

Cuestiones sobre el régimen de transparencia de los pactos parasociales relativos a sociedades cotizadas en el derecho español



JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA
Profesor de Derecho Mercantil.

Revista editada por alumnos de la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima



SUMARIO:

- I. **Introducción.**
- II. **¿Deben comunicarse todos los pactos parasociales con independencia del porcentaje del capital afectado?**
- III. **¿En qué plazo deben cumplirse los deberes de comunicación?**
- IV. **¿En qué supuestos pueden las partes mantener la confidencialidad de los pactos?**
- V. **¿Cuándo es sancionable la falta de comunicación?**
- VI. **¿Los deberes de comunicación afectan solo a los pactos expresamente previstos en el artículo 530 LSC?**
- VII. **¿Deben comunicarse los pactos relativos al ejercicio del voto en el consejo de administración?**
- VIII. **¿Debe comunicarse cualquier pacto sobre ejercicio del voto en la junta general con independencia de su alcance o duración?**

ADVOCATUS 125

I. INTRODUCCIÓN

El régimen sobre “*publicidad de los pactos parasociales y de otros pactos que afecten a una sociedad cotizada*”, actualmente contenido en los artículos 530 y siguientes de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, “**LSC**”)¹, procede de la Ley 26/2003, de 17 de julio, sobre transparencia de las sociedades anónimas cotizadas. Al hacerlo así, esta Ley vino a dar cumplimiento a las recomendaciones del “Informe Aldama” de enero de 2003², que consideró —en lo que aquí interesa— que la tradicional información económica y contable suministrada por las sociedades cotizadas debía completarse con otros instrumentos de información sobre “*los procesos de toma de decisiones en las sociedades cotizadas y todos los demás que revelen aspectos importantes del gobierno societario*”.

Más concretamente, en relación con las cuestiones atinentes a la estructura de gobierno de las sociedades cotizadas, dicho Informe propugnó un régimen informativo que “*debería exceder del actual régimen de publicidad de las participaciones significativas para ofrecer una imagen fiel y actualizada de los poderes que controlan las sociedades, haciendo pública la estructura de capital y, dentro de él, indicar los porcentajes de participación y las relaciones*

de índole (...) contractual (...) que existan. La Comisión entiende que es de suma importancia que los mercados estén al corriente de los pactos parasociales y de la estructura de control de las sociedades o grupos de sociedades que participan en el capital de la sociedad (...)”.

Se descubre así la inequívoca finalidad normativa de este régimen, consistente en divulgar al mercado y a los inversores las relaciones de naturaleza contractual que puedan existir entre los accionistas de las sociedades cotizadas y que tengan una incidencia refleja sobre la estructura de control de éstas. En concreto, al ir los deberes de transparencia específicamente referidos a los pactos relativos al ejercicio del voto en las juntas generales y a los que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones (art.530.1 LSC), se persigue que los inversores tengan conocimiento de los “*acuerdos que afecten a la conformación de las mayorías sociales o que incidan sobre el régimen de circulación de las acciones y, por extensión, sobre la posibilidad práctica de que la sociedad pueda ser objeto de una OPA*”³.

Sin embargo, pese a la evidencia sobre sus fines normativos, esta disciplina se caracteriza por un cierto esquematismo y parquedad, lo que suscita numerosas cuestiones sobre su verdadero alcance y contenido.

1. Este régimen se incluyó en origen en el artículo 112 de la Ley del Mercado de Valores, de donde pasó a los artículos 518 a 523 de la Ley de Sociedades de Capital, aprobada por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio (que entró en vigor el 1 de septiembre de 2010). Sin embargo, tras los cambios introducidos en ésta última por la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (que entró en vigor el 2 de octubre de 2011), dichos artículos han pasado a ser los artículos 530 a 535.
2. Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas, de 8 de enero de 2003.
3. Como ha sido recientemente destacado, aunque estos pactos “*pueden responder a motivos relativamente heterogéneos (...), su contenido afecta de manera ineludible a la estructura de control de la sociedad y a la liquidez de los valores cotizados (...). La información sobre este tipo de pactos resulta relevante (...) para cualquier inversor, tanto para conocer quién tiene influencia en el control de las sociedades cotizadas como por la repercusión que pueden tener en la eventual presentación de una oferta pública de adquisición*” (LEÓN SANZ. *La reforma de la regulación de OPAs y el régimen de los pactos parasociales de las sociedades cotizadas*, Not.UE, 285, 2008, p. 116; también, bajo el título de *La publicación de los pactos parasociales por las sociedades cotizadas*, en la obra colectiva *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, t.II, Pamplona, 2006, p. 1167 y ss.).

II. ¿DEBEN COMUNICARSE TODOS LOS PACTOS PARASOCIALES CON INDEPENDENCIA DEL PORCENTAJE DEL CAPITAL AFECTADO?

La LSC, que obliga a comunicar todos los pactos que regulen el voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones, no precisa si la participación agregada de los firmantes debe alcanzar o no un determinado umbral mínimo. Y la cuestión que se suscita es si los deberes legales de transparencia se activan con la conclusión de cualquier pacto parasocial, sin consideración alguna al porcentaje de capital que resulte afectado, o si por el contrario los firmantes deben ser titulares en conjunto de una participación que tenga la consideración legal de significativa.

Basándose en la literalidad legal y en la falta de cualquier límite o umbral expreso, la doctrina ha considerado con práctica unanimidad que la participación social afectada sería irrelevante a los efectos de este régimen, que en consecuencia habría de aplicarse a todos los pactos con el contenido previsto en el artículo 530 LSC y con independencia, pues, del número de acciones sobre los que recaigan.⁴

Pero una elemental atención a los fines normativos de este régimen, así como insoslayables consideraciones de simetría y congruencia normativas, obligan a descartar de inmediato semejante conclusión. En nuestro ordenamiento, solo existe obligación de notificar las participaciones significativas en el capital de una sociedad cotizada cuando alcancen o superen el umbral del 3% de los derechos de voto (art.23.1 del RD 1362/2007,

de 19 de octubre, sobre requisitos de transparencia, que desarrolla lo previsto en el art.53 de la Ley del Mercado de Valores –“LMV”-). Siendo esto así, carece de toda justificación material que las posiciones *contractuales* de control puedan someterse a deberes de comunicación más estrictos y exigentes que los que afectan a las posiciones *dominicales*, considerando que éstas tienen un efecto más directo e inmediato sobre la conformación del poder dentro de la sociedad. El régimen de transparencia de los pactos parasociales —lo hemos visto— aspira a extender los tradicionales deberes de información en materia de propiedad y distribución del capital a los vínculos de naturaleza contractual que, por ocuparse del voto o de la transmisión de las acciones, tengan una incidencia práctica equivalente sobre la estructura de control de la sociedad. Por ello solo cabe atribuir trascendencia jurídica —por ser los únicos con verdadero contenido informativo— a los pactos que recaigan sobre porcentajes de capital que sean significativos, de acuerdo con los umbrales previstos en el régimen sobre comunicación y transmisión de participaciones relevantes. Al margen de que la difusión de los pactos relativos a porcentajes reducidos del capital sería contradictoria con los fines normativos de este régimen, por el riesgo de acceso al mercado de un exceso de información fútil e intrascendente, resulta sencillamente absurdo que una participación inferior al 3% no tenga que ser comunicada al mercado en caso de ser *adquirida* pero sí en caso de ser *concertada*. Y esta circunstancia no se ve desmentida por el hecho de que la normativa sobre transparencia de participaciones significativas prevea la comunicación de determinados pactos de sindicación del voto, dadas las manifiestas diferencias que existen entre el ámbito de aplicación de ambos regímenes.⁵

4. Así, GINER GARCÍA. *Aproximación a la regulación del sistema de publicidad de los pactos parasociales en la Ley 26/2003*, La Ley, 27 noviembre de 2003, p. 4; RECALDE CASTELLS/DE DIOS MARTÍNEZ. *Los pactos parasociales en la Ley de Transparencia: una cuestión polémica*. La Ley, 9 de enero de 2004, p. 10; MAMBRILLA RIVERA. *Los pactos parasociales y la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas: análisis de su tratamiento en la Ley 26/2003*. RdS, 22, 2004, p. 243; PÉREZ-ARDÁ. *Pactos parasociales, en la obra colectiva* (coords. VIVES/PÉREZ ARDÁ), La sociedad cotizada, Madrid, 2006, p. 194; ROBLES MARTÍN-LABORDA. *Sindicación de acciones y mercado de control societario*, Pamplona, 2006, p. 57; ALBELLA. *Régimen de publicidad de los pactos parasociales*. En: AA.VV. (coord. F. URÍA), *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, Madrid, 2007, p. 869; LEÓN SANZ. *Op. cit.*, p. 119.

5. En efecto, mientras que el artículo 530.1 LSC obliga a comunicar los pactos sobre ejercicio del voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones, el RD 1362/2007 sólo alcanza

La misma conclusión se ve corroborada por el régimen transitorio de la Ley 26/2003. Ésta estableció la obligación de comunicar en un plazo de tres años —bajo sanción de ineficacia— los pactos parasociales preexistentes, aunque solo cuando afectaran a más del 5% del capital (que era el umbral que en ese momento obligaba a notificar la adquisición o transmisión de participaciones significativas⁶). Pero como la potencial incidencia de un pacto parasocial sobre la estructura de control de una sociedad en nada depende del hecho casual y contingente de haberse celebrado antes o después de la entrada en vigor de esa Ley, hay que entender que la concreta referencia del régimen transitorio al umbral de la participación significativa supone, no una discordancia deliberada en relación al régimen general, sino más bien un inequívoco elemento interpretativo de este último.⁷

III. ¿EN QUÉ PLAZO DEBEN CUMPLIRSE LOS DEBERES DE COMUNICACIÓN?

El régimen legal también adolece de una cierta inconcreción en relación con el *plazo en que deben cumplirse los deberes de comunicación, depósito y publicación*. El artículo 531.1 LSC se limita a exigir que la celebración, prórroga o modificación de un pacto parasocial se comunique a la propia sociedad y a la CNMV “*con carácter inmediato*”. Esta previsión encuentra una clara correspondencia con la que opera en materia

de “hechos relevantes”, que también deben ser difundidos “inmediatamente” y, en concreto, tratándose de acuerdos o contratos, “*tan pronto como (...) se haya (...) firmado el acuerdo o contrato con terceros de que se trate*” (art.82.3 LMV y art.6.1 del RD 1333/2005, en materia de abuso de mercado). Referida a los pactos parasociales, la exigencia de comunicación inmediata encontraría por principio una —justificación objetiva en la relevancia que su celebración puede tener desde el punto de vista de la cotización de la sociedad afectada⁸, cuando por sus características tengan una incidencia directa o potencial sobre la situación de control de ésta.

Pero esta exigencia genérica de “inmediatez”, que contrasta de forma significativa con la previsión de plazos concretos para la comunicación de los supuestos funcionalmente análogos de la adquisición o transmisión de participaciones significativas (v. art.35 del RD 1362/2007), presenta en materia de pactos parasociales importantes particularidades que permiten cuestionar ese aparente automatismo legal.⁹ Entre otras circunstancias, así parece inferirse de la declaración legal de ineficacia de los pactos “*en tanto no tengan lugar las comunicaciones, el depósito y la publicación como hecho relevante*” (art.533 LMV). Porque el hecho de que la sanción civil de ineficacia se aplique “*en tanto*” no se cumplan los deberes legales de transparencia, en lugar de vincularse a la falta de comunicación

a determinados pactos de sindicación particularmente cualificados, como son aquellos por los que las partes se obliguen a adoptar “*una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tenga por objeto influir de manera relevante en la misma*” (art.24.1.a).

6. De acuerdo con el entonces vigente RD 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas (art.1.1).
7. No falta, sin embargo, quien hace la interpretación opuesta, al entender que la concreta referencia al umbral del 5% sería una laguna o limitación del régimen transitorio, considerando que el régimen general alcanzaría a todos los pactos parasociales con independencia del porcentaje afectado (así, RECALDE CASTELLS/DE DIOS MARTÍNEZ. *Op. cit.* p. 10).
8. Así se manifiesta por ejemplo ALBELLA. *Op. cit.* p. 866.
9. En este sentido pueden interpretarse también las dudas transmitidas por numerosos autores, como RECALDE CASTELLS/DE DIOS MARTÍNEZ, (*Op. cit.*, p. 8, para quienes la referencia al carácter inmediato sería, “a efectos sancionadores, excesivamente indeterminada”); MAMBRILLA RIVERA (*Op. Cit.*, p. 244, preguntándose “¿qué tanto de inmediato debe considerarse como plazo generalmente aceptable?”), ROBLES MARTÍN-LABORDA (*Op. cit.*, p. 58, quien destaca “la imprecisión con que se determina el plazo dentro del cual ha de producirse la publicación del pacto”) y MATEU DE ROS (*La Ley de Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*, Pamplona, 2004, p. 89, para quien “se debería haber fijado un plazo en lugar de la mención al carácter inmediato de la comunicación”).

inmediata, parece revelar que el propio legislador presupone que los accionistas disfrutan de un cierto plazo de tiempo a efectos de dar cumplimiento a dichos deberes, durante el cual se priva al pacto de toda eficacia jurídica y, en consecuencia, de cualquier potencial efecto sobre la sociedad afectada.¹⁰

De hecho, los firmantes de un pacto parasocial disfrutan de plena libertad, en uso de su autonomía contractual, para determinar el momento preciso en que sus acuerdos han de entrar en vigor. Y al igual que podrían demorar la suscripción del pacto o servirse de las oportunas previsiones contractuales (sujeción a término, condiciones suspensivas, etc.), no se advierte por qué motivo no han de poder hacerlo por la vía de aplazar el cumplimiento de los deberes de comunicación, considerando que “en tanto” no lo hagan sus acuerdos son ineficaces y carecen por tanto de efecto jurídico alguno. En estos supuestos, la falta de difusión inmediata —cabe entender— resulta intrascendente desde la perspectiva de la información del mercado y de los fines perseguidos por la LSC, toda vez que el pacto solo tendrá una incidencia real sobre la sociedad afectada en el momento en que sea comunicado y, precisamente por ello, pase a obligar a los firmantes. Un pacto parasocial no comunicado, al ser jurídicamente ineficaz, comporta los mismos efectos que un acuerdo informal y no vinculante —un “pacto de caballeros” — para el ejercicio del voto o la transmisión de acciones, siendo así que estos convenios no deben ser objeto de comunicación alguna.

Esta circunstancia denota que *la “inmediatez” en la difusión de los pactos parasociales no puede interpretarse por regla del mismo modo que en materia de “hechos relevantes”* (artículo 82.2 LMV). En este último caso se trata de informaciones que, siendo idóneas para influir de forma sensible en la cotización del emisor, se

perfeccionan jurídicamente fuera del mercado y al margen de cualquier comunicación legal, lo que explica la necesidad —para garantizar la correcta formación de los precios y evitar posibles situaciones de asimetría informativa— de exigir su difusión inmediata a accionistas e inversores. Pero los pactos parasociales, en cambio, solo son susceptibles de incidir sobre la estructura de control de la sociedad afectada a partir del momento en que son objeto de comunicación (para lo que además está legitimado “cualquiera de los firmantes”; según dispone el artículo 532.1 LSC), pues solo entonces adquieren plena eficacia jurídica y despliegan los efectos negociales perseguidos por las partes.

Estas consideraciones también encuentran confirmación en el régimen transitorio de la Ley 26/2003. Ésta previó que los pactos parasociales celebrados con anterioridad a su entrada en vigor debían ser objeto de comunicación “*en el plazo máximo de tres años*” (a menos que se formulara una OPA sobre la sociedad afectada), transcurrido el cual los pactos serían ineficaces (disposición transitoria 3ª). El legislador, pues, no obligó a comunicar los pactos preexistentes con carácter inmediato o a lo sumo en un breve plazo de tiempo, como en principio habría sido exigible si les hubiera atribuido la consideración de información relevante, sino que reconoció un extenso plazo de tres años para que las partes pudieran dar cumplimiento a sus deberes de comunicación y, por tanto, para escoger el momento preciso de hacerlo.

Y, por último, la propia experiencia práctica en este ámbito parece indicar también que la exigencia de inmediatez no suele aplicarse en su sentido más literal. En nuestro mercado, en efecto, existen numerosos precedentes en los que la comunicación de los pactos parasociales se ha realizado, no de forma inmediata a su celebración, sino con una dilación más o

10. Más preciso sobre el alcance de esta ineficacia es la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles (aprobada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación el 16 de mayo de 2002), de la que manifiestamente procede la disciplina del artículo 112 LMV, y que prevé que, mientras no se cumplan los deberes de comunicación, “*el pacto parasocial no producirá efecto alguno entre quienes lo hubieran estipulado y cualquiera de los firmantes podrá desligarse del pacto sin que le produzca perjuicio, comunicándolo por escrito a los demás*”.

menos amplia¹¹, y sin que la CNMV —que sabemos— haya requerido en ningún caso a las partes para justificar el posible retraso ni menos aún iniciado procedimientos sancionadores.¹² Salvo que se aprecie en esta circunstancia un incumplimiento generalizado del artículo 531 LSC, lo que parece poco plausible, habrá que convenir en que la misma no es sino un reflejo de las particularidades jurídicas ofrecidas por la comunicación de los pactos parasociales, por las razones que han sido expuestas.

En definitiva, aunque el artículo 531.1 LSC exija cumplir los deberes de comunicación, depósito y publicación de los pactos parasociales “con carácter inmediato”, cabe entender que las partes pueden optar legítimamente por diferir en el tiempo el cumplimiento de esos deberes, pues “en tanto” no lo hagan los pactos carecen de eficacia jurídica y, por tanto, de efecto alguno sobre la sociedad afectada.

IV. ¿EN QUÉ SUPUESTOS PUEDEN LAS PARTES MANTENER LA CONFIDENCIALIDAD DE LOS PACTOS?

También cabe cuestionar el verdadero alcance de los deberes legales de comunicación en relación con los supuestos en que las partes tienen reconocida la posibilidad de mantener la confidencialidad de los pactos parasociales. En los términos del artículo 535 LSC, la CNMV

puede acordar, “a solicitud de los interesados”, que no se dé publicidad a un pacto parasocial o a parte de él, “cuando la publicidad pueda ocasionar un grave daño a la sociedad” (en cuyo caso, lógicamente, el pacto adquiriría plena eficacia jurídica sin necesidad de comunicación alguna).

Entre los distintos deberes de transparencia de los pactos parasociales se incluye el de publicarlos en forma de hecho relevante. Y ello revela que dicha previsión tiene su origen en la redacción entonces vigente del artículo 82.4 LMV, que también facultaba a la CNMV para dispensar a un emisor de la obligación de comunicar cualquier información relevante, cuando ésta fuera en detrimento grave de los intereses del emisor y no existiera riesgo de inducir a error a los inversores. Pero en su formulación actual, tras los cambios introducidos por la Ley 6/2007, de 12 de abril, el artículo 82.4 LMV dispone ahora —en línea con lo previsto en la Directiva sobre abuso de mercado¹³— que será el emisor quien “podrá, bajo su propia responsabilidad, retrasar la publicación y difusión de la información relevante cuando considere que la información perjudica sus intereses legítimos”, aunque siempre que informe “inmediatamente” a la CNMV y “que tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de dicha información”.

-
11. Sin ánimo exhaustivo, cabría citar el pacto parasocial relativo a Grupo Ferrovial S.A., que fue suscrito el 17 de septiembre de 2007 y comunicado a la CNMV el 5 de octubre; el pacto relativo a Fluidra S.A., que fue suscrito el 5 de septiembre de 2007 y comunicado el 2 de enero de 2008; el pacto relativo a Técnicas Reunidas S.A., que fue suscrito el 23 de mayo de 2006 y comunicado el 22 de junio; el pacto relativo a Renta Corporación Real Estate S.A., celebrado el 24 de febrero de 2006 y comunicado el 10 de mayo; los pactos relativos a Realia Business S.A., que fueron suscritos con fechas 31 de diciembre de 2008 y 5 de febrero de 2009 y que se comunicaron el 4 de marzo de 2009; los pactos relativos a Gestevisión Telecinco S.A., suscritos el 17 de marzo de 2004 y el 3 de junio de 2004, y que fueron comunicados el 4 de agosto del mismo año; el pacto relativo a Corporación Financiera Alba S.A., que se celebró el 24 de mayo de 2004 y que fue notificado el 8 de junio, y cuya modificación, de fecha 22 de diciembre de 2009, fue comunicada el 7 de enero de 2010; o el pacto relativo a NH Hoteles, que se celebró el 28 de diciembre de 2009 y que fue notificado el 11 de enero de 2010.
 12. El hecho de que la CNMV haya aceptado el cumplimiento de los deberes de comunicación dentro de estos plazos sin adoptar —por lo que sabemos— medidas sancionadoras de ningún tipo permite entender además que ello ha generado la “confianza legítima” de los operadores jurídicos sobre la regularidad de esta conducta, lo que en principio excluiría la eventual culpabilidad de cualquier sujeto que optara por dar cumplimiento a sus deberes de comunicación en unos plazos similares.
 13. Artículo 6.2 de la Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado).

Anteriormente, pues, la confidencialidad de una información relevante debía ser acordada por la CNMV a solicitud de los interesados, como de hecho sigue previendo el artículo 535 LSC en relación con los pactos parasociales. Pero en la actualidad, tras la adaptación de este régimen a la normativa comunitaria, es el propio emisor quien puede optar —aunque bajo su propia responsabilidad— por retrasar la publicación de una información relevante y sin necesidad de recabar una dispensa expresa de la CNMV, sin perjuicio del deber de informar inmediatamente a ésta.

Pues bien, este nuevo régimen, aunque vaya específicamente referido a los hechos relevantes, debe aplicarse por igual al supuesto específico de los pactos parasociales, en el sentido de entender que son las partes afectadas las que pueden optar, bajo su responsabilidad, por retrasar su publicación cuando existan motivos legítimos para ello.¹⁴ El artículo 535 LSC se limita a reproducir para los pactos parasociales el régimen general que por entonces estaba en vigor respecto de la comunicación de los hechos relevantes. En consecuencia, tras la modificación de este régimen, parece obligado —al objeto de evitar divergencias arbitrarias de regulación— extenderlo por igual a los concretos deberes de comunicación que rigen en materia de pactos parasociales, considerando además que éstos enlazan y comparten finalidad normativa con la obligación general de las sociedades cotizadas de informar a los inversores de cualquier información significativa o relevante.

V. ¿CUÁNDO ES SANCIONABLE LA FALTA DE COMUNICACIÓN?

El incumplimiento de los deberes legales de

comunicación, además de suponer la ineficacia jurídica del pacto, se configura también como una infracción administrativa sancionable por la CNMV. En concreto, la LMV tipifica como infracción grave “la falta de comunicación, depósito o publicación como hecho relevante a que se refiere el apartado 2 del artículo 112 de esta Ley” (art.100.a.bis); en este caso, de apreciarse la infracción, podrían imponerse por la CNMV las sanciones previstas en los artículos 103 y 106 LMV.¹⁵

Pero en realidad, la justificación de esta infracción administrativa y la determinación de los supuestos en que la misma deba ser apreciada y por tanto objeto de sanción distan de ser evidentes, si se tiene presente que la falta de comunicación del pacto o la realización de ésta con retraso en nada comprometen —por las razones que han sido apuntadas— los fines normativos perseguidos por los artículos 530 y siguientes de la LSC. El pacto parasocial no comunicado es un acuerdo ineficaz que, al no obligar a las partes a cumplir con los deberes de conducta acordados, carece como tal de cualquier incidencia jurídica sobre la sociedad afectada. Y el simple hecho de que los firmantes puedan ajustar su actuación al pacto no publicado resulta irrelevante, mientras no estén jurídicamente obligados a hacerlo y mantengan la facultad de desvincularse en cualquier momento.

Esto mismo ocurre con cualquier otro pacto o entendimiento informal entre accionistas por el que éstos se comprometan a votar en la junta en un cierto sentido o a no transmitir sus acciones, como los que sin duda abundan en cualquier sociedad cotizada. Y de la misma forma que estos acuerdos informales no tienen la consideración legal de pactos parasociales a los efectos del artículo 530 LSC, por carecer de efectos estables sobre la situación de control de la sociedad y confundirse con los que subyacen

14. No parecen entenderlo así ALBELLA. *Op. cit.*, p. 867, quien destaca, sobre la base de la literalidad del actual artículo 535 LSC (antiguo art.112.5 LMV), el distinto enfoque seguido por la LMV al regular la facultad de dispensa de la CNMV con relación a la publicación de hechos relevantes, ni LEÓN SANZ. *Op. cit.* p. 121, quien se ocupa del régimen de la dispensa o exención por parte de la CNMV.

15. La LMV tipifica como sancionable la “falta” de comunicación pero no el retraso, cuando el pacto sea divulgado pero no “con carácter inmediato”; en este caso se ha entendido que dicha conducta podría merecer si acaso la consideración de “infracción leve”, de acuerdo con lo previsto en el artículo 101 LMV (ALBELLA. *Op. cit.* p. 869).

a la conformación de cualquier mayoría social en las juntas generales, debe entenderse que los pactos parasociales no comunicados, al ser jurídicamente ineficaces, resultan igual de inocuos desde la perspectiva de los fines normativos que animan al referido régimen de publicidad.¹⁶

De alguna forma, la sanción civil de ineficacia de los pactos ocultos o secretos dota a la eventual infracción del deber de comunicación de un carácter puramente formal y evita que ésta comporte una lesión efectiva de los bienes jurídicos protegidos por dicha norma.

VI. ¿LOS DEBERES DE COMUNICACIÓN AFECTAN SOLO A LOS PACTOS EXPRESAMENTE PREVISTOS EN EL ARTÍCULO 530 LSC?

Del régimen legal se infiere de modo inconcuso que los referidos deberes de comunicación no alcanzan en su totalidad a los acuerdos de socios que puedan afectar a las sociedades cotizadas, sino solamente a los pactos “que incluyan la regulación del ejercicio del derecho de voto en las juntas generales” y “que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones”. Así resulta inequívocamente del propio artículo 531.1 LSC, cuando obliga a comunicar a la sociedad y a la CNMV la celebración del pacto, “acompañando copia de las cláusulas del documento en el que conste, que afecten al derecho de voto o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones” (apartado.2).

No falta, sin embargo, quien ha discutido esta cuestión en relación con la específica obligación de depósito de los pactos en el Registro Mercantil, por la exigencia del artículo 531.2 LSC

de depositar “el documento en el que conste el pacto parasocial”.¹⁷ Pero resulta evidente que los distintos deberes de comunicación impuestos por esta norma no pueden tener un contenido o alcance distinto.

Si el legislador solo obliga a comunicar a la sociedad y a la CNMV los referidos pactos, bajo el entendimiento de que son los únicos relevantes para los fines de transparencia del mercado, resultaría contradictorio que en cambio se exigiera la difusión íntegra de los acuerdos a través del cauce específico del Registro Mercantil. Además, de entenderse lo contrario, las partes siempre podrían optar legítimamente por repartir o fraccionar sus acuerdos en dos documentos distintos al objeto de depositar solamente el que comprendiera los pactos previstos en el artículo 530 LSC, lo que evidencia también el carácter formal y artificioso del referido criterio.¹⁸ Y así parece confirmarlo también la práctica de nuestro mercado, en la que lo habitual —hasta donde sabemos— es depositar solo los pactos expresamente referidos en el artículo 530 LSC.

En consecuencia, las partes tendrán que determinar antes que nada qué pactos de los que puedan haber celebrado merecen la consideración de “pactos parasociales” a los efectos del artículo 530 LSC, con el fin de limitar a ellos el cumplimiento de los distintos deberes legales de comunicación.

VII. ¿DEBEN COMUNICARSE LOS PACTOS RELATIVOS AL EJERCICIO DEL VOTO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN?

Una de las modalidades o categorías de pactos parasociales que deben ser objeto de comuni-

16. Por ello, la idea de que la infracción administrativa trata de “evitar que las partes puedan actuar concertadamente en virtud de un pacto no publicado”, como entiende LEÓN SANZ (*Op. cit.*, p. 123), no deja de suscitar alguna reserva, pues la circunstancia de que varios socios se concierten como cuestión de hecho y en ausencia de cualquier vínculo jurídico es una conducta plenamente regular y carente por regla de cualquier trascendencia, que por tanto no debería ser merecedora de reproche alguno.

17. Así, LEÓN SANZ. *Op.cit.* pág. 122.

18. Entienden también que la publicidad debe limitarse en todo caso a los pactos expresamente aludidos por el artículo 112.1 LMV, RECALDE CASTELLS/DE DIOS MARTÍNEZ. *Op. cit.* p. 6; MAMBRILLA RIVERA. *Op. cit.* p. 244; FERNÁNDEZ PÉREZ. *El significado de la Ley de Transparencia en la modernización del Derecho societario español, RdS*, 22, 2006, p. 96. Se muestra dubitativo, en cambio, ALBELLA. *Op. cit.*, p. 866, que entiende que ello propiciará en la práctica la formalización de los pactos en documentos separados.

cación va referida —en los términos del artículo 530.1 LSC— a los “*que incluyan la regulación del ejercicio del derecho de voto en las juntas generales*”. La obligación de transparencia de estos pactos aspira a divulgar al mercado los acuerdos entre socios que, por ordenar el ejercicio del voto dentro de la junta general, afectan al proceso de toma de decisiones de la sociedad y, por extensión, a la situación de control de ésta.

De la formulación legal parece inferirse que los referidos deberes de comunicación no afectan a los pactos entre accionistas que incluyan la regulación del derecho de voto en el consejo de administración, como sería el caso —típicamente— de los que obligan a los firmantes a impartir las oportunas instrucciones a los consejeros que hayan podido designar y que les representen.

El artículo 530 LSC contrasta así con otras previsiones normativas que se ocupan expresamente de los pactos de sindicación dentro del Consejo, como sería el caso de la disposición transitoria tercera, apdo.2.c, de la Ley 26/2003 (que se refiere a los pactos que regulen directa o indirectamente el derecho de voto “en cualquier órgano social”) o —lo que sin duda es más relevante— del artículo 5.1.b del RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre OPAs (que dentro de los acuerdos de concertación que tienen la consideración de pactos parasociales a los efectos de la obligación de formular OPA incluye los que regulen “el derecho de voto *en el consejo de administración o en la comisión ejecutiva o delegada de la sociedad*”).

Sin duda, desde una perspectiva de política jurídica, resulta incongruente que un acuerdo entre socios para el ejercicio concertado del voto dentro del consejo de administración pueda determinar la obligación de formular OPA (lógicamente, cuando la participación conjunta de aquéllos exceda del umbral relevante) y que, sin embargo, no tenga que ser objeto de comunicación al mercado.

Así se infiere también del indudable valor informativo de esta clase de acuerdos y de la habitual preponderancia del consejo de administración dentro de la estructura organizativa de las sociedades cotizadas. Desde esta perspectiva, cabría tratar de extender los deberes legales de transparencia a estos pactos sobre la base de un argumento analógico y finalista.¹⁹ Pero la inequívoca formulación legal y su insoslayable contraste con otras previsiones similares, así como las graves sanciones jurídicas asociadas a la infracción del artículo 530 y siguientes de la LSC, parecen dejar poco margen para la interpretación.²⁰

En consecuencia, por infundado que resulte, se hace obligado considerar que los pactos entre accionistas que regulen la toma de decisiones dentro del consejo de administración, ya sea directamente o —como suele ser más habitual— a través de las instrucciones que en su caso puedan impartir a los administradores por ellos designados, quedan fuera del campo de aplicación del artículo 530 LSC, en el sentido de no activar los deberes de comunicación previstos por esta norma.

VIII. ¿DEBE COMUNICARSE CUALQUIER PACTO SOBRE EJERCICIO DEL VOTO EN LA JUNTA GENERAL CON INDEPENDENCIA DE SU ALCANCE O DURACIÓN?

De la literalidad del artículo 530.1 LSC parece resultar que cualquier pacto que regule el ejercicio del voto en la junta general debe ser objeto de comunicación, con independencia de cual sea su duración temporal o de la mayor o menor amplitud objetiva de las materias que contemple. Desde esta perspectiva, cabría entender que incluso los pactos parasociales que puedan celebrarse para una única junta general quedan sometidos a este régimen, al igual que los acuerdos que limiten la sindicación del voto a determinadas materias o, en el límite, a un

19. Como propugna ALBELLA. *Op. cit.* p. 860.

20. En el mismo sentido se pronuncian también RECALDE CASTELLS/DE DIOS MARTÍNEZ. *Op. cit.*, p. 4; MAMBRILLA RIVERA. *Op. cit.* p. 243; ROBLES MARTÍN-LABORDA. *Op. cit.* p. 56; LEÓN SANZ. *Op. cit.* p. 118; PÉREZ ARDÁ. *Op. cit.* p. 193.

único asunto del orden del día (*v.gr.*, el nombramiento de un administrador).²¹

Pero esta conclusión, que sin duda encuentra acomodo en la amplitud de los términos legales, no deja de suscitar importantes reservas. En efecto, el propio régimen legal incluye varias previsiones que cuando menos presuponen que los pactos afectados han de caracterizarse por una cierta estabilidad y duración temporal. Así, la alusión expresa a los pactos que regulen el derecho de voto “en las juntas generales” (art.530.1 LSC), en plural, parece indicar que los pactos eventualmente referidos a una sola junta no quedan afectados, por la necesidad de que extiendan sus efectos al menos a varias de ellas.

Otro tanto ocurre con algunos de los deberes de transparencia impuestos por el artículo 531 LSC, como sería el caso en particular de la obligación de depositar el pacto en el Registro Mercantil, que solo pueden justificarse sobre la base de una cierta duración del pacto parasocial y que desde luego resultan desproporcionados para los que tengan un contenido o una vigencia temporal muy limitados. Y a ello se añade que este régimen se delimita por relación a los pactos *escritos* (como revela la referida obligación de depositar el pacto en el Registro Mercantil o la de acompañar una “copia de las cláusulas del

documento en el que conste” a la comunicación a la sociedad y a la CNMV), algo que también es característico de los pactos celebrados entre accionistas con una cierta vocación de estabilidad y permanencia.²²

Además, desde una perspectiva finalista que atienda a los bienes jurídicos considerados por el legislador con este régimen, existen también razones fundadas para entender que solo los pactos que tengan un mínimo alcance objetivo y que estén llamados a perdurar en el tiempo han de ser objeto de comunicación. Este régimen busca dar a conocer a los inversores —lo hemos visto— la estructura de control de las sociedades cotizadas, no solo —o no tanto— desde la perspectiva de su estructura de propiedad (que ya queda cubierta por el régimen de comunicación de participaciones significativas), sino fundamentalmente de las relaciones contractuales entre accionistas que puedan tener una incidencia sobre la gestión y el gobierno de aquéllas. Y desde esta perspectiva, es claro que los únicos pactos objetivamente idóneos para afectar a la situación de control de la sociedad —y por tanto los únicos sometidos al artículo 530 y siguientes de la LSC— son aquellos que comporten una sindicación del voto entre accionistas de carácter estable y continuado²³, por contraposición a los pactos coyunturales o de duración reducida.

21. En este sentido, expresamente, MAMBRILLA RIVERA. *Op. cit.* p. 243.

22. Así lo entiende también SÁNCHEZ CALERO. *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, Madrid, 2001, p. 166. Se pronuncia en cambio en sentido contrario, entendiendo que los deberes de comunicación alcanzan a cualquier acuerdo que las partes conciban como vinculante, aunque no se haya plasmado por escrito, ALBELLA. *Op. cit.* p.863.

23. En esta línea se pronuncia también LEÓN SANZ (*Op. cit.*, p.119), para quien “*debieran quedar excluidos del deber de publicidad del artículo 112 LMV los pactos entre accionistas sobre el ejercicio del derecho de voto en relación con una junta general determinada o respecto de una materia específica que no afecte al control de la sociedad (...). La publicidad de estos pactos como información relevante, cuando sea necesario, parece suficiente. La restricción del ámbito de aplicación del artículo 112 LMV a los pactos estables sobre el ejercicio del derecho de voto podría encontrar apoyo desde un punto de vista teleológico*”. En el mismo sentido cabría invocar también la experiencia en materia de pactos parasociales del ordenamiento italiano (que ha desplegado una gran influencia sobre la normativa española); confrontada con una norma que obliga a dar publicidad a los pactos parasociales -entre otros- “que limiten la transmisión de las acciones”, la CONSOB no dudó en declarar que, a pesar de la amplitud de esta noción legal, “*solo los acuerdos que (...) tienen como objeto incidir sobre la propiedad y sobre la contestabilidad del control de los emisores cotizados adquieren relevancia a los fines de la disciplina en cuestión*” (*comunicazione* n.DIS/29486 de 18 de abril de 2000).