en: <https://derechomercantilesana.blogspot.com/2013/09/propiedad-dispersa-vs-propiedad.html>; última consulta 23/03/2022).

Anon, “Listado de Entidades de Crédito Españolas”, *CNMV*. Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/ListadoEntidad.aspx?id=1&tipoent=7>; última consulta 30/3/2022).

BERNÁRDEZ, M., CABELLO, M., DELGADO, M. Y SALAS, I., “De un vistazo: Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital y otras normas financieras”, *Pérez-Llorca*, abril de 2021 (disponible en: <https://www.perezllorca.com/wp-content/uploads/2021/04/nota-modificacion-ley-sociedades-capital-resumen.pdf>; última consulta 21/02/2022).

CENTENO, L., SOL, J., “Los seis puntos clave de la Ley 5/2021, de 12 de abril”, *EY*, mayo de 2021 (disponible en: https://www.ey.com/es_es/law/los-seis-puntos-clave-de-la-ley-5-2021; última consulta 21/02/2022).

CHINER LATORRE, N., “Las partes vinculadas de la sociedad cotizada: ¿art. 231 LSC o NIC 24?”, *Almacén de Derecho*, 2021 (disponible en: <https://almacenederecho.org/las-partes-vinculadas-de-la-sociedad-cotizada-art-231-lsc-o-nic-24>; última consulta 21/02/2022).

Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Preguntas y respuestas sobre el régimen de comunicación de operaciones vinculadas reguladas en el Capítulo VII bis del Título XIV de la Ley de Sociedades de Capital”, (disponible en: http://cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/Operaciones_vinculadas.pdf; última consulta 21/02/2022).

LEÓN SANZ, F.J., “Las operaciones con partes vinculadas en las sociedades anónimas cotizadas”, *Almacén de Derecho*, 2017 (disponible en: <https://almacenederecho.org/las-operaciones-partes-vinculadas-las-sociedades-anonimas-cotizadas-segun-la-directiva-200736ce>; última consulta 21/02/2022).

MARÍN DE LA BÁRCENA, F., “La dispensa de operaciones intragrupo tras la Ley 5/2021, de 12 de abril”, *Gómez-Acebo & Pombo*, 24 de junio de 2021 (disponible en <https://www.ga-p.com/publicaciones/la-dispensa-de-operaciones-intragruppo-tras-la-ley-5-2021-de-12-de-abril-2/>; última consulta 21/02/2022).

MARTÍN SIMÓN, P., “Las cotizadas avisarán en tiempo real a la CNMV de las operaciones vinculadas”, *Cinco Días*, 15 de abril de 2021 (disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/04/14/mercados/1618425015_699574.html; última consulta 21/02/2022).

Norma Internacional de Contabilidad 24, apartado 9. Disponible online en: http://www.nicniif.org/files/u1/NIC_24.pdf.

Norma Internacional de Contabilidad 28, apartado 2. Disponible online en: http://nicniif.org/files/u1/Norma_Internacional_de_Contabilidad_n_28.pdf.