

## SPAIN CORONAVIRUS. ESTADO DE ALARMA Y SOCIEDADES COTIZADAS (II): DEBERES EN MATERIA DE INFORMACIÓN FINANCIERA Y DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

La declaración del estado de alarma por el RD 463/2020, de 14 de marzo (modificado por los RD 465/2020, RD 476/2020, RD 487/2020 y RD 492/2020, que han ido prorrogando la duración del estado de alarma) (el "RD de Alarma") y las medidas asociadas al mismo han tenido una gran incidencia sobre distintas cuestiones relativas al funcionamiento y operativa de las sociedades mercantiles y, dentro de éstas, de las sociedades cotizadas. De algunas de estas cuestiones se ocupó el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19 (el "RD Ley"), que fue modificado en algunos extremos por el Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo. El RD Ley vino en esencia a establecer una suspensión o extensión de los plazos aplicables al cumplimiento de determinadas obligaciones legales y una flexibilización de las reglas de funcionamiento del consejo de administración y de la junta general, en algunos casos mientras dure el estado de alarma y en otros durante todo el año 2020.

Pero al margen de los aspectos societarios, el estado de alarma incide sobre otros ámbitos del funcionamiento de las sociedades cotizadas. Este es el caso, en particular, de los deberes de información frente al mercado, que en el caso de la información financiera periódica han merecido la atención del RD Ley, pero que suscitan otras muchas cuestiones relacionadas fundamentalmente con el eventual impacto que las actuales circunstancias puedan tener sobre el negocio y las perspectivas de las distintas sociedades.

### 1. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN FINANCIERA DURANTE EL ESTADO DE ALARMA

#### ¿Se han visto afectadas las obligaciones de información financiera periódica?

El RD Ley, entre otras medidas específicamente dedicadas a las sociedades cotizadas, ha ampliado los plazos de publicación y difusión de los informes financieros periódicos:

- el informe financiero anual, que por regla debe publicarse y remitirse a la CNMV en un plazo de cuatro meses desde la finalización del ejercicio (art.118 del Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores –"LMV"– y art.8.2 del RD 1362/2007, de 19 de octubre, sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores –"RD 1362/2007"), podrá difundirse el año 2020 en un plazo de seis meses [art.41.1.a) del RD Ley]; de acuerdo con la regla general, hay que entender en todo caso que la fecha (ampliada) de publicación no podrá exceder en ningún caso de la fecha de anuncio de la convocatoria de la junta general ordinaria (art.8.2 del RD 1362/2007), cuyo plazo de celebración se ha extendido hasta los diez meses [art.41.1.b) del RD Ley];

- en el caso de los informes financieros semestrales, el plazo se ha extendido hasta los cuatro meses [art.41.1.a) del RD Ley]; en las sociedades -la gran mayoría- cuyo ejercicio coincida con el año natural, la extensión del plazo afectaría al informe relativo a los seis primeros meses del ejercicio, que por regla debe publicarse en tres meses (art.119.1 LMV y art.11.2 del RD 1362/2007), pero no al segundo informe semestral referido a los doce meses del ejercicio, dado que el plazo ordinario para publicarlo (dos meses desde la finalización del ejercicio, salvo que en el mismo plazo se hubiera publicado el informe financiero anual: art.119.2 LMV y art.11.2 del RD 1362/2007) venció antes de la aprobación y entrada en vigor del RD Ley (el 18 de marzo de 2020);

- en cuanto a las declaraciones intermedias de gestión o informes trimestrales, que por regla deben publicarse en un plazo de 45 días desde la finalización del primer y del tercer trimestre (art.19 del RD 1362/2007), el plazo ha sido extendido también hasta los cuatro meses, al igual que los informes semestrales [art.41.1.a) del RD Ley]; aunque las declaraciones intermedias de gestión parecen tener una limitada esperanza de vida (al estar prevista su derogación en el Anteproyecto de Ley de trasposición de la Directiva sobre implicación a largo plazo de los accionistas), lo cierto es que la extensión de su plazo de publicación hasta los cuatro meses parece excesiva, si se tiene presente su limitado contenido y que dicho plazo excede incluso de la duración del periodo financiero al que van referidas.

La ampliación de los plazos de difusión de la información financiera ha sido recomendada por la European Securities and Market Authority o ESMA ("*Actions to mitigate the impact of Covid-19 on the EU financial markets regarding publication deadlines under the Transparency Directive*", de 27 de marzo de 2020), en dos meses en el caso del informe anual y en un mes para el informe semestral. Pero se trata aquí de simples recomendaciones dirigidas a las autoridades supervisoras nacionales, a las que se invita a no emprender actuaciones supervisoras o sancionadoras contra las entidades que publiquen sus informes fuera del plazo ordinario y dentro de estos plazos ampliados. Por ello, como destaca la propia ESMA, estas recomendaciones carecen de efecto alguno en países como el nuestro en los que se han adoptado medidas legislativas expresas.

### **¿Aplica la extensión de plazos de la información financiera a las sociedades cotizadas en el MAB?**

Las sociedades cuyas acciones se negocian en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) no son a efectos legales sociedades cotizadas, al no ser el MAB un mercado secundario oficial de valores (art.495.1 LSC) o, por decirlo en los términos del RD Ley, un "mercado regulado de la Unión Europea". Por tanto, el RD Ley no les resulta de aplicación.

No obstante, el consejo de administración de la sociedad rectora del MAB ha acordado también extender hasta los seis meses el plazo de remisión de la información periódica anual durante el año 2020 (acuerdo de 18 de marzo de 2020), en lugar de los cuatro meses que rigen con carácter general.

### **¿Se han ampliado también los plazos de formulación y auditoría de las cuentas anuales?**

El informe financiero anual, cuyo plazo de publicación ha sido extendido por el RD Ley hasta los seis meses, comprende las cuentas anuales y el informe de gestión revisados por el auditor de cuentas, junto a las declaraciones de responsabilidad de los administradores sobre su contenido (art.118.2 LMV y art.8.1 del RD 1362/2007).

Ello explica que la extensión del plazo de difusión del informe financiero anual deba ponerse en relación con la ampliación legal de los plazos de formulación y de verificación contable de las cuentas anuales. En concreto, el RD Ley ha previsto:

- la suspensión del plazo de formulación de las cuentas anuales mientras dure el estado de alarma, momento en que se reanuda por tres meses adicionales (art.40.3);

- si las cuentas ya hubieran sido formuladas al decretarse el estado de alarma (el día 14 de marzo de 2020), la prórroga por dos meses del plazo de verificación contable a contar desde que termine el estado de alarma (art.40.4) y, por tanto, cabe entender, la suspensión del plazo mientras dure éste.

De esta ampliación de plazos también se benefician las sociedades cotizadas, porque dicho régimen se extiende -entre otras entidades- a todas las sociedades mercantiles, pero también porque los plazos legales de formulación y de auditoría de las cuentas son los mismos para sociedades cotizadas y no cotizadas. Esta circunstancia resulta además congruente con la extensión del plazo de celebración de las juntas ordinarias de las sociedades cotizadas hasta los diez primeros meses del ejercicio social [art.41.1.b) del RD Ley].

### **¿Y los plazos de remisión y publicación de los informes anuales de remuneraciones y de gobierno corporativo?**

La regla general en relación con los informes anuales de gobierno corporativo y de remuneraciones de los consejeros es que deben comunicarse a la CNMV y publicarse como información relevante en un plazo máximo de cuatro meses desde la finalización del ejercicio, y en todo caso antes de la fecha de publicación de la convocatoria de la junta general ordinaria (arts.9.2 y 12.3 de la Orden ECC/461/2013).

Estos plazos no han sido objeto de prórroga por el RDLey, lo que suscita la cuestión de si pueden entenderse ampliados. Se trata de informes que van unidos al proceso de elaboración y de aprobación de las cuentas, como evidencia que el informe de gobierno corporativo deba incluirse en el informe de gestión (art.538 de la Ley de Sociedades de Capital – "LSC"—) o que el informe de remuneraciones tenga que someterse a votación en la junta general ordinaria (art.541.4 LSC). El plazo de cuatro meses previsto para su publicación es también el que rige para el informe financiero anual, lo que constituye otra evidencia de la relación entre los referidos informes y las cuentas anuales. Por ello, atendiendo también a las dificultades prácticas que podrían experimentar algunas sociedades para poder preparar dichos informes en plazo por causa de las restricciones y limitaciones operativas derivadas del estado de alarma, parece razonable considerar que los mismos habrían de beneficiarse por igual de la ampliación de los plazos de formulación y auditoría de las cuentas y de publicación del informe financiero anual, en el sentido de poder difundirse en un plazo de seis meses.

En todo caso, en ausencia de cualquier previsión legal expresa, el incumplimiento de los plazos ordinarios y la valoración de cualquier eventual retraso es una cuestión que debe entenderse sometida a las facultades supervisoras de la CNMV, que podría optar por enjuiciar cada supuesto de manera específica con el fin de determinar si el retraso en la elaboración y publicación de ambos informes (que podría ser constitutiva de una infracción grave, de conformidad con el art.296.1 de la LMV) responde o no a motivos justificados de fuerza mayor derivados del impacto del Covid-19 y del estado de alarma.

### **¿Tiene algún impacto la ampliación de plazos sobre el contenido de las cuentas y de los informes financieros?**

La ampliación de plazos relativa a la información contable y financiera se explica antes que nada por el impacto que la situación generada por el Covid-19 puede tener sobre el proceso mismo de formulación y de verificación de las cuentas anuales de numerosas sociedades:

- desde el punto de vista de los emisores, las sociedades que no hubieran formulado las cuentas al decretarse el estado de alarma podrían verse impedidas para hacerlo en plazo por causa de las dificultades logísticas y operativas derivadas de las medidas de contención y restricciones impuestas por el RD de Alarma;

- las mismas circunstancias afectan a los auditores en el caso de las cuentas sometidas al proceso de verificación contable, por las dificultades que pueden experimentar aquéllos para obtener una evidencia de auditoría suficiente y adecuada a los efectos de emitir una opinión razonada sobre los estados financieros (puede consultarse al respecto el comunicado del Committee of European Auditing Oversight Bodies -CEAOB- de 24 de marzo de 2020, en relación con las "*areas of high importance in view of Covid-19 impact on audits of financial statements*").

Pero la situación generada por el Covid-19 podría llegar a incidir también sobre el contenido mismo de las cuentas y de los informes financieros, en el caso de no haber sido formulados o auditados. En estos casos, las sociedades pueden verse obligadas a informar cuando menos en la memoria sobre los efectos actuales y esperados de esta situación sobre su negocio, su situación financiera y sus resultados, en particular en aquellos aspectos en que las normas contables atribuyen un mayor margen de juicio o criterio a los emisores (como ha recomendado ESMA, entre otros, en su comunicado público de 25 de marzo de 2020 sobre "*Accounting implications of the COVID-19 outbreak on the calculation of expected credit losses in accordance with IFRS 9*"). Cabría incluso que estas consecuencias cualificaran a efectos contables como hechos posteriores a la fecha del balance, y desde la perspectiva auditora como hechos posteriores a la fecha del informe de auditoría o incluso de la publicación de los estados financieros. Además, el informe de gestión que acompaña a las cuentas anuales debe contener -entre otras menciones- "una descripción de los principales riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta" e informar también "sobre los acontecimientos importantes para la sociedad ocurridos después del cierre del ejercicio" (art.262, apdos.1 y 2, de la Ley de Sociedades de Capital).

### **¿Beneficia la ampliación de plazos a todas las sociedades por igual?**

La ampliación de los plazos legales para la formulación, verificación y publicación de las cuentas anuales y de los informes financieros tiene un alcance general, por lo que aplica a todas las sociedades cotizadas con independencia de la situación en que pudiera encontrarse el proceso de elaboración de su información financiera en el momento de decretarse el estado de alarma.

En el ya referido comunicado de 27 de marzo de 2020 con recomendaciones a las autoridades supervisoras nacionales, ESMA ha entendido que los emisores deberían a pesar de todo hacer sus mejores esfuerzos para publicar la información financiera dentro de los plazos ordinarios, en atención a la relevancia de la misma para la protección de los inversores y la integridad y el correcto funcionamiento de los mercados de valores. Y ha considerado al propio tiempo que los emisores que anticipen que no van a poder publicar la información periódica en plazo deberían informar a la autoridad supervisora y al mercado, tanto de los motivos del retraso como de la fecha esperada de publicación. Pero dichas recomendaciones - ya ha sido indicado- no resultan de aplicación en países como el nuestro, en los que se han adoptado medidas normativas específicas ampliando los plazos legales de publicación.

En el Reino Unido, donde la *Financial Conduct Authority* (FCA) ha ampliado también en dos meses el plazo para la difusión del informe financiero anual ("*Statement of Policy: Delaying annual company accounts during the coronavirus crisis*", de 26 de marzo de 2020), aquélla ha invitado por el contrario a las compañías a servirse de los dos meses adicionales, con el fin de poder valorar con tiempo la previsible incidencia del coronavirus sobre su negocio y previsiones y de preparar adecuadamente la información que debería proporcionarse al respecto. Al propio tiempo, la FCA ha requerido a los inversores a no sacar inferencias indebidas de la posible decisión de un emisor de retrasar la fecha de publicación de sus informes financieros. Y en la misma línea, la FCA ha invitado igualmente a los emisores que publican anuncios preliminares de resultados a observar una moratoria mínima de dos semanas, con el fin de poder replantearse los términos de esa publicación y de mitigar la presión que la actual situación podría comportar tanto para ellos como para sus auditores ("*FCA requests a delay to the forthcoming announcement of preliminary financial accounts*", de 21 de marzo de 2020).

### **¿Puede modificarse la propuesta de aplicación del resultado tras la formulación de las cuentas?**

La incertidumbre sobre el impacto que la actual situación pueda acabar teniendo sobre la situación financiera y los resultados de numerosas sociedades ha llevado a muchas de éstas a replantearse su política de dividendos en el corto plazo. Pero esta circunstancia genera alguna cuestión jurídica en el caso de las sociedades que hubieran formulado pero no aprobado sus cuentas anuales en el momento de decretarse el estado de alarma (el día 14 de marzo de 2020), por no haber celebrado todavía la correspondiente junta general ordinaria.

Como el consejo que formula las cuentas debe aprobar también el informe de gestión y la propuesta de aplicación del resultado (art.253.1 LSC), la cuestión que se suscita en estos casos es la posibilidad de modificar dicha propuesta de forma sobrevenida y el eventual impacto de este cambio sobre el proceso mismo de aprobación de las cuentas.

- De esta cuestión se ocupó inicialmente el "*Comunicado conjunto del Colegio de registradores de España y de la CNMV en relación con las cuentas anuales y la propuesta de aplicación del resultado de sociedades mercantiles en el contexto de la crisis sanitaria derivada del Covid-19*", de 26 de marzo de 2020 (el "**Comunicado**"), que posteriormente fue traspuesto de forma casi literal al RD Ley para el conjunto de las sociedades (apdo.6 bis del art.40, incorporado por el Real Decreto-ley 11/2020). En esencia, el RD Ley ofrece algunas alternativas a las sociedades, como serían:

(

- (i) con carácter general, las sociedades que hubieran formulado las cuentas y que convoquen la junta general ordinaria a partir del 2 de abril de 2020 (fecha de entrada en vigor del Real Decreto-ley 11/2020) podrán formular una nueva propuesta de aplicación de resultados, que en el caso de las sociedades cotizadas debería difundirse al mercado como información relevante o privilegiada (art.41.3 del RD Ley), y que debería acompañarse de un "escrito" del auditor confirmando que el cambio no habría modificado su opinión de auditoría;

- (iii) en el caso de sociedades con juntas ya convocadas, el consejo podría optar por diferir la decisión sobre la propuesta de aplicación del resultado a una nueva junta, que habría de celebrarse dentro del plazo (ampliado por el RD Ley) de celebración de las juntas generales ordinarias.

- (iii) el Comunicado, pero no el RD Ley, también incluye entre las posibles alternativas la de reformular las cuentas anuales, si el consejo lo considerara necesario.

- Aunque ni el Comunicado ni el RD Ley pretendan ser exhaustivos, lo cierto es que ambos pecan -en nuestra opinión- de una cierta rigidez al mezclar cuestiones y conceptos distintos. En efecto, aunque la propuesta de aplicación del resultado ("**PAR**") deba recogerse en la memoria (art.260.20º de la LSC), lo cierto es que no forma parte de las cuentas anuales. Esto es algo que se infiere del artículo 254.1 LSC, que no incluye a la PAR entre los documentos integrantes de las cuentas. Pero también resulta del hecho incuestionable de que la aprobación de las cuentas y la aprobación de la PAR son acuerdos jurídicamente distintos y autónomos; así lo confirma que la junta general ordinaria tenga que aprobar "las cuentas del ejercicio anterior y resolver sobre la aplicación del resultado" (art.164.1 LSC), que las cuentas deban aprobarse

por la junta general (art.272.1 LSC) y que ésta deba además resolver "sobre la aplicación del resultado del ejercicio de acuerdo con el balance aprobado" (art.273.1 LSC) y, a efectos del depósito de las cuentas en el Registro Mercantil, que los administradores deban presentar "certificación de los acuerdos de la junta de socios de aprobación de dichas cuentas (...) y de aplicación de resultado" (art.279.1 LSC). Que son acuerdos distintos y separados lo evidencia la circunstancia de que una junta pueda perfectamente aprobar las cuentas y rechazar la PAR presentada por los administradores, o aprobar una PAR distinta que pudiera formular un accionista (a través por ejemplo de los cauces del art.519 LSC), sin que ninguna de estas circunstancias obligue a reformular las cuentas ni impida su depósito en el Registro Mercantil.

- Al mismo tiempo, aunque el auditor de cuentas deba verificar que la PAR cumple con las exigencias legales (que los dividendos se repartan efectivamente con cargo a beneficios o reservas disponibles), la misma no es propiamente objeto del informe de auditoría. Este debe pronunciarse sobre "si las *cuentas anuales* ofrecen la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la sociedad", así como sobre la "concordancia del informe de gestión con las cuantías anuales del ejercicio" [art.268 LSC, y en el mismo sentido se pronuncian la Ley de Auditoría de Cuentas - art.5.1, letras e) y f)- y la Norma Internacional de Auditoría 700 -apdos.34 y ss.-), pero no sobre la PAR.

Por ello, y entre otras muchas cuestiones, no parece que la modificación de la PAR o la aprobación final por la junta de una PAR distinta a la aprobada por el consejo en el momento de formular las cuentas sea un supuesto que pueda dar lugar a la reformulación de las cuentas [algo en principio limitado a supuestos excepcionales que comprometan el principio de imagen fiel: v. art.38.c) del Código de Comercio], ni parece tampoco que ese "escrito" adicional del auditor requerido por el Comunicado y por el RD Ley pueda llegar a tener ningún contenido material mínimamente significativo (en particular en los casos, que serán todos, en que la intención de la sociedad sea la de reducir los dividendos repartidos con cargo al ejercicio de 2019).

## 2. OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN BAJO EL RÉGIMEN DE ABUSO DE MERCADO

### ¿Siguen aplicando las reglas sobre difusión de información privilegiada e información relevante?

Al margen de las previsiones específicas del RD Ley relativas a la información financiera periódica, el estado de alarma en nada ha afectado a los demás deberes generales de transparencia de las sociedades cotizadas, y en particular a la obligación esencial de hacer pública, "tan pronto como sea posible", cualquier información privilegiada que les concierna directamente (art.17.1 del Reglamento (UE) nº596/2014 sobre el abuso de mercado –"RAM"– y art.226 de la LMV). La plena vigencia en las actuales circunstancias de este deber general de transparencia, que resulta fundamental para la integridad y la eficiencia del mercado de valores, ha sido también resaltada por ESMA (comunicados de 25 y de 27 de marzo de 2020).

De la misma forma, los emisores deberán seguir difundiendo las restantes informaciones relevantes que cualquier disposición legal o reglamentaria les obligue a hacer públicas en España (con las excepciones que en su caso puedan resultar del RD Ley), y podrán publicar cualquier otra que consideren conveniente difundir entre los inversores (art.227 LMV).

En relación concretamente con la información privilegiada:

- La única excepción a la obligación de difusión pública de cualquier información privilegiada sigue consistiendo en la facultad del emisor de retrasarla, bajo su propia responsabilidad, cuando la difusión inmediata pueda perjudicar sus intereses legítimos, el emisor esté en condiciones de garantizar la confidencialidad de la información y el retraso en la difusión no pueda inducir al público a confusión o engaño (art.17.4 del RAM y art.229 LMV);
- En relación con esta última condición, ESMA ha interpretado que la demora en la difusión genera un riesgo efectivo de confusión o engaño -y por extensión que no cabe acogerse a la facultad de retraso- cuando la información retenida sea materialmente distinta de la anunciada por el emisor en relación con el asunto de que se trate o cuando haga referencia a la falta de cumplimiento de cualquier objetivo financiero que el emisor hubiera anunciado con anterioridad (Directrices sobre "retraso en la difusión de información privilegiada" de octubre de 2016); en consecuencia, los emisores que hubieran difundido con anterioridad cualquier *guidance* al mercado con previsiones o estimaciones de negocio o de resultados para el año en curso que ahora puedan verse comprometidas por los efectos económicos del coronavirus estarían obligados a realizar la oportuna comunicación de información privilegiada;
- Las compañías cotizadas deberán por tanto seguir evaluando cualquier información que pueda merecer la consideración de privilegiada a los efectos de su difusión al mercado (o retraso, si se dieran las condiciones),

considerando que el impacto del estado de alarma y de las respuestas políticas y normativas al mismo puede llegar a afectar a la naturaleza misma de la información que resulta relevante para el negocio de la sociedad (como ha destacado la FCA en el Reino Unido en su ya referido "*Statement of Policy*");

- A pesar de la incertidumbre existente sobre el impacto económico final de la actual crisis sanitaria, la información sobre los previsible efectos que esta situación pueda comportar desde la perspectiva del negocio, de la situación financiera y de las perspectivas de una sociedad, así como la propia respuesta operativa y empresarial que esta última vaya a poner en práctica (planes de contingencia, de continuidad de la actividad, etc.), pueden constituir en sí mismas información privilegiada si tienen carácter concreto y son susceptibles de tener un impacto apreciable sobre la cotización, en cuyo caso deberían ser inmediatamente difundidas al público;
- En este último caso, además, la sociedad estaría obligada a elaborar la correspondiente lista de iniciados (art.18 del RAM), en la que deberían figurar los empleados y directivos encargados de evaluar la exposición de la sociedad a los riesgos derivados de la pandemia del Covid-19.

### **¿Y los deberes de comunicación de administradores y directivos y personas vinculadas?**

La obligación de las personas con responsabilidades de dirección (en esencia, administradores y altos directivos) y de las personas estrechamente vinculadas con ellas de notificar y difundir cualquier operación realizada sobre acciones o instrumentos de deuda del emisor en un plazo máximo de tres días hábiles (art.19.1 del RAM y art.230 LMV) tampoco se ha visto afectada, por lo que se mantiene plenamente en vigor.

### **¿Se mantienen los periodos limitados o "*blackout periods*" y pueden exceptuarse en las actuales circunstancias?**

Lo mismo sucede con los periodos "limitados" o "cerrados" de treinta días naturales anteriores a la publicación de un informe financiero por el emisor durante los cuales las personas con responsabilidades de dirección tienen prohibido llevar a cabo cualquier operación sobre acciones o instrumentos de deuda del mismo (art.19.11 del RAM), que siguen aplicando en sus propios términos. Además, al existir un único periodo cerrado en relación con el informe anual y con cada informe intermedio, el mismo habrá de calcularse en función de la fecha de publicación de los mismos de acuerdo con los plazos extendidos que ha previsto el RDLey [art.41.1.a)].

En consecuencia, también resulta de aplicación la posibilidad de que el emisor pueda autorizar excepcionalmente a una persona afectada para realizar una operación cubierta por la prohibición general, como sería el caso en particular de "la concurrencia de graves dificultades financieras que requieran la inmediata venta de acciones" [art.19.12.a) del RAM], y siempre además que la persona puede demostrar que la operación concreta no puede realizarse en un momento distinto del periodo limitado [art.7.1.b) del Reglamento delegado (UE) 2016/522]. Como parecen indicar los términos literales del RAM, y la propia definición de este último Reglamento sobre las "circunstancias excepcionales" a considerar por la sociedad a efectos de otorgar la autorización, esta última solo está prevista para supuestos de *ventas*, cuando la persona afectada se encuentra en dificultades financieras y no dispone de más alternativa que la venta de las acciones para hacer frente a una obligación de pago.

En consecuencia, aunque en las actuales circunstancias pueda haber administradores y directivos interesados en adquirir acciones de su sociedad tras las abruptas caídas experimentadas por las cotizaciones bursátiles, en el caso de las sociedades que se encuentren sometidas a un periodo limitado no parece que dichas operaciones se correspondan con las que puedan ser objeto de autorización bajo el régimen del RAM.

## CONTACTOS



**Javier García de  
Enterría**  
Socio

**T** +34 91 590 4102  
**E** javier.garciadeenterría  
@cliffordchance.com

This publication does not necessarily deal with every important topic or cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

Clifford Chance, Paseo de la Castellana 110,  
28046 Madrid, Spain

© Clifford Chance 2020

Clifford Chance, S.L.P.U.

Abu Dhabi • Amsterdam • Barcelona • Beijing •  
Brussels • Bucharest • Casablanca • Dubai •  
Düsseldorf • Frankfurt • Hong Kong • Istanbul •  
London • Luxembourg • Madrid • Milan •  
Moscow • Munich • Newcastle • New York •  
Paris • Perth • Prague • Rome • São Paulo •  
Seoul • Shanghai • Singapore • Sydney •  
Tokyo • Warsaw • Washington, D.C.

Clifford Chance has a co-operation agreement  
with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm  
in Riyadh.

Clifford Chance has a best friends relationship  
with Redcliffe Partners in Ukraine.