



Universitat
de les Illes Balears

TRABAJO DE FIN DE GRADO

LA OBLIGACIÓN DE PUBLICIDAD DE LOS PACTOS PARASOCIALES EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS ESPAÑOLAS

Moisés Jerome Moreno Torres

Grado de Derecho

Facultad de Derecho

Año Académico 2020-21

LA OBLIGACIÓN DE PUBLICIDAD DE LOS PACTOS PARASOCIALES EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS ESPAÑOLAS

Moisés Jerome Moreno Torres

Trabajo de Fin de Grado

Facultad de Derecho

Universidad de las Illes Balears

Año Académico 2020-21

Palabras clave del trabajo:

Pactos parasociales, Transparencia, Sociedad Cotizada, Publicidad, Dispensa.

Nombre Tutor/Tutora del Trabajo

Antonio Conde Tejón

Se autoriza la Universidad a incluir este trabajo en el Repositorio Institucional para su consulta en acceso abierto y difusión en línea, con fines exclusivamente académicos y de investigación

Autor		Tutor	
Sí	No	Sí	No
<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Resumen

Entre las medidas sugeridas por el Informe Aldama y adoptadas por la Ley de Transparencia, está la obligación de publicidad de los pactos parasociales en las sociedades cotizadas, hoy regulada en los artículos 530-535 LSC. La finalidad de dicha obligación es garantizar el adecuado funcionamiento de los mercados y tutelar a los inversores que participan en los mismos, en especial a los minoritarios, así como intentar recuperar la confianza de ellos, la cual fue mermada debido a los escándalos financieros de este siglo.

Sin embargo, la regulación de los pactos parasociales en las sociedades cotizadas no resuelve toda la problemática derivada de esta materia, e incluso un aspecto relevante como la dispensa del deber de publicidad puede ser contradictoria con la normativa comunitaria, en específico el RAM.

Por ello, el presente trabajo tiene como objetivo analizar la finalidad de la publicación de los pactos parasociales, cuáles son los que están sujetos a este deber de publicidad y cómo opera el mecanismo de dispensa de dicho deber.

Índice

I.	Lista de abreviaturas.	1
II.	Introducción.	2
III.	Precedentes sobre la obligación de publicidad de los pactos parasociales.	3
1.	Informe Aldama.	3
2.	Ley de Transparencia.	5
3.	Desafíos del principio de transparencia.	7
IV.	Los pactos parasociales sujetos al deber de publicidad.	8
1.	Incidencia del porcentaje de acciones sobre el deber de publicidad.	8
A.	Introducción de un criterio objetivo en la publicidad de los pactos parasociales.	8
B.	Analogía entre la publicidad de participaciones significativas y pactos parasociales.	9
C.	La imposibilidad de un criterio objetivo.	11
D.	Los peligros de un criterio subjetivo de publicidad.	12
2.	Los pactos parasociales y su influencia sobre el ejercicio del voto en el consejo de administración.	14
V.	La dispensa del deber de publicidad a la luz del RAM.	17
1.	Los pactos parasociales como información privilegiada.	17
2.	Los requisitos para la dispensa del deber de publicidad. Especial referencia a las directrices de la ESMA.	18
A.	El interés legítimo del emisor.	21
B.	El retraso no puede conducir a confusión o engaño al público.	22
C.	La capacidad del emisor de garantizar la confidencialidad de la información.	25
VI.	Bibliografía.	28

I. Lista de abreviaturas.

AMF	L'Autorité des marchés financiers
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
ESMA	European Security and Markets Authority
FSA	Financial Services Authority
LMV de 1988	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
LMV de 2015	Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.
Ley de Transparencia	Ley 26/2003, de 17 de julio.
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.
RAM	Reglamento sobre abuso de mercado.
TUE	Tratado de la Unión Europea.

II. Introducción.

En palabras de IRIBARREN¹ “pocos temas han dado lugar en los últimos años a debates tan interesantes como los pactos parasociales”. Como es sabido, los pactos parasociales se caracterizan por regirse en virtud de la autonomía de la voluntad de las partes, lo que permite a los socios celebrar acuerdos con mayor libertad y flexibilidad, en comparación con las previsiones de la normativa societaria. Otra de sus características es su secretismo, ya que son contratos privados entre los socios, a diferencia de los estatutos sociales que sí requieren su inscripción en el Registro Mercantil.

En referencia a las sociedades cotizadas, debido a su naturaleza, los pactos parasociales que se celebran en su seno presentan particularidades propias que merecen ser analizadas en profundidad. La diferencia más notable es que desde la aprobación de la Ley de Transparencia en 2003, se exige la publicidad de los mismos. Esta ley forma parte de una serie de modificaciones que sufren las sociedades cotizadas desde finales del siglo pasado, a causa de las debacles financieras de los últimos años.

A partir de este deber de publicidad, paulatinamente se fueron conociendo los pactos parasociales celebrados en el seno de las sociedades cotizadas. Según SANTANA-MARTÍN² desde 2003 se observa una tendencia creciente en la celebración de estos contratos, y que ya en 2009 afectaban alrededor del 42% de los derechos de voto en las sociedades cotizadas. Ello es relevante cuando, acorde a BERTRÁN³, se considera que el valor de bolsa española asciende a más de un billón de euros y que sólo las empresas que cotizan en el mercado continuo ya concentran el 40% del valor de las sociedades españolas, por lo que es menester contar con una adecuada regulación de las sociedades cotizadas.

¹ IRIBARREN, “Pactos parasociales”, p.1.

² SANTANA-MARTÍN, *Los pactos parasociales*, pp. 50-51.

³ BERTRÁN, *La Sociedad Cotizada*, p.32.

Por consiguiente, el objetivo de este estudio es analizar porqué los pactos parasociales en las sociedades cotizadas deben publicarse, concretar qué pactos están sujetos a este deber de publicidad y en qué supuestos cabe el retraso de la misma, todo ello en virtud de la normativa comunitaria y española pertinente, así como la doctrina relativa a esta materia.

III. Precedentes sobre la obligación de publicidad de los pactos parasociales.

1. Informe Aldama.

Para comprender la finalidad teleológica de la obligación de publicidad de los pactos parasociales en las sociedades cotizadas, es necesario hacer referencia al Informe Aldama de 2003⁴, cuyo objetivo era establecer criterios y pautas que permitan aumentar la transparencia y seguridad en los mercados financieros, ya que considera que el correcto funcionamiento de un mercado de capitales globalizado gira en torno a tres principios: aplicación efectiva del imperio de la ley, la autorregulación de los mercados y el de máxima transparencia posible.

En lo referente al principio de transparencia, el Informe Aldama concluye que éste constituye la piedra angular sobre la que descansa todo el sistema, ya que gracias a él todas las personas que actúan en el mercado pueden formarse juicios razonables y

⁴ Es relevante contextualizar la época en que surge el Informe Aldama. A finales del siglo XX e inicios del XXI, escándalos financieros como los de Enron, Worldcom, entre otros, originaron un debate sobre la regulación de los gobiernos en las sociedades cotizadas, tanto en Estados Unidos como en Europa. En España, el Círculo de Empresarios, en sus reflexiones de 1995, señaló la necesidad de replantear la naturaleza y funcionamiento de los Consejos de Administración, como ya estaba sucediendo en otros países como Estados Unidos, Francia y Reino Unido, con la finalidad de adaptarlo a las exigencias de una economía globalizada. Tres años después, en 1998, se aprueba en España el Código de Olivencia, primer informe sobre la necesidad de reformar los gobiernos corporativos en las sociedades españolas.

fundados para sus decisiones de inversión o de desinversión, sin perjuicio de los riesgos inherentes al mercado. En aras a garantizar el cumplimiento del principio de transparencia, el Informe Aldama afirma que se requieren las siguientes condiciones:

- 1) Que se transmita al mercado toda la información relevante para los inversores. Su finalidad es que los inversores puedan formar una imagen fiel de la sociedad cotizada. Para ello, no sólo debe publicarse la información contable de la sociedad, sino también datos cada vez más relevantes, como es lo referente al gobierno de las sociedades, para así conocer los procesos de toma de decisiones de la misma.
- 2) Que la información difundida sea correcta y veraz. Esto se consigue a través de procedimientos que garanticen su corrección, en particular el uso de un lenguaje que permita trasladar información correcta al mercado y no para ocultarla o distorsionarla.
- 3) Que la información se transmita de forma simétrica y equitativa. Ello supone que todos los partícipes deben tener acceso a una información sustancialmente igual en un mismo horizonte temporal. De esta forma, se pretende salvaguardar especialmente a los accionistas minoritarios, porque como afirma SAN MARTÍN GARCÍA⁵, estos accionistas, al no tener una capacidad real de influir en las decisiones de los directivos (las cuales eventualmente le terminarán afectando) requieren de una protección especial. Esto no significa, que los inversores mayoritarios deban quedar desprotegidos, pero naturalmente ellos se encuentran en una posición más beneficiosa a la hora de conocer los posibles pactos parasociales que se estén formando en el seno de la sociedad.

⁵ SAN MARTÍN GARCÍA, “El Gobierno de las Sociedades Cotizadas”, pp.10-11.

- 4) Que la información se traslade en tiempo útil. Acorde al Informe Aldama, la información debe ser transmitida en el momento en que es conocida por la propia sociedad.

Entre la información que debe ser publicada, el Informe Aldama considera “de suma importancia que los mercados estén al corriente de los pactos parasociales”, ya que entiende necesario que el mercado y los inversores conozcan las relaciones contractuales existentes entre los socios.

Las opiniones sobre el Informe Aldama fueron diversas. Por un lado, algunos especialistas, como SALAS FUMÁS⁶, consideran que la Comisión perdió la oportunidad de realizar un diagnóstico más preciso y que para garantizar el acercamiento del pequeño inversor a la bolsa de valores, se requerían más límites a la autorregulación, para así obtener mayor transparencia, fuente de seguridad. Sin embargo, la opinión mayoritaria, reflejada, entre otros, por IRÍBAR⁷, reconoció la difícil tarea de la Comisión en encontrar un equilibrio entre la libertad de empresa y el respeto al pequeño inversor, cuya confianza debía recuperarse tras los escándalos financieros de la época, y que si bien sus propuestas quedaron lejos de las planteadas en Estados Unidos y Reino Unido, era un paso en la dirección correcta.

2. Ley de Transparencia.

Con el objetivo de continuar adaptando las sociedades españolas a las nuevas exigencias de un mercado globalizado, y siguiendo las recomendaciones del Informe Aldama y también las contenidas en la Propuesta del Código de Sociedades Mercantiles⁸, se aprueba en 2003 la Ley de Transparencia. Como se indica en su

⁶ SALAS FUMÁS, “El informe Aldama”.

⁷ IRÍBAR, “Entre la ley y la buena voluntad”.

⁸ El capítulo IV -de los pactos parasociales sujetos a publicidad- del título VIII -de las sociedades anónimas cotizadas- del libro segundo -de las sociedades mercantiles- constituye, a juicio del Doctor SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, el verdadero antecedente de la regulación actual sobre la publicidad

exposición de motivos, su finalidad es fomentar la transparencia en la gestión de las empresas, sin menoscabar el principio de autorregulación. Además, se tipifican sanciones para las sociedades que incumplan con los deberes de información señalados por la ley.

De esta manera surge el pionero artículo 112 de la hoy derogada LMV de 1988. Acorde a SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE⁹, dicho artículo aborda de manera especial y autónoma la publicidad de los pactos parasociales, que buscaba afrontar la situación de hecho caracterizada por el amplio uso de pactos parasociales en las sociedades cotizadas españolas. Continúa exponiendo el autor, que el artículo 112 LMV de 1988 supuso un reconocimiento expreso del legislador sobre la admisibilidad de los pactos parasociales, por su utilidad como herramientas de estabilidad para las sociedades cotizadas, sin perjuicio de que su eficacia dependa del cumplimiento de los requisitos de publicidad exigidos por la propia ley.

Actualmente, en virtud de la disposición derogatoria única, inciso cuarto de la LSC, el artículo 112 LMV de 1988 está derogado, aunque su contenido se mantiene en términos idénticos, ahora repartido entre los artículos 530-535 LSC.

En síntesis, el Informe Aldama y la Ley de Transparencia de 2003 tienen como finalidad garantizar el adecuado funcionamiento del mercado y proteger a los inversores, en particular a los minoritarios. Para ello, aboga por un sistema de transparencia, consistente en dar publicidad a determinada información, para que así los inversores puedan tomar las decisiones más convenientes para sus intereses.

de los pactos parasociales, ya que el Informe Aldama no contiene referencias detalladas que permitan concretar los aspectos más problemáticos de dicho deber de publicidad.

⁹ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Los pactos parasociales*, pp.10-11.

3. Desafíos del principio de transparencia.

Pese al interés digno de protección que el principio de transparencia pretende salvaguardar, éste presenta un problema de fondo importante, ya que depende de que los inversores lean las informaciones publicadas y además, que sean capaces de entenderlas. La Comisión Europea¹⁰ ya advirtió que en general, los ciudadanos europeos poseen una comprensión deficiente de las cuestiones financieras y que dicha carencia va en aumento, a causa de la innovación constante de los servicios financieros. España en concreto, tiene una peor formación económica financiera en comparación con sus vecinos europeos, como señala el informe de 2019 emitido por PwC y la fundación Contea¹¹. Además, siguiendo lo expresado por GARCÍA,¹² la OECD ya ha manifestado que la mejor forma de conseguir una mejor educación financiera es inculcarla desde una edad temprana. y en este sentido, el último informe PISA, que evalúa los conocimientos financieros en niños de entre 13-15 años, coloca a España en la décima posición, de quince países analizados

También comparte esta crítica FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO,¹³ quien sostiene que el principio de transparencia, pese a constituir uno de los paradigmas fundamentales de la regulación de los mercados de valores, cuando se traslada al plano empírico demuestra las flaquezas de este sistema, debido a que la mayoría de las personas a quienes va dirigida este modelo de transparencia no lo leen o simplemente son incapaces de comprender esta información, por lo excesivamente complejo de su lenguaje o por lo poco habituados al mismo.

A nivel personal, aunque los datos estadísticos reflejan la dificultad en comprender informaciones financieras de cierto calado, o incluso la falta de interés en intentar comprenderlas, considero que la ley cumple con la obligación de proporcionar

¹⁰ Comisión Europea, *La educación financiera*, p.2.

¹¹ PwC; Contea, “¿Por qué educar en economía?”, p.36.

¹² GARCÍA, “España”.

¹³ FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, “Repensar la protección del inversor”, p.5.

esta transparencia, y que luego ya corresponde a un diligente inversor utilizar la información proporcionada para formar su juicio. De lo contrario, se estarían produciendo estas situaciones de desinformación con el beneplácito de la ley, y se volvería al punto de partida existente antes del Informe Aldama y de la reforma de 2003. Por tanto, la solución pasa por utilizar un lenguaje más ameno (sin perjuicio de su complejidad inherente) al momento de publicar esta información, en especial en el resumen que consta en las primeras páginas del mismo y también, en fomentar una mejor educación financiera desde edad temprana.

IV. Los pactos parasociales sujetos al deber de publicidad.

De conformidad con los artículos 530 y 531.1 LSC, están sujetos a publicidad los pactos que: i) regulen el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales; ii) restrinjan o limiten la libre transmisibilidad de las acciones o de obligaciones convertibles o canjeables en las sociedades anónimas cotizadas. Sin embargo, para comprender el alcance del deber de transparencia, es necesario una mayor profundidad sobre este punto, que se intentará conseguir en las líneas venideras.

1. Incidencia del porcentaje de acciones sobre el deber de publicidad.

A. Introducción de un criterio objetivo en la publicidad de los pactos parasociales.

Observando la literalidad de la LSC, la primera impresión es que la ley introduce un criterio subjetivo y por ende, se debe publicar cualquier pacto, con independencia del porcentaje del capital social afectado. Ante la inexistencia de un umbral de referencia,

autores como GINER GARCÍA¹⁴ defienden que todo pacto parasocial queda sometido a las obligaciones de publicidad, con independencia del número de acciones afectadas. Según el autor, esta indefinición, posiblemente voluntaria por parte del legislador, fuerza la transparencia de todo tipo de acuerdos. En esta misma línea argumental se posicionan también RECALDE CASTELLS y DE DIOS MARTÍNEZ¹⁵, quienes consideran que resulta intrascendente el grado de participación que las partes tengan sobre la sociedad, con la consecuencia extrema de que quedan sometidos al régimen de publicidad convenios entre dos pequeños socios (por ejemplo un matrimonio) de una sociedad cotizada sobre la transmisión de sus acciones.

En contraposición, GARCÍA DE ENTERRÍA¹⁶ manifiesta que por razones de simetría y congruencia normativa, no es posible que todo pacto parasocial deba publicarse. Él alega, que si las posiciones dominicales (haciendo alusión a las participaciones significativas) solo deben publicarse cuando se alcance o supere el umbral del 3% de los derechos de voto (artículo 23 del RD 1362/2007, en conexión con el artículo 125 LMV de 2015) carece de justificación que las posiciones contractuales de control deban someterse a deberes de comunicación más estrictos. Además, el autor considera que la difusión de pactos parasociales que atañen a porcentajes reducidos del capital social conlleva el riesgo de permitir acceder al mercado un exceso de información intrascendente, con el evidente perjuicio que ello supone para el mercado y los inversores.

B. Analogía entre la publicidad de participaciones significativas y pactos parasociales.

Básicamente, la doctrina debate sobre la posibilidad de introducir un criterio objetivo para determinar qué pactos sociales deben ser publicados. De aceptar esta teoría, surge una nueva incógnita, fijar a partir de qué porcentaje de capital social

¹⁴ GINER GARCÍA, “Aproximación a la regulación del sistema de publicidad”, p.4.

¹⁵ RECALDE CASTELLS; DE DIOS MARTÍNEZ, “Los pactos parasociales en la Ley de Transparencia”, p.2.

¹⁶ GARCÍA DE ENTERRÍA, “Cuestiones sobre el régimen de transparencia”, p.2.

afectado nace la obligación de publicidad. Para resolver esta interrogante, GARCÍA DE ENTERRÍA acude a la aplicación analógica del umbral del 3% de las participaciones significativas, previsto en los artículos 23 RD 1362/2007, en conexión con el artículo 125 LMV de 2005, los cuales a su vez derivan de la Directiva 2004/109.

Para poder aceptar la hipótesis de GARCÍA DE ENTERRÍA, primero es menester determinar si existe identidad de razón entre la transparencia en las participaciones significativas y en los pactos parasociales, atendiendo a la finalidad teleológica de ambas figuras.

Ya explicada en líneas previas la finalidad teleológica de la publicidad de los pactos parasociales, es menester exponer la de las participaciones significativas. La exposición de motivos del RD 1362/2007 señala la importancia de divulgar información exacta, completa y puntual al mercado, a fin de fomentar una continua confianza hacia el inversor y permitir así una evaluación informada de su rendimiento y sus activos. Así lo expone también TAPIA HERMIDA¹⁷, quien señala que los inversores que se plantean la compra o venta de instrumentos financieros tienen un interés legítimo de conocer, no sólo la situación financiera de la emisora, sino también el mapa de relaciones de poder en el seno de ella, puesto que la identificación de sus accionistas significativos puede ser fundamental a la hora de formular un juicio razonado de inversión o desinversión. En palabras del autor, se busca que las sociedades cotizadas sean “casas de cristal”.

Para determinar qué participaciones significativas deben ser publicadas, el legislador europeo decidió optar por umbrales específicos, que luego fueron transpuestos al ordenamiento jurídico español, quien incluso los redujo. Según ARIAS VARONA¹⁸, recurrir a umbrales específicos es una decisión que siempre posee un tanto de arbitrariedad, ya que acudir a criterios objetivos presenta la dificultad de su variabilidad, cambiante en función de la sociedad concreta y de la distribución del capital social en un

¹⁷ TAPIA HERMIDA, “Las sociedades cotizadas”, pp. 13 y 17.

¹⁸ ARIAS VARONA, “Concepto de participación significativa”, pp. 8-9.

momento preciso. En otros términos, para determinar realmente qué participaciones merecen el adjetivo de “significativas”, habrá siempre que ponerla en relación con la de los demás socios (poseer el 20% de acciones en una sociedad es intrascendente si un socio tiene una mayoría porcentual del 51%). No obstante, el autor entiende que dejar una referencia abierta sería contrario a la seguridad jurídica, y que es más recomendable, pese a sus inconvenientes, un criterio objetivo.

C. La imposibilidad de un criterio objetivo.

Si bien podría defenderse la identidad de razón entre la publicidad de los pactos parasociales y las participaciones significativas, en el entender de que ambas buscan el correcto funcionamiento de los mercados y la tutela de los inversores, a mí parecer ello tampoco conlleva a una solución satisfactoria.

El legislador decide prescindir de un criterio objetivo en los pactos parasociales, sencillamente porque no es posible fijar uno. Entiendo el temor de ARIAS VARONA, sobre la inseguridad que un criterio subjetivo puede acarrear, pero los riesgos de uno objetivo tampoco son menores. Si fijas unos umbrales específicos (como en las participaciones significativas) siempre corres el riesgo de ser muy conservador (y por tanto, terminar exigiendo la publicidad de pactos irrelevantes) o de ser muy permisivo (permitiendo, con el consentimiento de la ley, que pactos relevantes no se publiquen). Cabe recordar, que la información que el Informe Aldama instó a publicar era aquella que fuera relevante, correcta, veraz, y útil, transmitida de forma simétrica y equitativa. No se puede pretender cumplir con criterios tan indeterminados, y a la vez redirigir la obligación de publicidad a unos porcentajes específicos.

Asimismo, no comparto la preocupación de GARCÍA DE ENTERRÍA de que un criterio subjetivo ocasiona un exceso de información, debido a que la tendencia de las sociedades cotizadas es de reservar la mayor cantidad de información posible (por

efectos estratégicos) de tal forma que los socios no serán tendentes a publicar todos los pactos parasociales que puedan celebrar.

Así lo demuestran las estadísticas del Informe Anual de la CNMV¹⁹, que en 2019, de los 7.814 hechos relevantes registrados por ella, sólo 22 eran sobre pactos parasociales, que afectaron a 14 sociedades cotizadas. Dicha tendencia se refleja también en el Informe de 2018²⁰, que de 8.691 hechos relevantes comunicados, 39 fueron relacionados a pactos parasociales, que afectaron a 21 sociedades cotizadas. Esto evidencia, que la cantidad de pactos parasociales públicos es ínfima, además de que el inversor promedio no leerá los 22 o 39 pactos parasociales, sino sólo aquellos que incumban a la sociedad en que invierte.

D. Los peligros de un criterio subjetivo de publicidad.

Ahora bien, mantener un criterio subjetivo de publicidad también tiene un defecto evidente, apelas a la responsabilidad de los contratantes de publicar su pacto. Para mitigar el riesgo de incumplimiento del deber de publicidad, la ley prevé dos mecanismos:

- 1) En virtud del artículo 296.1 LMV de 2015, la tipificación como muy grave de la falta de publicidad, con la consecuente atribución de una de las sanciones del artículo 302 de la misma ley.
- 2) De conformidad con el artículo 533 LSC, en tanto no se publique el pacto parasocial, este no producirá efecto alguno. Acorde a RECALDE CASTELLS y DE DIOS MARTÍNEZ²¹, una primera lectura del precepto puede llevar a la conclusión de que todo el pacto parasocial deviene

¹⁹ CNMV, *Informe Anual 2019*, p.190.

²⁰ CNMV, *Informe Anual 2018*, p.171.

²¹ RECALDE CASTELLS y DE DIOS MARTÍNEZ, “Los pactos parasociales en la Ley de Transparencia”, p.8.

ineficaz. Sin embargo, los autores consideran más respetuoso con el principio de conservación de los contratos, analizar si cabe la preservación, sin la cláusula referente a la regulación del derecho del voto.

Pese al intento de dichas medidas de compeler a los socios a publicar los pactos, comparto la opinión de IBÁÑEZ JIMÉNEZ²², en el sentido de que si la intención de los socios contratantes es guardar secreto de sus pactos, el propósito de publicidad será en vano, ya que pocas veces se cumplirá y el argumento de ellos para defender la legalidad de su actuación será el grave daño que puede ocasionar a la sociedad la publicidad de los mismos, aspecto sobre el que se profundizará en líneas posteriores.²³ Inclusive, si dicha dispensa no llega a prosperar, en el peor de los casos la consecuencia será una sanción, cuyo factor disuasorio es mínimo, en comparación con el peligro de revelar información sensible que pueda beneficiar a otros competidores en el mercado, como son los pactos parasociales.

Además, si bien la ineficacia del pacto parasocial puede parecer una consecuencia grave, ello sólo será relevante si uno de los contratantes está interesando en hacer valer el acuerdo ante los órganos jurisdiccionales, una *rara avis* en la práctica, puesto que el socio demandante lo máximo a lo que podría aspirar con una sentencia estimatoria es a una indemnización económica por incumplimiento contractual de la otra parte, pretensión que implica años de litis ante los tribunales y eso asumiendo que pueda cobrarse al socio condenado. Incluso, aún existiendo una efectiva ejecución de la condena, el interés real del socio cuando firma el pacto parasocial no es ser indemnizado económicamente ante un eventual incumplimiento, sino que se vote en un sentido específico durante las juntas generales, o una efectiva restricción de la libre transmisibilidad de las acciones.

²² IBÁÑEZ JIMÉNEZ, “Sociedad Cotizada”, p.36.

²³ Sobre la dispensa de publicidad del artículo 535 LSC se profundizará en líneas posteriores.

Ante este engorroso sistema de resolución de controversias, que difícilmente puede coaccionar a los socios contratantes para que publiquen sus pactos, los firmantes terminan acudiendo a mecanismos de control más informales para el cumplimiento de los pactos parasociales (que recordemos, en tanto no se publiquen, no son eficaces), por ejemplo, acuerdos en que uno de las partes se compromete a votar en un sentido durante la votación X, a cambio de que la otra le ayude en los mismos términos en el asunto Y. En definitiva, pactos de caballeros, en que, para bien o para mal, ambos firmantes se controlan entre ellos, ya que a pesar de no ser un pacto parasocial vinculante (por no ser público) a ninguno de ellos les conviene incumplirlo.

Sin duda, esto supone un amplio margen de libertad para ambos contratantes y se traduce en que posiblemente muchos pactos parasociales nunca llegan a ser comunicados a la CNMV y por ende, no son informados al mercado y los inversores. De esta manera, se depende mayormente de la capacidad de los actores de autorregularse, el preciso régimen que se intentó compatibilizar con el deber de transparencia para así recuperar la confianza de los pequeños inversores a causa de los escándalos financieros de finales del siglo XX e inicios del XXI, desconfianza que se acrecentó con la crisis financiera del 2008 y que en palabras de SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE²⁴ sólo será posible recuperar con un reforzamiento de la supervisión y adopción de normas de general e imperativa aplicación, aunque ello merme la libertad empresarial y la competencia.

2. Los pactos parasociales y su influencia sobre el ejercicio del voto en el consejo de administración.

La LSC se refiere exclusivamente a la publicidad de los pactos parasociales que condicionen el voto en la junta general. No obstante, resulta también relevante, por la importancia de este órgano en las sociedades cotizadas, determinar si se deben publicar

²⁴ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *El papel de los accionistas y los administradores*, p.29.

los pactos parasociales que inciden sobre el ejercicio del voto en el consejo de administración

Para intentar responder a esta interrogante, primero se debe analizar si es posible celebrar pactos parasociales que afecten el ejercicio del voto en el consejo de administración. El ordenamiento jurídico español no aborda de manera tajante esta materia, sin perjuicio de una serie de preceptos aislados que parecen reconocer su posibilidad. Por ejemplo, la disposición transitoria tercera, inciso c) de la Ley de Transparencia menciona expresamente los pactos que regulen de manera directa o indirecta el “derecho del voto en cualquier órgano social”, mientras que el derogado artículo 112 LMV de 1988 (actual artículo 530 LSC) se refiere exclusivamente a la juntas generales. A su vez, el artículo 5.1 b) del RD 1066/2007, a efectos de computar los porcentajes de derecho de voto para formular OPA, toma en cuenta el pacto que “regule el derecho de voto en el consejo de administración o en la comisión ejecutiva o delegada de la sociedad”.

Sin embargo, el Anteproyecto del Código Mercantil (en concordancia con la doctrina mayoritaria) afirma, para el régimen general de sociedades mercantiles “que son nulos aquellos pactos parasociales por los que uno o varios administradores de la sociedad se obliguen a seguir las instrucciones de socios o de terceros en el ejercicio de su cargo”. Posteriormente, ya en sedes de sociedad cotizada, el Anteproyecto dicta que “los pactos de sindicación no podrán tener por objeto, directo o indirecto, el ejercicio del derecho de voto en el consejo de administración”.

Si bien no es el objeto principal de este estudio, conviene explicar sucintamente por qué el Anteproyecto del Código Mercantil y un sector importante de la doctrina son reacios a permitir que los pactos parasociales regulen el derecho del voto en el consejo de administración. Según FERNÁNDEZ DEL POZO²⁵, la doctrina mayoritaria sostiene

²⁵ FERNÁNDEZ DEL POZO, “Acerca de la licitud de los pactos parasociales”.

la nulidad de los pactos parasociales en el consejo de administración por las siguientes razones:

1. Por infracción del deber de lealtad del administrador para con la sociedad, que es exigible uniformemente para todos, con independencia de a quien deba su nombramiento, de tal forma que los administradores no deben sufrir injerencias que menoscaben su libertad de criterio, siempre tomando en consideración su diligencia de un ordenado empresario.
2. Por consideraciones de orden procedimental, debido a que el pacto infringe el carácter deliberadamente y colegiado del consejo de administración.
3. Porque compromete el sistema imperativo de responsabilidad de los administradores, quienes si no pueden exonerarse de responsabilidad por los acuerdos adoptados en junta, con menor razón podrán hacerlo si se excusan en que seguían las directrices de un pacto parasocial.

En contraposición, GARCÍA DE ENTERRÍA²⁶ considera incongruente que un pacto parasocial pueda generar la obligación de formular OPA y que, sin embargo, no deba ser objeto de comunicación al mercado, cuando es indudable su valor informativo, más aún teniendo en cuenta la habitual preponderancia del consejo de administración dentro de la estructura organizativa de las sociedades cotizadas. En el mismo sentido se pronuncian RECALDE CASTELLS y DE DIOS MARTÍNEZ²⁷, quienes manifiestan que una gran parte de los pactos parasociales que se concluyen en las sociedades cotizadas no se refieren exclusivamente a la actuación en las juntas generales, sino que también suele incluir aspectos sobre la participación y toma de decisión en el consejo de administración, que es precisamente el órgano que gestiona a la sociedad y que el

²⁶ GARCÍA DE ENTERRÍA, “Cuestiones sobre el régimen de transparencia”, pp. 4-5.

²⁷ RECALDE CASTELLS y DE DIOS MARTÍNEZ, “Los pactos parasociales en la Ley de Transparencia”, p.3.

legislador al obligar la publicidad solo de los derecho de voto en las juntas generales, está creando una importante laguna.

V. La dispensa del deber de publicidad a la luz del RAM.

1. Los pactos parasociales como información privilegiada.

Como regla general los pactos parasociales deben ser comunicados inmediatamente a la propia sociedad y a la CNMV, *ex.* artículo 531.1 LSC. Sin embargo, el artículo 535 LSC permite, previa autorización de la CNMV, la dispensa temporal de este deber de publicidad, cuando la misma pueda ocasionar un grave daño a la sociedad. Por tanto, corresponde a la CNMV determinar si efectivamente existe ese daño en caso de publicidad y también le corresponde fijar el tiempo en que puede mantenerse en secreto el pacto.

Cabe destacar, que el artículo 531.3 LSC exige que los pactos parasociales se publiquen como hecho relevante (ahora denominada información privilegiada por el legislador europeo). Ya en su informe de 2009, la CNMV²⁸ señaló que el legislador español optó por difundir en todo caso, determinadas tipologías de información como privilegiada, entre ellas los pactos parasociales. Ello es relevante porque supone que también es necesario acudir a la normativa europea sobre difusión de información privilegiada, en específico el RAM.

El RAM presenta diferencias relevantes en comparación con la LSC. En lo que aquí concierne, el artículo 17.4 RAM señala que es el emisor, bajo su propia

²⁸ CNVM, *Informe Anual 2009*, p.148.

responsabilidad, quien decide sobre el retraso de la difusión de la información privilegiada (siempre que concurran determinadas condiciones que se expondrán en líneas venideras) y es hasta después de hacerla pública, que debe explicar inmediatamente a la autoridad competente (en España, la CNMV) porqué se cumplieron los requisitos que permitían la dispensa de publicidad. En resumen, acorde al artículo 17.4 del RAM, no se requiere previa autorización de la CNMV para retrasar la publicación de los pactos parasociales.

La LMV de 2015 en su artículo 229 ya se ha hecho eco del citado artículo 17.4 RAM, pero de momento el artículo 535 LSC mantiene su redacción original. En virtud del principio de primacía del Derecho de la Unión Europea, debe entenderse que el artículo 535 LSC ha sido modificado por el artículo 17.4 RAM. No obstante, una adecuada práctica legislativa debería abordar expresamente esta cuestión para prevenir cualquier incertidumbre, en aras a garantizar la seguridad jurídica y cumplir así con el principio de cooperación leal entre la UE y los Estados miembros, reconocido en el artículo 4.3 TUE.

2. Los requisitos para la dispensa del deber de publicidad. Especial referencia a las directrices de la ESMA.

El artículo 17.4 RAM exige tres condiciones para permitir el retraso de la publicidad de información privilegiada:

- a) Que la difusión pueda perjudicar los intereses legítimos del emisor.
- b) Que dicho retraso no pueda inducir al público a confusión o engaño.

- c) Que el emisor esté en condiciones de garantizar la confidencialidad de la información.

Puesto que la regla general es que la información sea difundida tan pronto como sea posible, *ex* artículo 17.1 RAM, estos requisitos deben ser interpretados restrictivamente. Asimismo, al ser condiciones subjetivas que permiten un amplio margen de interpretación, el artículo 17.11 RAM facultó expresamente a la ESMA a realizar una lista indicativa, pero no exhaustiva de intereses legítimos de los emisores (art. 17.4 a) RAM) y de situaciones que pudieran generar confusión en el público (art.17.4 b) RAM). Acorde a GARCÍA DE ENTERRÍA²⁹, el RAM realiza este mandato con el afán de buscar una mayor uniformidad dentro de los distintos mercados europeos, ya que los requisitos exigidos por el artículo 17.4 RAM tienen un carácter intrínsecamente abierto y genérico.

El llamamiento fue acogido por la ESMA y en 2016 publicó unas directrices del RAM, relativas al retraso en la difusión de información privilegiada. En ellas se especifica que su propósito es orientar casos en que sería válido el aplazamiento de la publicación. Dichas directrices ya han sido asumidas por la CNMV,³⁰ quien ha comunicado su intención de cumplirlas, teniéndolas en cuenta en el ejercicio de sus labores de supervisión.

Respecto a estas directrices, GARCÍA DE ENTERRÍA³¹ señala que sus principales destinatarios son los emisores, quienes tienen una serie de indicadores que les permite determinar las condiciones materiales que dan lugar al retraso de publicidad. Naturalmente, también favorecen a las autoridades supervisoras nacionales, quienes al adherirse a ellas cuentan con una guía que les facilita su función de control y supervisión.

²⁹ GARCÍA DE ENTERRÍA, “La decisión de los emisores”, p.5.

³⁰ CNMV, *Comunicado de la CNMV sobre las directrices*, p.2.

³¹ GARCÍA DE ENTERRÍA, “La decisión de los emisores”; p.6.

Aunque las directrices de la ESMA si intenta precisar casos en que cabría la aplicación del artículo 17.4 RAM, dichos supuestos siguen siendo muy genéricos. Por citar algunos ejemplos, la ESMA señala que la difusión inmediata de información privilegiada puede perjudicar intereses legítimos del emisor:

- a) Cuando él esté realizando negociaciones “cuyo resultado puede verse comprometido por la inmediata difusión al público”;
- b) Cuando un emisor, que está en un peligro grave e inminente de viabilidad financiera, pero no es de aplicación la legislación en materia de insolvencia, realiza operaciones para garantizar su recuperación financiera, pero la difusión inmediata de esa información puede amenazar la conclusión de las mismas.

En relación al requisito de no inducir a engaño o confusión al público, la casuística señalada por la ESMA consiste en: que la información que se pretenda retrasar no sea “materialmente diferente de lo anunciado públicamente con anterioridad”, que la información que se pretende retrasar sea contrario a las expectativas del mercado, etc.

A partir de estos ejemplos, se evidencia que las precisiones realizadas por la ESMA siguen dejando un amplio margen de interpretación a los emisores y a las entidades supervisoras de los Estados Miembros, sin perjuicio de que si facilitan la aplicación del artículo 17.4 RAM. Ello conlleva, que los emisores, en muchos casos de manera legítima, puedan interpretar *ex ante* que es válido el retraso de publicidad y la CNMV al momento de valorarlo *ex post* tenga elementos con los que no contaba el emisor en su momento.

Es de suponer, que la CNMV tendrá unos criterios propios para determinar la concurrencia de las condiciones del artículo 17.4 RAM, los cuales habrá forjado a partir de los precedentes que haya conocido. De esta forma, se precisan aún más los requisitos

necesarios para la dispensa de publicidad, mitigando así el carácter abierto de los mismos. También es lógico pensar, que los emisores están al corriente de esta casuística y que por tanto conocen la línea de actuación de la CNMV. Sin embargo, esto no es posible asegurarlo con certeza, debido a que dichos datos no son públicos.

Con el objetivo de precisar los supuestos en que sería posible la dispensa del deber de publicidad, se analizarán a profundidad las tres condiciones exigidas por el artículo 17.4 RAM.

A. El interés legítimo del emisor.

La AMF³², autoridad supervisora de los mercados en Francia, considera que para la dispensa del deber de publicación no basta con invocar simplemente el interés social, ni tampoco principios tan vagos como el de secreto comercial, interés económico o estratégico del emisor.

Asimismo, la antigua FSA³³ del Reino Unido señala que el retraso en la publicidad no puede ampararse en argumentos como la existencia de un acuerdo de confidencialidad entre las partes; que la cotización de las acciones de la sociedad iba a bajar por culpa de la publicación de la información privilegiada, o que ella causaría un perjuicio a la reputación de la sociedad.

La doctrina española no ha permanecido al margen del debate. Autores como JUAN Y MATEU³⁴ afirman que entre los intereses legítimos de protección están, entre otros, los casos en que la publicidad debilita la posición negociadora del emisor, porque por ejemplo se inmiscuyan otros competidores y por tanto tenga que mejorar el precio; otro supuesto sería que la publicidad pueda conllevar la cancelación de líneas de crédito

³² AMF, *Guide de l'information permanente*, p.10.

³³ FSA, *Final Notice*, p.12.

³⁴ JUAN Y MATEU, "La difusión pública", pp. 26-27.

o que clientes cancelen pedidos, siempre que ambas circunstancias fuesen necesarias para la recuperación financiera de la sociedad y hubiera una posibilidad real del éxito de la negociación.

Igualmente, RUIZ CLIMENT³⁵ manifiesta que el caso paradigmático de interés legítimo es cuando una difusión prematura puede perjudicar la viabilidad y la realización de una operación. En este sentido, resultan particularmente interesantes los procesos que son prolongados en el tiempo y que normalmente requieren de una fase preliminar de secreto y reserva para prevenir interferencias que puedan comprometer su continuidad. Según el autor, con este secretismo inicial no se crean falsas expectativas al mercado y se evita estar comunicando constantes aspectos de una negociación que quizá ni siquiera llega a concretarse en un acuerdo. Todo ello sin obviar, que las etapas intermedias de una negociación pueden ser información privilegiada, *ex artículo. 7.2 RAM*.

Pese a toda la casuística que pueda existir en los distintos mercados europeos, la ESMA³⁶ recuerda que los ejemplos señalados en su lista son meramente indicativos e inclusive, señala que las circunstancias previstas en sus directrices no siempre constituirán intereses legítimos, sino que es menester analizar caso por caso.

B. El retraso no puede conducir a confusión o engaño al público.

HERNÁNDEZ SÁINZ³⁷ opina que este es el requisito que mayores problemas plantea, debido a que a priori, toda información privilegiada que no se comunica impide al público formarse un juicio exacto de la sociedad, generando confusión. Por consiguiente, una interpretación restrictiva impediría de forma absoluta la dispensa del deber de publicidad. Lógicamente, este extremo no es viable, por lo que el *quid* de la cuestión es ponderar el interés en la transparencia del mercado y la protección de los inversores, frente a los intereses privados del emisor.

³⁵ RUIZ CLIMENT, *Tratamiento de la información privilegiada*, p. 39.

³⁶ ESMA, *Final Report*, p.14.

³⁷ HERNÁNDEZ SÁINZ, “La obligación de difusión”, p.9.

GARCÍA DE ENTERRÍA³⁸ comparte la teoría de que toda retención de información privilegiada conlleva ineludiblemente el riesgo de formar de manera incorrecta los precios del mercado y es por ello que la confusión o engaño a que se refiere el artículo 17.4 RAM requiere un plus adicional, consistente en que el engaño no deriva sólo de la falta de publicidad de la información privilegiada, sino de la contraposición de esta con las informaciones previas, sobre la misma materia, que el emisor se encargó de difundir.

Así lo manifiesta también JUAN Y MATEU³⁹, quien afirma que el artículo 17.4 b) RAM exige un comportamiento activo del emisor que hubiera despertado en el mercado determinadas expectativas, las cuales se revelan como ilusorias si se conociera la información silenciada.

En sintonía con esta idea, los ejemplos que brinda la ESMA,⁴⁰ siempre toman como punto de partida la información previa que el emisor ha emitido públicamente al mercado a través de publicaciones oficiales.

Inclusive, otro parámetro formulado por la ESMA es si la información que se pretende retrasar es contradictoria con las “expectativas del mercado” que el emisor pudo haber transmitido con anterioridad mediante entrevistas de uno de los directivos de la sociedad o presentaciones. La inclusión de estos últimos medios de difusión por la ESMA es a mi parecer una decisión cuestionable, debido a que no resulta claro que ellos cumplan con la exigencia del artículo 17.1 RAM, consistente en que la información privilegiada debe publicarse de una forma que permita un acceso rápido y una evaluación completa, correcta y oportuna por parte del público. Esta preocupación también fue presentada por parte de los emisores a la ESMA,⁴¹ quienes consideran que

³⁸ GARCÍA DE ENTERRÍA, “La decisión de los emisores” p.11.

³⁹ JUAN Y MATEU, “La difusión pública”, p. 29.

⁴⁰ ESMA, *Final Report*, p.18.

⁴¹ ESMA, *Consultation paper*, p.27.

lo más apropiado sería que las posibles contradicciones fueran por señales menos difusas, y también critican que se valoren con tanto ímpetu las expectativas actuales del mercado, en lugar de las a largo plazo.

Sin perjuicio de ello, la exigencia de una comunicación previa resulta lógica, puesto que el mercado y los inversores confían en la veracidad de la información publicada por el emisor y actúan en consecuencia de ella. Además, ellos también presumen que cualquier modificación de la misma se informaría oportunamente, por lo que salvo comunicación en contrario, la información publicada sigue manteniendo su exactitud.

Lo complejo es determinar hasta qué punto ambas informaciones (la publicada y la silenciada) son materialmente diferentes⁴² entre sí, generando por tanto confusión. Será muy claro si el emisor antes dijo “blanco” y ahora resulta que la información a retrasar es “negra”, pero entre medio existe una amalgama de colores (para continuar con la metáfora) que generará cuanto menos una duda razonable sobre la licitud del retraso, y como es el propio emisor quien bajo su propia responsabilidad debe decidir, tenderá a publicar la menor cantidad de información posible.

Posteriormente, cuando el emisor decida hacer pública la información y deba motivar su retraso ante la CNMV, él defenderá que no se indujo al público a confusión o engaño, alegando quizá que la nueva información eran sólo matices, aclaraciones, o mínimas rectificaciones de la previamente publicada.

⁴² Expresión textual utilizada por la ESMA en sus directrices. Los demás ejemplos utilizan términos como “el improbable logro de los objetivos financieros” o que la información que se pretende retrasar “contraste con las expectativas del mercado”.

C. La capacidad del emisor de garantizar la confidencialidad de la información.

La tercera condición para que sea válido el retraso de la difusión de la información privilegiada es que el emisor sea capaz de garantizar la confidencialidad de dicha información. Por consiguiente, el artículo 17.7 RAM dicta que cuando la confidencialidad deja de estar garantizada, la información debe hacerse pública lo antes posible.

En aras a garantizar dicha confidencialidad, RIBÓ y BUENAVENTURA⁴³ aseveran que los emisores deben adoptar todas las medidas pertinentes para salvaguardar la información, lo que incluye estar continuamente atentos a la información que circula en el mercado sobre ellos, para así poder actuar de manera rápida ante la existencia de una filtración o un rumor. Además, los autores advierten, que cuanto más se retrase la información, aumenta la posibilidad de filtraciones y uso indebido de la misma.

En este sentido, la CNMV⁴⁴ ha manifestado que los emisores deben evaluar de forma especialmente estricta el requisito de confidencialidad de la información y que están obligados a comunicar dicha información tan pronto como aparezcan noticias o rumores “suficientemente precisos como para indicar que la confidencialidad ya no está asegurada”. Dicha exigencia es congruente con lo señalado por la ESMA⁴⁵, quien además precisa, que ante este escenario, no es aceptable una política de silencio o de “sin comentario” por parte del emisor.

Asimismo, JUAN y MATEU⁴⁶ afirma que el RAM únicamente valora si el rumor es exacto, con independencia de su fuente, siendo por tanto indiferente si procede de una filtración del propio emisor. Se adopta este criterio porque de lo contrario se requeriría

⁴³ RIBÓ y BUENAVENTURA, “La revisión de la directiva”, p.149.

⁴⁴ CNMV, *Comunicado dirigido a los emisores*, p.2.

⁴⁵ ESMA, *Questions and Answers*, p. 13.

⁴⁶ JUAN y MATEU, “La difusión pública”, p. 30.

una primera investigación para determinar el origen del rumor, impidiendo una comunicación rápida de la información. Por su parte, GARCÍA DE ENTERRÍA⁴⁷ señala que el emisor no está obligado a contestar públicamente a cualquier rumor que le pueda afectar, sino sólo a aquellos que tengan un contenido cierto y que la información filtrada tenga un suficiente grado de precisión y verosimilitud.

Como se deduce de las anteriores líneas, lo crucial es determinar en qué momento la información deja de ser confidencial, en especial si ya empiezan a circular rumores o noticias al respecto. Acorde a JUAN Y MATEU⁴⁸, los rumores por su propia naturaleza se caracterizan por la incerteza sobre la veracidad de su contenido e históricamente, su existencia y difusión se ha explicado por el déficit de información que existe en el mercado en un momento concreto y sobre un asunto determinado, ocasionando que ante la falta de una información “oficial”, los intervinientes en el mercado especulen con rumores. Sin embargo, el autor aclara que gracias a las nuevas tecnologías, los rumores ahora también derivan de una sobrecarga de información, ya que existe un flujo tan constante de datos que muchos inversores no tienen la capacidad de procesar tanta información, lo que produce en ocasiones errores en la interpretación de los mismos, generando así rumores o propagando los ya existentes.

Con el objetivo de esclarecer este requisito, la CNMV⁴⁹ ha emitido una serie de criterios para la gestión de rumores y noticias sobre los valores cotizados y así los emisores, además de conocer los criterios interpretativos de la Comisión, también son conscientes de la actuación que se les espera. Según la CNMV, primero se debe evaluar la relevancia del rumor, atendiendo por ejemplo a noticias similares en el mismo sector, como podría afectar el precio de los instrumentos financieros, etc. Seguidamente, es menester concretar el grado de precisión del rumor, si cita decisiones adoptadas o alude sólo a intenciones, si describe hechos puntuales o contactos entre personas específicas,

⁴⁷ GARCÍA DE ENTERRÍA, “La decisión de los emisores”; p. 11.

⁴⁸ JUAN y MATEU, “Los rumores”, pp. 4, 7 y 8.

⁴⁹ CNMV, *Criterios para la gestión*, p.3.

etc. Igualmente se valora la posible veracidad del rumor, tomando en consideración quien lo emite, si cita fuentes concretas y también se contrasta con la información que la CNMV pueda tener. El último factor a valorar es si el rumor presenta novedad en relación con la información ya publicada.

En síntesis, corresponderá en primera instancia al emisor valorar su propia capacidad para mantener la confidencialidad del pacto, a partir de los elementos interpretativos que brinda el RAM, la ESMA y la CNMV. En la práctica, serán sólo en los casos más flagrantes en los que se determinará que la confidencialidad se ha perdido, por ejemplo, porque el hecho se ha publicado en diarios de circulación nacional, haciendo innegable su carácter de *vox pópuli*. También es de recalcar, que al no exigirse la previa autorización de la CNMV para la dispensa, a priori se debería reducir el número de personas que conocen de la existencia del pacto parasocial, beneficiando así su confidencialidad.

VI. Bibliografía.

- AMF, *Position-recommandation Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée DOC-2016-08*, 2016,
<https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-04/2016-08.pdf>
(última visita: 13 de mayo de 2021).
- ARIAS VARONA, Francisco Javier, “Concepto de participación significativa y cómputo de los derechos de voto”, *Grandes Tratados. Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, Aranzadi, 2019, número de referencia BIB 2019/890.
- BERTRÁN, Luis de Carlos, *La Sociedad Cotizada*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, 2015
<https://www.uria.com/documentos/publicaciones/4613/documento/at02.pdf?id=5765> (última visita: 16 de mayo de 2021).
- CNMV, *Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación*, 2019,
https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anuar_2019.pdf (última visita: 17 de mayo de 2021).
- CNMV, *Comunicado dirigido a los emisores de valores cotizados sobre el nuevo marco normativo europeo de abuso de mercado*, 2019,
https://www.cnmv.es/loultimo/ISMAR_ok.pdf (última visita: 15 de mayo de 2021).
- CNMV, *Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación*, 2018,
https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Informe_Anuar_2018.pdf (última visita: 17 de mayo de 2021).
- CNMV, *Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación*, 2009
<https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IA2009.pdf> (última visita: 13 de mayo de 2021).
- CNMV, *Criterios para la gestión de noticias y rumores difundidos sobre los valores cotizados*, 2009,

- <http://www.cnmv.es/cnmvdia/debetes/CriteriosGestionNoticias.pdf> (última visita: 15 de mayo de 2021).
- Comisión de las Comunidades Europeas, *La educación financiera*, 2007, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52007DC0808&from=ES> (última visita: 17 de mayo de 2021).
- ESMA, *Questions and answers on the Market Abuse Regulation (MAR)*, 2019 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf (última visita: 15 de mayo de 2021).
- ESMA, *Consultation paper draft guidelines on the Market Abuse Regulation*, 2016 <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-162.pdf> (última visita: 15 de mayo de 2021):
- ESMA, *Final Report Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information*, 2016 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1130_final_report_on_mar_guidelines.pdf (última visita: 13 de mayo de 2021).
- FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, Alejandro, “Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria”, *Diario La Ley*, Núm. 8549, de 28 de mayo de 2015 (diario.la.ley.la.ley.next.es).
- FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis, “Acerca de la licitud de los pactos parasociales para el Consejo. La mala regulación de la cuestión en el proyectado Código Mercantil”, *la Ley mercantil*, No. 3, Sección Sociedades, 2014 (revistas.laley.es)
- FSA, *Final Notice Wolfson Microelectronics plc*, 2009. https://www.fca.org.uk/publication/final-notices/wolfson_20jan09.pdf (última visita: 13 de mayo de 2021).
- GARCÍA, Carmen, “España, a la cola de Europa en educación financiera”, *El Economista*, 2021 <https://www.economista.es/ecoaula/noticias/11059931/02/21/Espana-a-la-cola-de-Europa-en-educacion-financiera.html> (última visita: 5 de abril de 2021).

- GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, “La decisión de los emisores de retrasar la difusión de información privilegiada”, Revista de Derecho de Mercado de Valores núm. 21/2017, Estudios (smarteca.es)
- GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, “Cuestiones sobre el régimen de transparencia de los pactos parasociales en las sociedades cotizadas”, Revista de Derecho de Mercado de Valores núm. 7/2010, Análisis (smarteca.es).
- GINER GARCIA, David, “Aproximación a la regulación del sistema de publicidad de los pactos parasociales en la Ley 26/2003, Diario La Ley, Núm. 5902, Sección Doctrina, 27 de noviembre de 2003 (diariolaley.laleynext.es).
- HERNÁNDEZ SÁINZ, Esther “La obligación de difusión de información relevante y sus excepciones” Revista de Derecho de Mercado de Valores núm. 4/2009, (smarteca.es).
- IBAÑEZ JIMENEZ, Javier, “Sociedad cotizada, mercado de valores y sistema de relaciones con inversores (dos notas para una contraponencia)”, en Cuaderno de la Cátedra Garrigues, IBAÑEZ JIMENEZ, Javier; DE VIDALES GODINO, Mónica Martín (dirs.), pp. 35-45, 2015. https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/14563/Cuadernos_C%C3%A1tedra_Garrigues_vol._2.pdf?sequence=1 (última visita: 6 de abril de 2021)
- IRÍBAR, Amaya, “Entre la ley y la buena voluntad”, El País, 2003, https://elpais.com/diario/2003/01/26/negocio/1043589811_850215.html (última visita: 5 de abril de 2021).
- IRIBARREN, Miguel, “Pactos parasociales y cambios de socios. (Una visión dinámica de los pactos parasociales), Revista de Derecho de Sociedades núm. 53/2018, Aranzadi, número de referencia BIB 2018/11298.
- JUAN Y MATEU, Fernando, “La difusión pública de información privilegiada en los mercados de valores”, Revista de Derecho Mercantil Núm. 304/2017, Aranzadi,, número de referencia BIB 2017/11949.

- JUAN Y MATEU, Fernando, “Los rumores en el derecho del mercado de valores”,
Revista de Derecho Bancario y Bursátil núm. 135/2014, Aranzadi, número de
referencia BIB 2014/3139.
- PwC; Contea, Fundación para educación en contabilidad y administración de empresas,
¿Por qué educar en economía familiar y empresarial?, 2019
<https://www.pwc.es/es/publicaciones/tercer-sector/educacion-economico-financiera-pwc-contea.pdf> (última visita: 5 de abril de 2021)
- RECALDE CASTELLS, Andrés; DE DIOS MARTÍNEZ, Luis Miguel, “Los pactos
parasociales en la Ley de Transparencia: una cuestión polémica”, Diario La Ley
Núm. 5929, Sección Doctrina, 9 de enero de 2004 ([diario la ley.la ley next.es](http://diario.la.ley.next.es)).
- RIBÓ, Christina; BUENAVENTURA, Rodrigo, “La revisión de la directiva sobre abuso
de mercado” en Boletín de la CNMV Trimestre III 2009, pp. 143-153,
<https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestreIII09.pdf>
(última visita: 15 de mayo de 2021).
- RUIZ CLIMENT, Ricardo, *Tratamiento de la información privilegiada en el derecho del
mercado de valores español*, Fernando Vives Ruíz (tut.), Universidad Pontificia
de Comillas, 2020
[https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/38426/TFG-Ruiz
%20Climent%2c%20Ricardo.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/38426/TFG-Ruiz%20Climent%2c%20Ricardo.pdf?sequence=1&isAllowed=y) (última visita: 13
de mayo de 2021).
- SALAS FUMÁS, Vicente, “El Informe Aldama y la seguridad de los inversores”,
Tribuna, El País, 2003,
https://elpais.com/diario/2003/01/19/negocio/1042985011_850215.html (última
visita: 5 de abril de 2021).
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan, *El papel de los accionistas y los
administradores en la crisis de las entidades de crédito*, Universidad
Complutense, 2009
[https://eprints.ucm.es/id/eprint/9410/1/Papel_accionistas_y_administradores_ant
e_la_crisis.pdf](https://eprints.ucm.es/id/eprint/9410/1/Papel_accionistas_y_administradores_ant_e_la_crisis.pdf) (última visita: 8 de abril de 2021).

- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan, *Los pactos parasociales anteriores a la entrada en vigor de la ley de transparencia*, Universidad Complutense, 2007, https://eprints.ucm.es/id/eprint/6052/1/Pactos_parasociales.pdf (última visita: 5 de abril de 2021).
- SAN MARTÍN GARCÍA, Irene, “El Gobierno de las Sociedades Cotizadas: los Códigos de Buen Gobierno como herramienta para mejorar la transparencia y la eficacia empresarial”, Fernández Fernández, Jose Luis (dir.), Universidad Pontificia Comillas, 2015, <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/6905/TFG000696.pdf?sequence=1&isAllowed=y> (última visita: 4 de abril de 2021).
- SANTANA-MARTÍN, Domingo Javier, *Los pactos parasociales en la Bolsa Española*, Universia Business Review, 2009 https://www.researchgate.net/publication/50285471_Los_pactos_parasociales_en_la_Bolsa_Espanola (última visita: 16 de mayo de 2021).
- TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, *Las sociedades cotizadas: noción y estatuto jurídico*, Universidad Complutense, enero 2010, https://eprints.ucm.es/id/eprint/9896/1/A.J._Tapia._Sociedades_Cotizadas.pdf (última visita: 9 de abril de 2021).