

ÍNDICE

Página

ARTÍCULOS

— Introducción	7
— El declinar de la Junta y el buen gobierno corporativo. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	9
— El impacto de las nuevas tecnologías de la comunicación sobre la convocatoria y la información ante la Junta general de las sociedades cotizadas. <i>M.^a Teresa Martínez Martínez</i>	37
— La representación de los accionistas como instrumento de poder corporativo. <i>Fernando Rodríguez Artigas</i>	55
— Administradores y Junta general: Nuevas y viejas reflexiones sobre distribución y control del poder en las sociedades cotizadas. <i>Luis Fernández de la Gándara</i>	83
— El escaso éxito del Reglamento de Junta de accionistas como instrumento de revitalización de ese órgano. Perspectivas de futuro. <i>Luis Fernández del Pozo</i>	105
— Las asociaciones de accionistas: su conveniencia y sus riesgos. <i>Carmen Alonso Ledesma</i>	143
— ¿Debe limitarse el derecho de impugnación de acuerdos en las sociedades anónimas cotizadas? <i>Andrés de la Oliva Santos</i>	163
— La Junta general en las sociedades cotizadas. (Algunas referencias empíricas sobre sus aspectos principales). <i>Juan Sánchez-Calero, Isabel Fernández y Mónica Fuentes</i>	171

NOTICIAS

1. Modificación de la Segunda Directiva en materia de sociedades. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	225
2. Informe del <i>Takeover Panel</i> sobre el Ejercicio 2005-2006. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	229
3. Nuevas actuaciones de la CNUDMI en materia de regulación de grupos ante un procedimiento concursal. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	231
4. Francia eliminará la prohibición a los clubes de fútbol de cotizar en Bolsa. <i>Juan Ignacio Signes de Mesa</i>	233
5. Adhesión de la Comunidad Europea a la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	236
6. La reforma del Derecho de sociedades británico. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	238
7. Reacción de la Comisión Europea ante las dificultades a las fusiones bancarias. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	241
8. Eslovenia se incorpora al euro. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	242
9. El proyecto de ley de reforma de la Ley del Mercado de Valores en materia de OPAs y de transparencia. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	243
10. OPAs y posible utilización de información privilegiada: el Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 1 de Barcelona. <i>Juan Ignacio Signes de Mesa</i>	247
11. Modernización del mercado hipotecario. <i>Celia Martínez Escribano</i>	249
12. Sentencia del TJCE sobre la exigencia de autorización a una entidad de crédito extracomunitaria. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	257
13. La responsabilidad civil de los analistas de inversiones en Francia: comentario a la Sentencia de la Corte de Apelaciones de París de 30 de junio de 2006 en el asunto "LVMH/MORGAN STANLEY". <i>Alejandro Fernández de Araoz</i>	261

BIBLIOGRAFÍA

Bibliografía	273
--------------------	-----

ARTÍCULOS

INTRODUCCIÓN

Se incluyen a continuación las distintas ponencias presentadas con ocasión del Seminario Complutense que tuvo lugar el pasado jueves 6 de abril de 2006, en la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense.

Bajo el título general de *La Junta General de las sociedades cotizadas: propuestas para su revitalización*, el Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense y la Revista de Derecho Bancario y Bursátil quisieron impulsar una reflexión sobre la posibilidad de una recuperación por la Junta de accionistas de un mayor protagonismo en el marco de las grandes sociedades.

El Seminario fue posible gracias al generoso patrocinio del Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España y de Editorial Lex Nova.

El orden de publicación se corresponde con el de la exposición de las ponencias a lo largo de la Jornada.

EL DECLINAR DE LA JUNTA Y EL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

FERNANDO SÁNCHEZ CALERO

Catedrático de Derecho Mercantil

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. CRISIS DE LA JUNTA GENERAL EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS.
 - III. INTENTO DE REVITALIZAR LA JUNTA GENERAL.
 - 1. Impulso dentro del movimiento de “gobierno corporativo”.**
 - 2. Manifestaciones dentro de nuestro ordenamiento.**
 - A) Informe Olivencia.
 - B) Informe Aldama.
 - C) Código Unificado de buen gobierno.
 - 3. Reformas legislativas realizadas y proyectadas.**
 - IV. ADOPCIÓN DE LOS ACUERDOS.
 - 1. Voto a distancia.**
 - 2. Especialidades del voto por medios informáticos.**
 - 3. Referencia a la posibilidad de votaciones consultivas.**
 - 4. Forma de votación en la junta.**
 - A) Determinación por los estatutos sobre la forma de adoptar los acuerdos.
 - B) La forma de votación en las sociedades cotizadas.
 - V. ACTA DE LA JUNTA GENERAL.
-

I. INTRODUCCIÓN

El tema con el que he de abrir la sesión sobre el declinar de la junta general es un verdadero tópico, podría decir que un lugar común. Porque una visión histórica en la posición de los órganos de la sociedad anónima cotizada —la gran sociedad anónima— nos muestra la imposibilidad de que un órgano como la junta general, a la que en principio pueden concurrir cientos de miles o millones de accionistas, pueda funcionar por medio de una reunión como órgano soberano. Por eso desde principios del siglo pasado, y aun antes, los autores observaban que las juntas limitan su soberanía a la entrega de sus poderes a uno o varios administradores o consejeros. Se puso en cuestión el funcionamiento de este órgano en esas sociedades.

Dejemos otros nombres y recordemos algunos de nuestros autores cuyo pensamiento lo tenemos olvidado que, al menos, como acto de reconocimiento interesa mencionarlos. Así el brillante discurso de Ossorio y Gallardo, sobre la “Crisis de la democracia en el Derecho mercantil”⁽¹⁾, o el luminoso libro del maestro Garrigues de “Nuevos Hechos, nuevo Derecho de Sociedades anónimas”⁽²⁾, o el más desconocido, pero de gran interés, de José Calvo Sotelo “El capitalismo contemporáneo y su evolución”⁽³⁾, que es un discurso que pronunció siendo presidente de la Academia de Jurisprudencia, pocos meses antes de su trágico fallecimiento. En él, por ejemplo, dice que la raíz del mal, que tiene como consecuencia la supremacía del capitalismo financiero sobre las empresas, se encuentra “en las modernas sociedades por acciones, con millares de títulos esparcidos entre millones de portadores, por todos los ámbitos, no ya de un país, sino del mundo entero, resulta un sarcasmo entregar la soberanía plena a las asambleas del accionariado. Una asamblea dura tres, cuatro horas, y se reúne una vez por año. ¿Es posible —se pregunta el autor— dirigir los intereses de una vasta empresa en tres o cuatro horas de deliberación, quizá nerviosa y alborotada? Sin duda que no. La ley consagra la prerrogativa. La realidad la hace efectiva”⁽⁴⁾.

Tras la alusión a estas afirmaciones, repetidas con figuras metafóricas sobre la junta general, que no es preciso recordar, es lo cierto que la junta general en las sociedades cotizadas ha tenido un declinar, no tanto porque haya perdido formalmente su carácter de órgano soberano, lo que en línea de principio no es cierto, dado su reconocimiento por las leyes, sino porque de hecho, debido a diversas causas, ha dejado de tener ese carácter.

(1) Madrid, 1917.

(2) Madrid, 1933.

(3) Madrid, 1935.

(4) CALVO SOTELO, *El capitalismo contemporáneo y su evolución*, p. 17.

II. CRISIS DE LA JUNTA GENERAL EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS

De lo expuesto anteriormente deriva la afirmación, por parte de los estudiosos del Derecho de sociedades y en general de los de otras disciplinas que estudian el funcionamiento de las sociedades de capitales, de considerar la decadencia de la función e importancia de la junta general en la organización de la gran sociedad anónima, en el sentido de que, aun admitiendo que desde un punto de vista formal conserva buena parte de sus competencias —que permiten a la junta el mantener su consideración como órgano soberano de la sociedad—, la realidad ha demostrado que ese poder ha pasado a las filiales de los grupos de control, al órgano de administración de la sociedad y de modo especial a quienes sustentan este órgano, que no son otros sino los altos cargos, gerentes o *managers* de la sociedad, con quienes se entrecruzan de forma que no ofrecen una modalidad uniforme⁽⁵⁾.

No se trata propiamente, como se dice, que se haya producido un cambio formal de las competencias que el ordenamiento jurídico concede a los órganos de la sociedad (en especial a la junta general y al consejo de administración), sino al hecho de que los administradores, que gozan de un grado de competencia autónomo respecto al ejercicio de la gestión y la representación de la sociedad una vez que son nombrados por los grupos dominantes, *han pasado a dominar el funcionamiento de la junta general*, de forma que, precisamente por mantener la junta general su propia competencia, se produce una completa disfunción de los poderes y facultades de la junta respecto al modelo legal⁽⁶⁾. Porque el poder de control de la sociedad, en términos prácticos, es la posibilidad de elegir a los miembros del consejo de administración, y conforme a los modelos de distribución y control de poder, nos encontramos con que los administradores se autoeligen en las grandes sociedades en cuanto dominan la propia junta general⁽⁷⁾.

(5) Véase, entre otros, sobre la relación entre los *managers* y el capital dominante, F. GALGANO, “El desplazamiento del poder en las sociedades anónimas europeas”, en AA.VV. *Estudios jurídicos sobre la sociedad anónima*, Madrid, 1995, pp. 63 y ss.

(6) Véase ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la junta general en el gobierno corporativo de las sociedades de capital”, en AA.VV. *El gobierno de las sociedades cotizadas* (Coord. G. ESTEBAN VELASCO), Madrid, 1999, p. 621; TAPIA HERMIDA, A.J., “La junta general de accionistas de la sociedad anónima cotizada” en *Libro homenaje al profesor F. Sánchez Calero*, tomo III, Madrid, 2002, p. 2923; MARTI LACALLE, “El ejercicio de las competencias de los órganos sociales en las sociedades cotizadas”, pp. 103 y ss.

(7) Dentro de una abundante bibliografía, Véase GARRIDO, J.M., *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Bolonia, 2002, pp. 67 y ss.

El desplazamiento del poder de la junta general al órgano de administración adquiere ciertamente matices especiales dentro de las sociedades cotizadas en el que incide de modo relevante, conforme ha quedado apuntado, la forma en que esté conformado su accionariado. Esto es, resulta importante conocer la circunstancia de que el accionariado de la sociedad esté ampliamente disperso o si, por el contrario, se encuentra relativamente concentrado, ya que tal circunstancia se reflejará en la forma de configurar la relación entre los dos órganos, pues en los casos de capital disperso la minoría organizada habrá de operar con diversos medios diversos con la finalidad de adquirir y mantener el poder de control en la junta general. Por el contrario, cuando la titularidad del accionariado esté concentrada en pocos accionistas —situación relativamente frecuente en nuestro mercado de valores— o en uno sólo, el ejercicio del control será más sencillo. Porque aun siendo varios los accionistas que poseen participaciones del control, por medio de los pactos parasociales celebrados entre ellos, podrán mantener el control de la sociedad y las decisiones serán adoptadas con anterioridad a la junta, que se confirmarán en ella por un procedimiento más simple que en el caso de las sociedades de capital disperso. Esta diversa configuración del accionariado se refleja de modo particular en el período anterior a la reunión de la junta, tanto en lo que se refiere a la actuación de los administradores para captar el voto de los grupos de inversión estables ajenos al control (como pueden ser los inversores institucionales: fondos de pensiones, etc.), como en la actividad de recogida de representaciones de accionistas pasivos, cuya condición esencial es de inversores, y carecen del ánimo de concurrir a la junta general.

En todo caso, la junta general en las sociedades cotizadas adquiere unos caracteres más complejos debidos, en gran medida, a la circunstancia de la negociación en bolsa de la acciones, influyendo de forma importante su cotización, ya que, como se indica, prevalece en el accionista, ajeno a las participaciones de control, su condición de inversor sobre la de socio, y los gestores de la sociedad han de cuidar más el aspecto del valor de la acción, que cuidar en la propia junta de ofrecer detalles sobre aspectos secundarios de su gestión. El eventual debate que puede surgir en la junta, en la contestación de las preguntas formuladas por los accionistas antes de su celebración o en ella, no es relevante a los efectos del voto de los acuerdos sociales —cuyo resultado es conocido con anterioridad de la junta— sino principalmente tiene mayor trascendencia a efectos de imagen de los administradores, por lo que éstos han de cuidar de llevar de forma directa el desarrollo de la junta, lo que se ve favorecido tradicionalmente por su propio régimen, que confiere todas las funciones de la “mesa de la junta”, mediante una cláusula estatutaria que se detalla en el reglamento de la propia junta, a los miembros consejo de administración, siendo su presidente el de la junta general. Todo lo cual coadyuva a la estimación de la celebra-

ción de la junta como un espectáculo cuyo resultado, según ha quedado dicho, es conocido de antemano y de escasa utilidad⁽⁸⁾.

La práctica anulación de la función de la junta general que resulta de la experiencia de su funcionamiento, se ve facilitada cuando es compacto el grupo de control de la sociedad, lo que es frecuente entre nosotros. En efecto, en España, según resulta de los estudios que se han realizado sobre la realidad de nuestras sociedades cotizadas, un porcentaje muy elevado de ellas tiene una gran concentración de la propiedad accionarial⁽⁹⁾. Aun partiendo de este hecho, el cuidado de las formas debería llevar a un mayor respeto a la minoría dispersa formada por pequeños accionistas.

III. INTENTO DE REVITALIZAR LA JUNTA GENERAL

La circunstancia de que la junta general haya perdido sus competencias de hecho en las sociedades cotizadas en favor del órgano de administración, en cuanto, según ha quedado apuntado, la junta, además de ser un instrumento informativo, se limita a aprobar por asentimiento las propuestas del consejo de administración, ha llevado consigo, desde hace algún tiempo, la pretensión de su revitalización. Que no implica el propósito de que recupere todas sus funciones tradicionales, que son válidas para las sociedades cerradas, sino que adquiera una superior eficacia a las que tiene de hecho en la actualidad y a su consideración como órgano relativamente supremo de la sociedad, aun cuando sea en las grandes sociedades con matices propios.

1. Impulso dentro del movimiento de “gobierno corporativo”

En el intento de revitalizar la junta general ha participado, con mayor o menor énfasis, el movimiento del “gobierno corporativo”, que se ha plasmado en recomendaciones que se insertan en las de su “buen gobierno” y también en modificaciones de algunos ordenamientos que han dictado normas especiales sobre este punto, que se entrecruzan con frecuencia entre las contenidas en el Derecho del mercado de valores y en el Derecho de sociedades en sentido

(8) Las críticas al funcionamiento de la junta general de la gran sociedad anónima se ha repetido desde hace tiempo por la doctrina. Véase una referencia a ella en SÁNCHEZ CALE-RO, *La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del derecho de sociedades*, pp. 27 y ss., y 177 y ss.

(9) Véase GARRIDO, *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas*, p. 72 y de forma detallada en el Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, CNMV, diciembre 2005, pp. 16 y ss.

estricto. Ante la insuficiencia del Derecho ordenador del régimen de las sociedades y de la tutela del accionista inversor, según es sabido, surgió en Norteamérica en las últimas décadas del pasado siglo el movimiento reformador del llamado *Corporate Governance*, que ha tenido un amplísimo influjo en todo el mundo, dando lugar a informes, recomendaciones y códigos sobre “el buen gobierno” de las sociedades, en especial de las cotizadas, lo cual ha originado una literatura ciertamente abrumadora y en gran medida reiterativa⁽¹⁰⁾.

Las recomendaciones del *Corporate Governance* han sabido penetrar en diversos ordenamientos, no simplemente en aquéllos, como acontece en el Derecho norteamericano de distintos Estados, que tienen en general un valor meramente dispositivo, sino también en aquellos otros en los que sus normas de sociedades sea más coercitivas, sobre la base de estimar que el juicio del mercado sobre la eficiencia de los gestores es positivo para el desarrollo de la sociedad. Se piensa, desde la perspectiva del movimiento del “buen gobierno”, que es al “mercado” a quien corresponde el control del cumplimiento por parte de los dirigentes de la sociedad de sus recomendaciones, y que ese control se estima más eficaz que el que pueda desempeñar el régimen jurídico, por medio de una vigilancia administrativa o por la intervención de los tribunales de justicia.

Buena parte de este movimiento piensa que las carencias del régimen de las sociedades cotizadas no han de superarse con otras normas jurídicas, sino que cree más conveniente que se produzcan ciertas reformas de hecho en la organización de tales sociedades introducidas por vía de la autorregulación y por el consejo de los que rodean al “mercado” (en especial, quienes lo supervisan, las agencias de valoración, los inversores y cuantos profesionales les aconsejan). Tal orientación confía en que será el propio mercado el que juzgue la eficiencia o no del gobierno de las sociedades que solicitan del ahorro público para que adquieran sus acciones y otros valores que emitan, de manera que el hecho de la demanda de tales valores o su ausencia fomentarán la aceptación voluntaria de las normas convencionales del buen gobierno de las sociedades. Propósito en el que puede pensarse que se esconde el deseo de mantener en silencio al legislador⁽¹¹⁾.

⁽¹⁰⁾ Véase una síntesis sobre el alcance de este movimiento en ALONSO LEDESMA, “EL papel de la junta general en el gobierno corporativo”, pp. 635 y ss.; GARRIDO, *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas*, pp. 21-25, y BAUMS, T., “El código alemán de gobierno corporativo del año 2002: relaciones entre la regulación legal y la autorregulación”, en AA.VV. *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, Madrid, 2006, pp. 67-70. Movimiento potenciado por organismos públicos o privados supranacionales como la OECD, la Unión Europea o la IOSCO.

⁽¹¹⁾ En este sentido FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, “La sociedad cotizada: problemas de política y de técnica legislativa”, p. 72.

2. Manifestaciones dentro de nuestro ordenamiento

La pretensión de una revitalización de la junta general, en la que ha participado el movimiento indicado del “gobierno corporativo”, ha tenido eco en nuestra doctrina⁽¹²⁾ y en los Informes Olivencia y Aldama, quizá en este último con un énfasis superior en lo relativo a la junta general, dado que el encargo del Gobierno era en él más genérico⁽¹³⁾, mientras que el primero se centraba en el consejo de administración⁽¹⁴⁾. Preocupación por la junta general que parece quedar prácticamente postergada en el “Código Unificado de recomendaciones sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas” de la CNMV, quizá por entender que es una labor inútil o por la pretensión de reafirmar por esta vía el poder del órgano de administración.

A) Informe Olivencia

El Informe y el Código Olivencia dejaron prácticamente al margen la junta general porque, como se ha dicho, el encargo que recibió la Comisión nombrada por el Gobierno se centraba en los consejos de administración. Pero en el Informe Olivencia no falta alguna alusión a la junta general, en especial en el apartado relativo a las relaciones del consejo de administración y los accionistas, donde, tras indicarse que no se puede olvidar a la junta general como foro de los accionistas para expresar sus puntos de vista y censurar la gestión social, parte del presupuesto de que la junta está sometida a fuertes limitaciones estructurales, lo que quizá condiciona una visión pesimista de la eficacia de la eventual revitalización de la junta general, en cuanto afirmaba el Informe que la experiencia mostraba que la mayor parte de los accionistas ordinarios se desentendiende de las tareas de la junta, dado que era comprensible la “apatía racional”, pues el coste de participar en la junta con frecuencia era superior al rendimiento que podía obtener el socio y la “acción colectiva” era difícil de coordinar, por lo que afirmaba, con manifiesto realismo, que no era extraño que la junta hubiera

(12) En ella se ha de destacar, dentro de una abundante literatura, el libro de AA.VV., *El gobierno de las sociedades cotizadas* (coord. por ESTEBAN VELASCO, G.), Madrid, 1999.

(13) Su título, que se corresponde con el encargo recibido, es de *Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*, Madrid, 2003.

(14) Esta limitación se puso de manifiesto en el acuerdo del Gobierno dirigido a la “Constitución de una comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades”; Véase el “Código de buen gobierno”, Madrid, 1998; sobre su alcance y significado, véase el trabajo de su Presidente M. OLIVENCIA RUIZ, “El gobierno de las sociedades”, en *Libro homenaje al profesor F. Sánchez Calero*, tomo II, Madrid, 2002, pp. 1771 y ss.

quedado reducida “en muchas ocasiones a una reunión protocolaria o simplemente rutinaria”.

Por otro lado señalaba este Informe que el movimiento de reforma del régimen de las sociedades se había orientado a impulsar al consejo de administración, ante la pérdida de sus funciones gestoras, como órgano de supervisión, lo cual tiene su origen en la constatación de la escasa eficacia disciplinar de la junta general, por lo que la Comisión abrigaba “dudas sobre la efectividad de determinadas políticas encaminadas a reactivar la junta general estimulando la participación de los accionistas”, aun cuando decía que no debía descartarse cualquier actuación encaminada a incrementar la efectividad del control de los accionistas “ámbito que esta Comisión considera que todavía ofrece un amplio margen”⁽¹⁵⁾.

B) Informe Aldama

El informe Aldama adoptó una postura más esperanzadora respecto a la eventual eficacia de la junta general⁽¹⁶⁾, al partir de una afirmación, con la que en línea de principio es difícil no estar de acuerdo, al decir que “uno de los primeros objetivos del gobierno corporativo es la potenciación del papel de la junta general de accionistas como órgano de decisión y control básico para la vida de la sociedad y tutela de los intereses de los accionistas”.

Tras ella, el Informe hace otra declaración que, si se examina la realidad de la vida societaria, no es tan cierta al declarar que la junta general es un “órgano soberano a través del cual se articula el derecho del accionista a intervenir en la toma de decisiones esenciales de la sociedad, facilitándose la representación del accionista que no concurre a la misma y la expresión de sus intereses a través del derecho de voto”.

No obstante, el Informe Aldama, con el propósito de potenciar la función de la junta general, sugiere un conjunto de modificaciones de interés, como son, entre otras, las siguientes:

a) Recomienda que la junta apruebe un Reglamento, cuyo contenido se difunda, entre otros medios, por la página web de la sociedad. El contenido del

(15) El Informe, en efecto, mostraba interés por la transparencia, el sistema de la delegación de votos, la comunicación del consejo con los accionistas y los inversores institucionales. ALONSO LEDESMA, “El papel de la junta general en el gobierno corporativo de las sociedades de capital”, pp. 621 y ss., estudia estos aspectos del Informe.

(16) El Informe de la Comisión presidida por D. Enrique de Aldama afrontó el problema de la junta general junto a otros que aquejan con un carácter más general a las sociedades cotizadas, en cuanto el encargo recibido por esta segunda Comisión hacía referencia al “fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas”.

Reglamento, dice el Informe, debe ser la regulación de la convocatoria, de la información, de la concurrencia, del desarrollo y ejercicio de los derechos políticos, todo ello “en tanto la propia junta no los modifique, siempre de acuerdo con la ley y los estatutos”⁽¹⁷⁾.

b) Se preocupa, como dato esencial, de fomentar la transparencia de las sociedades cotizadas y, por consiguiente, la información al accionista de la estructura de la sociedad, tanto en el aspecto del funcionamiento de sus órganos sociales, como del detalle de la formación del accionariado de la sociedad. Pone un especial empeño a estos efectos, en la necesaria publicación del “informe anual del gobierno corporativo” que detalle la estructura de la propiedad de la sociedad (las participaciones significativas, las relaciones entre los diversos accionistas, la relación de éstos con los miembros del consejo, la estructura de éste, su funcionamiento, el de sus comisiones, las operaciones vinculadas y otros aspectos entre los que se encuentra la información pública sobre el funcionamiento de la junta general). Este Informe debe servir para conocer la realidad de la estructura de cada sociedad y poder extraer datos generales sobre el conjunto de la realidad de las sociedades anónimas que se cotizan en nuestras Bolsas de valores.

c) Otro aspecto que aconsejaba el Informe Aldama era el relativo a la transparencia de las sociedades cotizadas y a la potenciación del deber genérico de información de la sociedad. Dentro de esta orientación se encuentra la recomendación de establecer la obligación de la publicación de un conjunto relevante de datos de la sociedad cotizada en su propia página web, así como que buena parte de estos datos figurasen como hechos relevantes incluidos en la información que ofrece la CNMV.

Exigencia de transparencia que se establecía en el Informe Aldama no simplemente como medio de información al mercado, sino con la preocupación específica de ofrecer tal información a los accionistas, por lo que se indicaba que el “informe anual del gobierno corporativo” debía ponerse por la sociedad a disposición de cada socio antes de la junta general relativa al examen del ejercicio al que se refería tal informe. Esta publicidad entiendo que ha significado un progreso manifiesto en la dirección requerida por el Derecho comunitario⁽¹⁸⁾. Hace más de treinta años, me permitía afirmar que en pocas cosas los estudiosos de la sociedad anónima mostraban un acuerdo superior que en la necesidad del

(17) Informe Aldama, p. 20.

(18) En la posterior Comunicación de la Comisión de la Comunidad sobre “Modernización del Derecho de Sociedades” de 21-5-2003, COM (2003) 284, se dedica el apartado 3.1.1, a “Mejorar la información sobre las prácticas de gobernanza empresarial”, en el que se señala la preocupación por la “declaración nula de gobernanza empresarial” y la “información sobre el papel desempeñado por los inversores institucionales”.

incremento de la información societaria. Me permitía recordar entonces el dicho de que “la luz y el sol matan los microbios”⁽¹⁹⁾.

Pienso que estas medidas de información, impuestas posteriormente por la Ley de transparencia han sido efectivas para conocer la realidad de la estructura de nuestras sociedades. Poco vale, por el contrario, ese principio benévolo de “cumplir o explicar” para que en definitiva sea el mercado el que juzgue y falle, cuando no existe entre nosotros una cultura de la opinión pública que se ocupe del detalle de la vida de las sociedades, salvo en casos extremos, normalmente incentivados por intereses políticos.

d) Junto a otras medidas, el Informe contenía además una recomendación importante, cuyo destinatario no eran las sociedades, sino el propio Gobierno, en cuanto le proponía la regulación de determinados aspectos de las sociedades cotizadas. Cuestión de la que hemos de ocuparnos más adelante.

C) Código Unificado de buen gobierno

El “Grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas”, designado por acuerdo del Gobierno, con el fin de asesorar la CNMV en la armonización y actualización de las recomendaciones de los Informes Olivencia y Aldama, ha aprobado el “Código Unificado de buen gobierno”⁽²⁰⁾. Además de la aprobación de este Código, el Informe del Grupo especial ha efectuado algunas recomendaciones complementarias al Gobierno, a la propia CNMV y a las Instituciones financieras sobre esta materia.

La publicación de este Código Unificado, que se mantiene en línea con los publicados en otros países, significa no sólo el cumplimiento de lo previsto en la Orden Ministerial de 26 de diciembre de 2003, sobre la necesaria armonización de las recomendaciones contenidas en los Informes Olivencia y Aldama⁽²¹⁾, sino también lo establecido en la comunicación de la Comisión de la CE sobre “Modernización del derecho de sociedades y mejora de la gobernanza

(19) Véase SÁNCHEZ CALERO, F., “Deberes de información y balances de fondos de inversión mobiliaria” en AA.VV. *Coloquio sobre el régimen jurídico de los fondos de inversión mobiliaria*, Bilbao, 1974, pp. 439 y ss.

(20) Incluido como anexo I del Informe del Grupo especial de trabajo sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas, que lleva fecha de 19 de mayo de 2006. Grupo presidido por el Presidente de la CNMV Manuel Conthe.

(21) Impuesta por el apartado primero.f) de la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre. El Código Unificado habrá de aplicarse al Informe Anual de Gobierno Corporativo del ejercicio 2007, que se ha de presentar en el primer semestre de 2008, conforme el Acuerdo del Consejo de la CNMV, de 22 de marzo de 2006.

empresarial en la Unión Europea”⁽²²⁾, que al tiempo que no consideraba conveniente la aprobación de un código europeo sobre gobierno corporativo, estimaba de interés que cada Estado miembro de la Unión Europea tuviera un código de este tipo.

El Código Unificado presta especial atención al consejo de administración. No obstante, realiza algunas recomendaciones, ciertamente escasas pero de interés, sobre la junta general al referirse a la conveniencia de que los estatutos de las sociedades cotizadas no limiten el número máximo de votos que pueda emitir un mismo accionista, ni contengan otras restricciones que dificulten la toma de control por medio de OPAs, y recomienda que en el caso de grupos de sociedades cotizadas se delimiten claramente las respectivas áreas de actividad de las distintas sociedades y se establezcan ciertos mecanismos con el fin de resolver eventuales conflictos de intereses.

Respecto al funcionamiento de la junta general, alude con acierto a la extensión de la competencia de la junta a determinadas materias, aun cuando no lo exijan las leyes mercantiles. Se preocupa igualmente de recomendar que en el momento de la convocatoria de la junta se ofrezca una amplia información sobre las propuestas de acuerdo que se presentan a la junta para su aprobación. También, se indica que los distintos acuerdos que adopta la junta, deben de votarse de forma independiente, en especial cuando se trate del nombramiento de consejeros y de modificación de estatutos. Al propio tiempo, se recomienda que las sociedades permitan fragmentar el voto con la finalidad de que los intermediarios financieros “que aparezcan legitimados como accionistas, pero que actúen por cuenta de clientes distintos, puedan emitir sus votos conforme a las instrucciones de éstos”. Recomendaciones del Código que parecen obvias y que, en definitiva, parecen implicar un reproche a malas prácticas en las juntas generales de algunas sociedades cotizadas, en las que los intermediarios representantes de los accionistas, que han celebrado una solicitud pública de información infringen lo previsto en el artículo 107.1 del deber de votar en la junta general conforme a las instrucciones recibidas de su cliente.

En el anexo II del Informe del Grupo de trabajo se realizan algunas recomendaciones complementarias que ofrecen especial interés respecto al funcionamiento de las juntas generales de las sociedades cotizadas a las que haremos referencia más adelante. Sin embargo, el Código de buen gobierno da la impresión, a nuestro juicio, de que ha considerado como poco relevante cualquier recomendación de mejora de junta general, adoptando la línea que podríamos calificar como pesimista sobre la función de este órgano social. En sus recomendaciones finales alude a la creación de un foro electrónico de accionistas, a

(22) Documento COM (2003) 284 final.

la creación de un registro voluntario de agrupaciones de accionistas y al fomento de instituciones y asociaciones independientes que analicen y evalúen la calidad del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Efectúa una recomendación positiva sobre la lista de accionistas y las tarjetas de asistencia, mediante la mejora del régimen de las acciones anotadas en cuenta, así como sobre el ejercicio del derecho de voto por los inversores institucionales y a través de intermediarios y depositarios.

Recomendaciones ciertamente escasas, a nuestro juicio, que parecen considerar una tarea inútil la pretensión del movimiento hacia una “revitalización de la junta general”, más en línea con el Informe Olivencia que el Aldama. El Código Unificado cree, seguramente, que la situación actual del funcionamiento de las juntas generales, aun cuando ciertamente no sea satisfactoria, resulta difícil de superar de momento y mantiene esa situación en una especie de “hibernación”, en espera de que evolucione en lo posible en el futuro el régimen de la junta general.

3. Reformas legislativas realizadas y proyectadas

Fruto de las sugerencias del Informe Aldama se produjo la reforma legislativa que se concretó en la Ley 26/2003, de 17 de julio, que modificó la LMV y la LSA “con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades cotizadas”, que ha significado un indudable avance respecto a dicha transparencia, y algunas otras mejoras del ordenamiento de las sociedades cotizadas, aun cuando los defectos técnicos de esa ley y los limitados objetivos de la misma no han incidido de forma sustancial en la reforma de tales sociedades. Lo que se refleja en el régimen de la junta general ⁽²³⁾.

No obstante, aun partiendo de las insuficiencias notables de las reformas de la Ley de transparencia, creo que han servido en parte para detener el lento declinar de la junta general y, de modo especial, para sacar a la luz ciertos hechos que pueden favorecer, si se pretendiera, una reforma del régimen sustantivo de estas sociedades. Porque las recomendaciones y consejos para el buen gobierno societario son necesarios, pero tienen un camino relativamente corto.

(23) Con relación al reforzamiento de la transparencia en las sociedades cotizadas como medio de revitalización de la sociedad, Véase dentro de una amplia doctrina, ALONSO LEDESMÁ, “El papel de la junta general en el gobierno corporativo”, pp. 649 y ss.; MARTÍNEZ MARTÍNEZ, “Derecho de información del accionista e instrumentos y obligaciones de información de la sociedad” pp. 333-340. Ofrecen igualmente especial interés las propuestas realizadas para revitalización de la junta general de estas sociedades por TAPIA HERMIDA, “La junta general de accionistas de la sociedad anónima cotizadas”, pp. 2917 y ss. que resume en las pp. 2957-2958.

Como ha declarado la Comisión Europea en el mencionado documento sobre la “Modernización del Derecho de sociedades”, el enfoque de autorregulación del mercado “basado únicamente en recomendaciones no vinculantes, obviamente no siempre resulta suficiente para garantizar la aprobación de prácticas de gobernanza empresarial sólidas”. De este párrafo puede deducirse el parecer de la Comisión Europea de que ha de ser la ley, la que permita avanzar, en tanto en cuanto se quiera superar las prácticas actuales, lo que se ve facilitado por la transparencia de la estructura societaria, ya que nos permite conocer mejor los problemas que aquejan a su régimen. Y conocer un problema es el presupuesto esencial para poder resolverlo.

Dentro de la modificación de nuestro ordenamiento en el Derecho proyectado se ha de mencionar “La Propuesta de Código de sociedades mercantiles”, que contiene una parte dedicada a las sociedades cotizadas, ciertamente mejorable⁽²⁴⁾. Se ha de destacar igualmente que la Comisión europea en el mencionado “Plan de acción de modernización de derecho de sociedades y de refuerzo del gobierno corporativo en la Unión Europea”, ha aceptado como una de sus líneas directrices básicas, la defensa de los accionistas y la potenciación de la junta general por medio de ciertas directivas, entre las que cabe destacar la de “transparencia”⁽²⁵⁾ y el Proyecto de Directiva “sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE”⁽²⁶⁾, que sigue claramente ese camino.

Revitalización de la Junta que se ha concretado, en buena parte por impulso del Derecho comunitario, por medio del incremento de la información por parte de las sociedades cotizadas, en especial en lo relativo a su contabilidad consolidada mediante la aplicación de las normas internacionales de contabilidad (NIC) y normas internacionales de información financiera (NIIF) y en otras

(24) “Propuesta”, que ha servido parcialmente para inspirar algunas de las modificaciones de la LSA y de la LMV en materia de sociedades cotizadas por las Leyes 26/2003, de 17 de julio, y 19/2005, de 14 noviembre. “Propuesta” que está siendo objeto de estudio por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación. “Propuesta” que en lo que se refiere a su “Libro sobre las sociedades cotizadas” se valora en forma relativamente positiva por MONTALENTI, *La società quotata*, p. 80.

(25) Directiva 2004/109/CE “sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores”, D.O. de la Unión Europea de 31-12-2004.

(26) Documento 2005/0265/COD; COM (2005) 685, Bruselas 5-1-2006. Se ha de destacar igualmente, entre una abundante literatura, sobre este punto los “Principios de gobierno de la empresa de la OCDE”, París, 2004.

disposiciones, en especial en materia del Derecho del Mercado Valores. Modificaciones que también se han producido en nuestro ordenamiento en la LSA y en la LMV en varios puntos, como la ampliación del plazo existente entre el anuncio de las convocatorias, la necesaria redacción de un reglamento de la junta general, la posibilidad del otorgamiento de la representación del accionista por correspondencia postal, telegráfica o cualquier otro medio de comunicación, la posibilidad del ejercicio del derecho de voto a distancia, y el perfeccionamiento del régimen de las instituciones de inversión colectiva y de planes y fondos de pensiones.

IV. ADOPCIÓN DE LOS ACUERDOS

El proceso previsto por nuestro ordenamiento con carácter general para el funcionamiento de la junta general de las sociedades anónimas es aplicable, como es notorio, también a las sociedades cotizadas. Ciertamente, el reglamento de la junta general que han de aprobar estas sociedades, completan su régimen, pero algunos aspectos de este régimen deberían revisarse si se pretende una revitalización del buen funcionamiento de este órgano social.

Uno de los aspectos que quizá ofrece especial interés, es el régimen de la adopción de acuerdos por la junta. A tal efecto puede indicarse que superado el proceso previsto por la ley para el funcionamiento de la junta general se llega a su constitución por la asistencia de accionistas presentes o representados que alcanzan el quórum legal necesario, y, tras la fase de la deliberación, del ejercicio del derecho de información y del debate sobre los asuntos del orden del día, se llega a la fase de la adopción de los acuerdos, que ofrecen algunos aspectos, que adquieran especial relieve en las sociedades cotizadas, como son el voto a distancia, de modo especial el realizado por medios informáticos, y la forma de votación y obtención de la mayoría en la junta.

1. Voto a distancia

La LSA, en su artículo 105 en sus apartados 4 y 5, introducidos por la Ley de transparencia, prevé el ejercicio del derecho de voto a distancia con un régimen común, en el apartado 4, a la delegación del voto. Con relación al voto a distancia el artículo 105.4 declara que puede ejercitarse por el accionista por correspondencia postal, o electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia, si bien tal ejercicio queda condicionado, en primer lugar, a lo que se disponga sobre esta materia en los estatutos sociales y, en segundo término, a

que en cualquier supuesto se garantice debidamente la identidad del sujeto que ejercita el derecho de voto⁽²⁷⁾.

Condiciones que limitan de modo natural el ejercicio del derecho de voto a distancia, en especial cuando la ley consiente, en principio, que la manifestación de voluntad puede hacerse por “cualquier otro medio de comunicación a distancia”, como puede ser entre otros medios, por ejemplo, la videoconferencia, el teléfono —cuando el contenido de la comunicación quede gravada o el telegrama—, aun cuando se ha de pensar que tales medios son extraordinarios. Cabe esta flexibilidad de empleo de medios de comunicación a distancia en las sociedades cerradas o de un número limitado de socios, pero difícilmente puede pensarse que lo consientan los estatutos de las sociedades cotizadas.

El voto a distancia, además de estar previsto en los estatutos sociales, requiere que se garantice debidamente la identidad del sujeto que ejercita el derecho de voto, lo que en las sociedades cotizadas de pocos socios puede resultar relativamente fácil. En cualquier supuesto, la garantía de que quien emite el voto es el titular de las acciones de la sociedad implica la necesaria comprobación de dos aspectos. En primer lugar, la identificación del autor del documento en el que se recoge la declaración de la emisión del voto, lo que ciertamente puede hacerse por procedimientos costosos, como puede ser la exigencia de que se certifique que la firma del documento —que bien puede ser la tarjeta de asistencia—, donde se recoge esa declaración ha sido realizada en presencia de determinada persona (v.gr. ante el representante de la sociedad que se encuentre en alguna sucursal o agencia de la misma)⁽²⁸⁾. En segundo lugar,

(27) La Propuesta de Directiva sobre el ejercicio de voto por parte de los accionistas, si bien limitada a las sociedades cotizadas, en su artículo 12 titulado “Votación in absentia” dice: “1. Cualquier accionista de una sociedad con cotización en bolsa tendrá la posibilidad de votar por correo antes de la junta general, siempre que cumpla los requisitos necesarios para garantizar la identificación de los accionistas y sea proporcionada a este objetivo. 2. Los Estados miembros prohibirán los requisitos y obstáculos que dificulten los ejercicios de los derechos de voto vinculados a las acciones por medios electrónicos por parte de los accionistas que no estén físicamente presentes en la junta general, salvo en la medida que estos requisitos puedan ser necesarios para garantizar la identificación de los accionistas y la seguridad de las comunicaciones electrónicas y sean proporcionados a ese objetivo”. El artículo 100 del RRM, al referirse a la adopción de acuerdos por correspondencia, pensando en supuestos diversos a los previstos por los apartados 4 y 5 del artículo 105 de la LSA, pone especial énfasis en la garantía de la “autenticidad” de los votantes.

(28) La introducción o preámbulo de la Propuesta de Directiva sobre ejercicio de derecho de voto, aun cuando está limitada a las sociedades cotizadas, parece dar preferencia al voto por correo al decir, respecto al artículo 12 transcrito que regula la “votación in absentia”, “cuando los accionistas poseen acciones registradas y son conocidos por la empresa, la manera mas fácil y más barata para emitir votos sigue siendo el voto postal. Estos accionistas por lo tanto, deberán tener esa posibilidad. Los emisores deben tener libertad para ofrecer además la posibilidad de votar electrónicamente, ya sea a través de internet o de otros medios”.

que el firmante tiene la condición de accionista, lo que puede hacerse mediante los procedimientos previstos en los estatutos, con los límites establecidos en el artículo 104 de legitimación del socio para asistir a la junta (lo que dependerá de la forma de representación de las acciones). La conjunción de esas dos circunstancias puede resultar, como decimos, en ocasiones ciertamente difícil. Un sistema que puede servir para coordinarlas, aparte del anteriormente indicado, es que se estime válida la emisión del voto cuando se realice mediante la firma por el accionista ante la entidad depositaria de la tarjeta de asistencia que emita la sociedad o esa entidad.

En todo caso, la regulación de los estatutos de la sociedad emisora, completada en su caso por las del reglamento de la junta general, han cuidar de modo especial el evitar que el sistema de votación a distancia pueda permitir la duplicidad del voto de unas mismas acciones. De modo particular las normas de los reglamentos de la junta han de ser las que resuelvan la forma de proceder con el fin de evitar esa duplicidad y, al propio tiempo, la paralización de la celebración de la junta, sin perjuicio, en cualquier supuesto, de la eventual impugnación posterior a los efectos de anular los acuerdos, en caso de infracción de las normas de procedimiento, cuando esos votos hayan incidido de forma decisiva en su adopción.

Parece necesario, por consiguiente, que las normas de procedimiento traten de impedir abusos en el ejercicio del derecho de voto a distancia y de ordenar los votos emitidos “por correspondencia” (como dice de forma genérica el art. 105.4), para lo cual los estatutos, los reglamentos de la junta a los que aquéllos suelen remitirse o bien las normas que prevean los administradores para permitir el ordenado desarrollo de la junta (a las que se refiere el art. 97.5 de la LSA) ofrezcan un determinado plazo anterior a la celebración de la junta para la recepción del documento que contenga la emisión del voto; plazo necesario con el fin de poder redactar la lista de asistentes y documentar el sentido de los votos (v.gr. 24 horas antes del comienzo de la sesión)⁽²⁹⁾. En el caso de duplicidad de documentos con emisión de los mismos votos que se ejerciten por cuenta de las mismas acciones, se debe considerar, como regla general, que es nula la segunda emisión de voto, salvo que se pruebe la irregularidad de la primera emisión. Igualmente, aun cuando la cuestión sea discutida, entendemos que no ha de ser válida la emisión del voto por el accionista en la junta, bien personalmente o por medio de representante, una vez que el socio haya remitido anticipadamente el voto por correspondencia y se haya hecho constar

⁽²⁹⁾ Así, por ejemplo, el art. 32 del Reglamento de la junta general de IBERDROLA, el art. 20 bis de ENDESA, el art. 11.2 de ENAGAS, si bien autorizan al Consejo de administración para reducir el plazo.

en la lista de asistentes y de votantes⁽³⁰⁾. El fundamento de estas normas se encuentra, a nuestro juicio, en la irrevocabilidad del voto, principio que no obstante se niega en algunos reglamentos de la junta general, lo que engendra una confusión innecesaria y eventualmente una duplicidad a la hora del cómputo de la votación del acuerdo. Si en el caso de apoderamiento domina la norma de la revocabilidad de la representación (cfr. art. 106.3), en el régimen de la emisión del voto debe dominar, a nuestro juicio, el principio opuesto, salvo disposición legal en contrario, en cuanto la irrevocabilidad del voto emitido por el accionista debe compaginarse con la seguridad precisa en la votación del acuerdo, lo cual debe ser objeto de protección por el ordenamiento jurídico.

Por otro lado, es importante recordar que el artículo 105.5 establece que los accionistas que emitan sus votos a distancia deberán ser tenidos en cuenta como presentes a efectos de la junta. Se trata, como quedó indicado, de una presunción que facilite no simplemente la constitución de la junta general, sino su funcionamiento.

2. Especialidades del voto por medios informáticos

Dentro de la posibilidad del voto por correspondencia, si los estatutos así lo han previsto, surge como una posibilidad, que parece que en el futuro ha de tener una especial importancia, del voto por medios informáticos. Procedimiento autorizado de forma expresa por nuestro ordenamiento en el citado artículo 105.4 de la LSA, lo cual ha de ser elogiado desde una perspectiva de política jurídica, aun cuando no dejan de apreciarse determinadas deficiencias en su formulación⁽³¹⁾. La admisibilidad del voto electrónico, como otros supuestos de voto por correspondencia, está condicionada a su previsión en los estatutos, cuando en realidad debía estar especialmente regulado con carácter general

(30) Algunos reglamentos de sociedades cotizadas y el cuidado modelo de cláusulas de estatuto y de reglamento sobre voto a distancia, VIERA GONZÁLEZ, A.J. “Previsión estatutaria y en el reglamento de la junta general de emisión de voto y otorgamiento de representación por medios de comunicación a distancia”, *RdS* 22, 2004, p. 196-197, prevé que “la asistencia personal a la junta general del accionista tendrá el efecto de revocar el voto emitido mediante correspondencia postal o electrónica”.

(31) Véase ALCOVER GARAU, “Aproximación al régimen jurídico del voto electrónico”, p. 392, hace notar, entre otras deficiencias de la regulación de esta posibilidad del voto electrónico en el artículo 105, la contradicción que implica insertar esta norma en un artículo que lleva como epígrafe “Limitaciones a los derechos de asistencia y voto”.

para las sociedades cotizadas, tanto para este caso, como en general para el supuesto de voto por correspondencia⁽³²⁾.

El voto electrónico, que ha sido acogido y regulado en buena parte de los reglamentos de las juntas generales de las sociedades cotizadas, trata de potenciar el voto en las juntas generales en el ámbito comunitario, y su éxito ha de ir unido a la creciente difusión de estos medios de comunicación por parte del público en general. De momento, no obstante, como informa la CNMV aun cuando “algunas sociedades, en particular las del IBEX, han desarrollado sistemas informáticos para permitir a sus accionistas ejercer el derecho de voto a distancia por medios informáticos, el uso de los dispositivos telemáticos de voto a distancia ha sido prácticamente marginal”⁽³³⁾.

El régimen del sistema de voto por medios telemáticos viene determinado, en el marco de la LSA y la normativa específica del registro contable de las acciones de la sociedad cotizada, por los estatutos de la propia sociedad y su reglamento de la junta general. Es por consiguiente el régimen específico de cada sociedad cotizada, que se concreta normalmente en el reglamento de la junta general, y que se remite a las decisiones del consejo de administración, el que viene a concretar la posibilidad del ejercicio del derecho de voto por el accionista. Ejercicio que se ha de efectuar, de igual forma a si se emplea otro medio de comunicación, dentro de un determinado período anterior al comienzo de la celebración de la junta general⁽³⁴⁾.

Dentro de este régimen de emisión de voto por vía telemática, surgen dos aspectos de la problemática del ejercicio del derecho de voto, que pueden centrarse fundamentalmente en los siguientes aspectos: en primer término, la legitimación del accionista a los efectos de asistir a la junta y, en definitiva, poder ejercitar el derecho de voto, que en este caso se hará por medio de internet y, en segundo lugar, la garantía de la identidad del sujeto que ejerce el derecho de voto.

a) El primer aspecto viene determinado, de acuerdo con lo previsto por el artículo 104 de la LSA, por el hecho de que el accionista aparezca inscrito en

(32) La “Propuesta de Código de sociedades mercantiles” en su artículo 391, tras generalizar el voto por correspondencia si lo autorizaban los estatutos, dice en su apartado segundo: “El Gobierno, a propuesta del Ministerio de Justicia, establecerá el régimen jurídico del voto por correspondencia”.

(33) Véase *Informe de gobierno corporativo de las entidades de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*, p. 46.

(34) En este sentido MUÑOZ PAREDES, “Asistencia y delegación de voto por medios de comunicación a distancia en las junta generales de accionistas”, *RDBB* núm. 102, p. 187 y ss.

el registro contable que lleva la Sociedad de Sistemas con cinco días de antelación a la celebración de la junta general. Inscripción en el registro contable que legitima a la persona que en él figure como titular de las acciones (art. 11.1 de la LMV). El artículo 22.2 del Real Decreto 116/1992 prevé que la Sociedad de sistemas encargada de llevar el registro contable de las acciones de las sociedades cotizadas haga entrega de una lista completa de sus accionistas “con ocasión de la celebración de cualquier junta general y con referencia a la fecha contemplada en el artículo 104 de la Ley de Sociedades Anónimas”. Solicitud que no será necesaria en el caso de que las acciones de la sociedad cotizada hayan de tener el carácter de nominativas por disposición legal, pues en tal caso la Sociedad de Sistemas, que lleva el registro contable, mantiene informada a la sociedad de toda operación relativa a sus acciones, de manera que conserva una lista permanente de sus accionistas ⁽³⁵⁾.

b) La segunda cuestión se refiere a la garantía de que quien envía el correo por vía telemática es el accionista titular de las acciones. Los problemas que surgen respecto a esta cuestión se amplían tanto por las variadas formas que la sociedad puede exigir como medio de identificación del accionista, como por los eventuales abusos o empleos indebidos de este procedimiento ⁽³⁶⁾. A tal efecto se sugiere que el accionista remita la comunicación del voto electrónico con la garantía de la firma electrónica avanzada ⁽³⁷⁾, lo que implica la extensión de un sistema de difícil generalización para los pequeños accionistas. Las sociedades en ocasiones tratan de crear una clave de acceso para cada accionista y en su página web imparten instrucciones para el ejercicio del derecho de voto por esta vía.

A estos problemas se unen los derivados del irregular funcionamiento de los medios empleados en la emisión del derecho de voto, que darán lugar a irregularidades que llevarán consigo frecuentemente a considerar inválidos esos votos ⁽³⁸⁾.

⁽³⁵⁾ Véase GONZÁLEZ CASTILLA, *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, pp. 534 y ss.; PERDICES HUETOS, *El libro registro de socios*, pp. 235 y ss.; RECALDE CASTELLS, “Los registros de accionistas creados por sociedades anónimas cotizadas”, pp. 2897 y ss.

⁽³⁶⁾ Véase ampliamente MUÑOZ PAREDES, *Nuevas tecnologías en el funcionamiento de las juntas generales*, pp. 162 y ss.

⁽³⁷⁾ ALCOVER GARAU, “Aproximación al régimen jurídico del voto electrónico”, p. 365.

⁽³⁸⁾ MUÑOZ PAREDES, *Nuevas tecnologías en el funcionamiento de las juntas generales*, pp. 218 y ss.

3. Referencia a la posibilidad de votaciones consultivas

El Código Unificado de la CNMV, al tiempo que recomienda el voto separado de cada acuerdo que forme parte del orden del día, dedica especial atención al régimen de las retribuciones de los miembros del consejo de administración, bajo el principio de transparencia de los diversos conceptos y con una información individualizada respecto a cada uno de los consejeros.

Siguiendo la sugerencia de la Recomendación europea de 14 de diciembre de 2004⁽³⁹⁾, recomienda someter con carácter consultivo a la junta general la política retributiva aprobada por el consejo de administración. No se trata de someter esa política a un acuerdo de la junta, sino que se pretende solicitar una opinión de la misma. Como dice el Código Unificado, el voto consultivo “representa una innovación en nuestra práctica societaria y podrá dar pie a una posición de la junta general que, aunque no afecte a la validez de los compromisos retributivos de la sociedad, puede constituir un voto de confianza o censura a la gestión de los administradores”⁽⁴⁰⁾.

Esta propuesta, manifestación sin duda de un propósito de transparencia en una cuestión delicada como es la retribución de los administradores, implica por un lado la transformación de la junta general como un órgano interno decisorio mediante acuerdos, en un órgano consultivo, lo que en cierto modo pugna con su propia esencia. Sin embargo, el problema más relevante a nuestro juicio es que la propuesta del Código Unificado deja de lado el artículo 130.1 de la LSA cuando de forma clara dice que “La retribución de los administradores deberá ser fijada en los estatutos”⁽⁴¹⁾. Siendo esto así, y existiendo un régimen preciso que ha de seguir la junta para la reforma de los estatutos, es ciertamente extraño que en este punto la junta se transforme en órgano consultivo, en cuanto no entra, en principio, dentro de la competencia de la junta la fijación de la retribución, sino que para alterar el sistema previsto por los estatutos la junta deberá efectuar una modificación de los mismos. Ciertamente la práctica societaria trata de superponerse a este sistema, pero también es cierto que la jurisprudencia de la Sala 1.^a ha reiterado la ilicitud de tal práctica, en tanto en cuanto no

(39) Véase SÁNCHEZ-CALERO, J. y PUYOL, B., “La recomendación Europea en materia de retribución de administradores. Algunas reflexiones desde el ordenamiento español”, *RDBB* núm. 96 (2004), pp. 163 y ss.

(40) Código Unificado, p. 28.

(41) Véase sobre este punto SÁNCHEZ-CALERO, J. y PUYOL, B., “La recomendación europea en materia de retribución de administradores. Algunas reflexiones desde el ordenamiento español”, p. 209.

se altere nuestro ordenamiento, cuestión que en este punto parece no tener en cuenta la recomendación del Código Unificado⁽⁴²⁾.

4. Forma de votación en la junta

A) Determinación por los estatutos sobre la forma de adoptar los acuerdos

La LSA no indica con carácter general, la forma en que la junta general ha de adoptar sus acuerdos, problema que entraña por un lado la forma en que se ha de ejercitar la votación y por otro la determinación de la mayoría, o si se quiere los votos precisos para la adopción válida del acuerdo. Problemas a los que aludimos, con carácter general, que son en principio válidos para la sociedad cotizada en cuanto la LSA se remite a los estatutos. En efecto, el artículo 9, al indicar las menciones de los estatutos sociales, señala en la letra i) que una debe versar sobre “el modo de deliberar y adoptar sus acuerdos los órganos colegiados de la sociedad”, mención que se limita a reiterar el artículo 126.1 del RRM al exigir que los “estatutos deberán determinar el modo en que la junta general de accionistas deliberará y adoptará su acuerdos”.

Las cláusulas estatutarias de las sociedades cotizadas siguen normalmente esa falta de expresividad sobre la forma de “adoptar acuerdos”, limitándose, si es el caso, a determinar el quórum mayoritario preciso para alcanzar la mayoría. Sin embargo, en el caso de las sociedades cotizadas la obligatoriedad del reglamento de la junta sirve normalmente como instrumento básico para completar el modo en que la junta general deliberará y adoptará acuerdos.

La forma de la adopción del acuerdo se concreta en buena medida en la manera en que se ha de producir la votación. Se ha de partir de que es preciso, en este caso, como en cualquier otra modalidad de sociedad anónima, la necesaria exteriorización del voto que, como sabemos, es una declaración de vo-

(42) Véase, entre otras, la cuidada STS de 21 de abril 2005 (RJ 2005, 4132) que declara “Es contrario al artículo 130 convenir una indemnización a favor del consejero para el supuesto de que sea cesado [Sentencia del Tribunal Supremo de 30 de diciembre de 1992 (RJ 1992, 10570)]. Es decir, el demandante, por voluntad propia al firmar el contrato, consintió su integración en el órgano de dirección y de representación de la sociedad, por lo que ha de aplicarse necesariamente la normativa de este tipo de personas jurídicas, que no puede quedar sin efecto por la vía de pactos contractuales. Y no puede alcanzar eficacia por la indeterminada remisión que en el presente caso se hace al consejo de administración en los estatutos de la sociedad demandada. Por todo lo expuesto, los motivos tienen que ser estimados en su argumentación fundamental, toda vez que el contrato del que se derivan las pretensiones de la demanda se concluye con infracción manifiesta del artículo 130 de la Ley de Sociedades Anónimas”.

luntad que adquiere un reconocimiento objetivo y tiene una relevancia jurídica, en cuanto constituye parte del elemento final que pretende alcanzar el acto jurídico que es el acuerdo de la junta. El voto como tal requiere, como se ha dicho, una exteriorización que incluso puede ser un acto de omisión, como puede ser el quedarse sentado, si se pide que se pongan en pie los que votan a favor del acuerdo, o no levantar la mano cuando la forma de emisión del voto es ésta ⁽⁴³⁾.

La manifestación externa del voto es necesaria en cuanto se ha de saber que quien ha emitido el voto tiene la condición de accionista (bien directamente o por medio de representante), sin tener suspendido el ejercicio del derecho de voto (por cualquier razón que exprese la ley, en especial por la existencia de conflicto de intereses); también es necesaria para conocer el número de votos que posee e igualmente a los efectos de estar legitimado para la impugnación de los acuerdos anulables (art. 117.2). Razones por las que, en general los autores, estiman que no es válida la forma de votación secreta siempre que no sirva para poner de manifiesto los anteriores hechos.

B) La forma de votación en las sociedades cotizadas

La masificación de los accionistas dificulta el modo de ejercicio del derecho de voto en la junta. La concentración de poder en manos de determinados grupos y la técnica de las delegaciones de voto facilitan en parte superar esa masificación, aun cuando surgen problemas debido a la dificultad de la identificación del votante y de los votos que representa. A ello se ha de añadir el ejercicio del voto a distancia, en especial el realizado por medios telemáticos.

La práctica empleada por las sociedades cotizadas trata de solventar esas cuestiones, que se concretan en los reglamentos de la junta general. Con relación al voto a distancia, que presupone su autorización por los estatutos sociales, suele establecerse que ha de efectuarse una votación de forma anticipada, si bien es cierto que el artículo 97.5 nos dice que se ha de garantizar la identidad del sujeto y que en la convocatoria se han de describir los plazos, formas y modos de ejercicio que los administradores han de exponer en la convocatoria para permitir un ordenado desarrollo de la junta.

⁽⁴³⁾ Según dice SENA, *Il voto nella assemblea della società per azioni*, p. 421 “el asentimiento debe ser manifestado por ejemplo con el alzamiento de la mano, y el disentiimiento omitiendo tal gesto; se tendrá entonces por parte de quien tiene una actitud de omisión una manifestación de voluntad directa y explícita, porque se produce por medio de un signo que por convenio entre las partes sirve para hacer conocer un determinado contenido preceptivo”. Actos de omisión que son distintos que el de quien no asiste a la junta o asistiendo se abstiene de votar, ya que en esos casos no se emite el voto (p. 422).

Dejando al margen los votos a distancia, con relación a la votación en el seno de la reunión de la junta, sus reglamentos en ocasiones conceden al presidente la decisión sobre la forma de votar, pero en general se sigue el procedimiento, con algunas variedades, de la determinación del resultado de las votaciones mediante el *sistema de deducción negativa*. En uno de los reglamentos de una sociedad cotizada, y sobre la base de referirse a la votación de la propuesta de los asuntos que figuran en el orden del día, se aclara este sistema, aplicado por otras sociedades, diciendo que “a estos efectos se considerarán votos a favor los correspondientes a todas las acciones presentes y representadas, deducidos los votos correspondientes a las acciones cuyos titulares o representantes manifiesten que votan en contra, votan en blanco o se abstienen, mediante la comunicación o expresión de su voto o abstención al Notario para su constancia en acta” (44).

El sistema empleado que ofrece por su simplicidad la ventaja de la rapidez en la votación, no deja de tener, a nuestro juicio, algunas dificultades para su validez que estimamos deben ser meditadas con la finalidad de superarlas.

En primer lugar, se sustituye el ejercicio del derecho de voto como declaración de voluntad individual por una especie de voto colectivo para el que se estima suficiente que algunas voces de los asistentes, no de todos, manifiesten un sí que por su autoría puede estimarse como confuso. En segundo término, porque dada la evolución que ha tenido la junta general en el sentido de no ser una reunión exclusiva de socios —como hacía el Código de comercio derogado— sino una reunión mixta de socios y otros que no lo son (representantes de los medios de comunicación, empleados, personas conocidas por los administradores etc.), ese voto plural confuso no se sabe si lo han manifestado los socios o los no socios. En tercer lugar, es frecuente en las juntas generales de las sociedades cotizadas que entregada la tarjeta de asistencia a los servicios que se encuentran en el ingreso del local y habiendo recibido un obsequio o los documentos que informan de los asuntos de la junta (v.gr. las cuentas anuales), los socios se ausenten de forma inmediata, o bien un poco más tarde una vez que han oído el discurso del presidente o del consejero delegado, de forma que la lista de asistentes no coincide con la lista de presentes en el momento de la reunión. En cuarto lugar, que dentro de la lista de asistentes pueden existir personas que estén incursas en un conflicto de intereses respecto a algunos asuntos de manera que con relación a ciertos acuerdos no pueden votar (v.gr. quienes hayan solicitado representación pública, respecto a los asuntos indica-

(44) Artículo 20.2 (i) del Reglamento del Banco Santander Central Hispano. Véase, entre otros, los modos de adopción de los acuerdos, con formulaciones no coincidentes en los detalles, en los reglamentos de la junta general de CEPISA (art. 26), ENDESA (art. 33); FERROVIAL (art. 23); IBERDOLA (art. 24); IBERIA (art. 25), y TELEFÓNICA (art. 21).

dos en el artículo 112 de la LMV). Por último, que debiendo ser el voto un acto absolutamente libre del accionista (o su representante) la exigencia de que desplace quien quiere votar en contra o abstenerse hasta donde está situado el Notario, implica en cierto modo una coacción respecto al accionista⁽⁴⁵⁾.

Ante las objeciones expuestas puede alegarse que el sistema es eficaz y sencillo, y que resulta difícil articular otro que pueda superar las dificultades de la masa de accionistas, e implica la ventaja de que la votación dura pocos minutos, y que lleva consigo que prácticamente las juntas generales de las sociedades cotizadas aprueben siempre los acuerdos presentados por el consejo de administración⁽⁴⁶⁾. No obstante, y aun cuando hay una libertad amplia en cuanto al modo o la forma del ejercicio del derecho de voto parece claro que la manifestación de voluntad en que se concreta ese ejercicio ha de vincularse necesariamente al accionista. Puede indicarse que el socio bien de forma directa o por medio de representante ha de manifestar esa voluntad y en ese sentido ha de imputarse individualmente al socio el ejercicio del derecho de voto. No es admisible un voto en que quede indeterminado si ha sido emitido por un socio o su representante o por una persona que no está legitimada para hacerlo. De ahí la necesidad de un cierto control o, al menos una cierta garantía, de la vinculación del voto con el accionista. La Ley confiere al titular legítimo de la acción el derecho a “votar en las juntas generales” [letra c) del art. 48.2 de la LSA], y la ley en diversos artículos nos muestra que el ejercicio del derecho de voto se imputa a un accionista, en cuanto su ejercicio es individual. A estos efectos es especialmente expresivo que al admitir el voto a distancia por diversos medios, la condición que exige la ley es que “se garantice debidamente la identidad del sujeto que ejerce su derecho de voto” (art. 105.4). Aun cuando en la vida de las grandes sociedades estamos lejos del ideal de la pureza democrática del ejercicio del derecho de voto, parece que no debiera admitirse el ejercicio confuso por la masa de los asistentes a la sesión como manifestación de todos y cada uno

(45) Un artículo ciertamente extraño puede leerse en el reglamento de ABERTIS, que presume como regla general que todo socio que se ausenta de la reunión antes de la votación, sin dejar constancia de su abandono, su voto es favorable a las propuestas del consejo; pero más sorprendente es que se consideran también votos favorables a las propuestas del consejo los votos correspondientes a las acciones de los concurrentes a la sesión, salvo que hayan hecho constar ante el notario (o en su caso el secretario) su voto en contra; por el contrario si se trata de asuntos propuestos por la minoría se entiende que los votos de los asistentes son contrarios a esas propuestas, salvo que hayan hecho constar lo contrario al notario (o en su caso, al secretario). Véase art. 19. Conforme indica la página web de la CNMV este reglamento fue inscrito en el Registro Mercantil el 3 de agosto de 2004.

(46) Véase, entre otros, SAN SEBASTIAN FLECHOSO, *El gobierno de las sociedades cotizadas*, pp. 170 y ss.; TAPIA HERMIDA, “La junta general de accionistas de la sociedad anónima cotizada”, p. 2944.

de los que forman esa masa, como sucede en los reglamentos de la junta que admiten el voto por asentimiento o por aclamación.

El funcionamiento de la junta al exigir para la obtención de la mayoría determinados quórum no siempre son los mismos, requieren el recuento de los votos. La LSA aun partiendo de quórum de asistencia viene a determinar esas mayorías (véanse, de modo principal, los arts. 102 y 103). La Propuesta de Directiva comunitaria sobre ejercicio de los derechos de voto desea establecer para las sociedades cotizadas la necesidad de una información por parte de la sociedad en la página *web* de los resultados de las votaciones sobre cada resolución presentada en la junta general, exigiendo que los resultados de la votación incluyan con relación a cada acuerdo que adopte la junta general, el detalle, al menos, del número de acciones respecto a las cuales haya tenido la votación y los porcentaje de votos a favor y en contra de cada resolución (art. 15)⁽⁴⁷⁾.

Tradicionalmente en estas sociedades el cómputo de los votos —aun presuponiendo que representaban la mayoría, tratándose de sociedades cotizadas con capital concentrado, como acontece entre nosotros— era en la práctica imposible, de ahí las costumbres difundidas para ese cómputo de los resultados de la votación que reflejan en los reglamentos de la junta general. Ahora bien, el hecho de que el control de la titularidad de las acciones dependa en la actualidad de un sistema contable, unido a los modernos medios técnicos para el ejercicio del derecho de voto por parte de los asistentes a la junta general, permite pensar que en el futuro podrán alcanzarse procedimientos para el cómputo preciso de los votos de los asistentes a la junta. El progreso en este campo nos parece que difícilmente se alcanzará por la autorregulación en cuanto el peso de la tradición y la defensa de los intereses creados lo harán difícil. Pero es posible que, tras la formulación por parte del Derecho de sociedades del principio de depurar el resultado de las votaciones respecto a cada uno de los asuntos que consten en el orden del día (ya sean los propuestos por los administradores, ya los añadidos a petición de la minoría tal como exige la propuesta de Directiva comunitaria sobre esta materia)⁽⁴⁸⁾, surja una regulación reglamentaria en la

(47) La Propuesta de Directiva comunitaria sobre ejercicio de los derechos de voto a los efectos de la información del resultado de la votación, se indica en la Exposición de motivos de la Propuesta, que no es suficiente que se ofrezca esa información en la propia junta general, sino que debe realizarse de modo que la conozcan los accionistas que no asistan a la reunión de la junta.

(48) El Código Unificado recomienda igualmente la votación separada de los asuntos “de manera que los accionistas puedan matizar el ejercicio de su derecho y pronunciarse separadamente sobre cada propuesta. Esta preocupación (añade la recomendación) se manifiesta de modo especial en el nombramiento de los consejeros, pues se trata de que los accionistas puedan valorarlos y votarlos uno por uno, sin someterse a una ‘lista cerrada’” (recomendación 4.^a).

que se precise el uso por las sociedades de medios electrónicos que permitan la lectura de la tarjetas de asistencia en poder de los accionistas o sus representantes, preparadas para manifestar el voto en sentido positivo o negativo. Votación que, con las necesarias garantías relativas a quien emite el voto, podría realizarse por ejemplo bien al finalizar la sesión de la junta, reunida a una hora relativamente temprana, o mediante la prórroga de la misma en la tarde en que se haya celebrado la sesión, o con otra organización de las reuniones de la junta. Con ello, parece claro que se reforzaría, si se quiere, la función de la junta general al recuperar el derecho de voto su carácter individual y al determinar con precisión los votos que aprueban los acuerdos⁽⁴⁹⁾.

V. ACTA DE LA JUNTA GENERAL

No existen especialidades con relación a la documentación de la celebración de la junta. Los reglamentos de la junta general de las sociedades cotizadas suelen contener un artículo en el que hacen referencia a los dos procedimientos de redacción del acta, es decir, bien por el secretario de la junta o bien por el notario, si bien con frecuencia establecen que el acta será notarial.

Con anterioridad a la aprobación del texto refundido de la LSA, que como se sabe no hacía referencia al acta notarial, era frecuente que al finalizar la reunión el presidente advirtiera a la junta que por el secretario se había ido tomando nota de lo sucedido en la reunión (y con frecuencia el secretario llevaba preparado un borrador del acta) y que estaba en condiciones de leer el acta para su aprobación, o se daba por leída, posibilidad que era aceptada en general por la asamblea. En los supuestos en los que un grupo de accionistas hubiera mostrado su disconformidad con el consejo de administración durante la reunión o al final de la misma, se acudía al procedimiento de la designación de dos interventores para la aprobación del acta en la forma prevista por el artículo 113 de la Ley, tras lo cual el presidente levantaba la sesión.

Desde la aprobación del texto refundido de la LSA, es habitual en las juntas generales de las sociedades cotizadas, que el acta sea notarial y redactada

(49) Un sistema especial, se sigue en la mencionada Propuesta de Directiva en su artículo 14, bajo el epígrafe de “recuento de votos”, al decir que “a efectos de recuento de votos, se tendrán en cuenta todos los votos emitidos en relación con cualquier resolución presentada en la junta general”. La exposición de motivos de la Propuesta, al referirse a este artículo, dice que en él se “establece que todos los votos para cualquier resolución deben tenerse en cuenta en el recuento de votos. Esto es importante para asegurarse que los resultados de la votación hagan que los deseos expresados por los accionistas sean completamente transparentes. También resulta necesario para los inversores que necesitan tener garantías de que sus votos son tenidos en cuenta por la sociedad”.

de acuerdo con lo previsto en los artículos 101 y 102 del RRM. Acta que ofrece, debido a las garantías propias de la intervención del notario, que sea innecesario el acto de su aprobación de acuerdo con lo establecido en el artículo 103 del RRM, que prevé su inscripción en el libro de actas de la sociedad.

La *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles* establece la necesidad de que el acta de la junta general de las sociedades cotizadas sea siempre notarial, declarando que los acuerdos sólo serán eficaces si constan en acta notarial (art. 392)⁽⁵⁰⁾, lo que, en todo caso, supone una modificación importante sobre el régimen de la junta general de las sociedades cotizadas.

⁽⁵⁰⁾ También prevé ese artículo en su apartado segundo que el notario deberá entregar copia del acta a la sociedad dentro de los quince días siguientes al de la finalización de la junta. Establece además que sólo están legitimados para pedir el acta notarial de la junta las personas legitimadas para impugnar el acuerdo.

EL IMPACTO DE LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS DE LA COMUNICACIÓN SOBRE LA CONVOCATORIA Y LA INFORMACIÓN ANTE LA JUNTA GENERAL DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS (*)

M.^a TERESA MARTÍNEZ MARTÍNEZ

*Profesora Titular de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid*

SUMARIO

- I. PRELIMINAR: EL RÁPIDO PROCESO DE ADMISIÓN NORMATIVA DE LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS EN EL ÁMBITO SOCIETARIO.
- II. ALGUNOS INTERROGANTES PENDIENTES: LA IDENTIFICACIÓN DE LOS ACCIONISTAS, LA ADECUADA FORMACIÓN DE LA VOLUNTAD COLEGIAL Y LA ASIMILACIÓN DE LA PRESENCIA VIRTUAL CON LA FÍSICA EN LOS SUPUESTOS DE VOTO, REPRESENTACIÓN A DISTANCIA O ASISTENCIA REMOTA.

(*) El presente trabajo transcribe, en lo sustancial, el contenido de la ponencia expuesta en la Jornada sobre la Junta general de las sociedades cotizadas celebrada en la Universidad Complutense de Madrid el día 6 de abril de 2006. He querido respetar su formato original con todas las limitaciones que comporta (brevedad, concisión, ausencia de citas doctrinales) para permitir que el lector se haga una idea del contenido y del nivel de un acto que responde, creo, a una iniciativa y esfuerzo encomiables por parte de sus organizadores, patrocinadores y asistentes (ponentes y público, básicamente del Departamento de Derecho Mercantil de la citada Universidad). Sólo deseo reiterar mi sincero agradecimiento al profesor don Juan Sánchez-Calero, verdadero impulsor del acto, por haberme invitado a participar entre tan ilustres ponentes, y desear que no decaiga su entusiasmo por hacer de la Universidad un foro, plural y autorizado, para debatir temas jurídicos candentes. Ojalá que iniciativas como éstas puedan seguir haciéndose efectivas en el futuro.

III. EL EMPLEO DE INTERNET EN LA PUBLICIDAD DE LA CONVOCATORIA Y LA INFORMACIÓN ANTE LA JUNTA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS.

1. **Planteamiento.**
2. **La divulgación de la convocatoria y de las propuestas sobre el orden del día.**
3. **La información documental preparatoria de los acuerdos de la Junta.**
4. **Las explicaciones pertinentes sobre el ejercicio de los derechos de voto, representación e información en la Junta.**

IV. CONCLUSIÓN.

I. PRELIMINAR: EL RÁPIDO PROCESO DE ADMISIÓN NORMATIVA DE LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS EN EL ÁMBITO SOCIETARIO

Actualmente resulta ya un tópico, y no muy nuevo —en estos tiempos de sucesión acelerada de posibilidades y propuestas—, referirse a la necesidad de aprovechar las nuevas tecnologías de la comunicación, para activar al accionariado y revitalizar las Juntas generales de las sociedades cotizadas. En nuestro país, los cambios han sido espectaculares en muy pocos años. Basta recordar cómo VICENT CHULIÁ y FERNÁNDEZ DEL POZO, tan cerca en el tiempo como en el año 2000, iniciaban su conocida y pionera aproximación al tema de “*Internet y Derecho de sociedades*”, expresando la frustración que producía la falta de una regulación específicamente societaria del fenómeno. Esta ausencia de previsión o amparo normativo contrastaba ya abiertamente, para aquel entonces, con el uso que muchas sociedades (en particular, pero no sólo, del sector bancario) hacían de Internet con fines publicitarios y de relación con la clientela.

En el ámbito europeo, el segundo *Informe Winter* (especialmente en sus capítulos II y III, referidos, respectivamente, a la Transparencia y a los Accionistas) no tardaría en pronunciarse extensamente acerca de las ventajas —y conviene no olvidarlo, también de los riesgos previsibles y de las cautelas necesarias— del empleo de Internet con miras a una deseable revitalización de las Juntas generales que ya se situaba (en lo que podríamos llamar la era post-ENRON) en el centro de la nueva oleada de propuestas en el debate sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas. Las consideraciones de este *Informe* se retomaron en el programa de actuación comunitaria respecto al Derecho de sociedades (el *Plan de acción* de 21-5-2003), y se han manifestado en medidas concretas como la Directiva 2004/109/CE, de 15 de diciembre de 2004, que pretende uniformizar los requisitos de transparencia que se exigen a los emiso-

res de valores cotizados en la Unión Europea (Directiva de Transparencia, que habrá que incorporar antes del 1 de enero de 2007), y la más reciente Propuesta de Directiva sobre el ejercicio de los derechos en las Juntas generales de sociedades cotizadas presentada el 5 de enero de 2006. Esta propuesta, bajo el pretexto de atender específicamente a los delicados problemas que plantea el llamado “voto transfronterizo”, aborda una regulación bastante completa y hasta en algunos extremos ambiciosa, de la convocatoria y del ejercicio de los derechos de los accionistas en las Juntas generales: derecho a complementar la convocatoria (añadiendo nuevos puntos al orden del día, o nuevas propuestas de acuerdo), a asistir (en su caso, mediante medios electrónicos), a plantear preguntas, a votar mediante representante y a distancia.

Bajo la influencia del *Informe Winter*, en España el *Informe Aldama* insistía en la necesidad de potenciar la transparencia de las sociedades cotizadas con ocasión de las Juntas generales y remover los obstáculos para la participación en ellas de los accionistas [pueden verse, especialmente, los apartados II.2.1.e) y 2.2, dentro del capítulo dedicado a la Transparencia, y el IV.1, respecto a la Junta general de accionistas]. Las medidas más significativas propuestas en este *Informe* (como la página web de las sociedades cotizadas, el reglamento de las Juntas generales, el Informe anual de Gobierno corporativo), son el antecedente inmediato de las muchas de las novedades de la Ley 26/2003, de 17 de julio, conocida como Ley de Transparencia, que también incorporó ciertas disposiciones de la Propuesta de Código de Sociedades mercantiles: en particular, respecto al contenido del derecho de información en sentido estricto (derecho a hacer preguntas respecto a cualquier asunto del orden del día de una Junta general) y a la admisión del voto a distancia (en su caso, mediante correspondencia electrónica). Y ha sido la Ley de Transparencia la que ha iniciado el proceso regulatorio imprescindible para que el empleo de las nuevas tecnologías en la preparación y celebración de las Juntas salga del limbo de incertidumbres en el que anteriormente lo situaba su desconocimiento por la normativa societaria. Los desarrollos reglamentarios de esta ley (Orden del Ministerio de Economía, ECO/3722/2003, de 26 de diciembre; Circular 1/2004, de la CNMV, de 17 de marzo), y más recientemente, la reforma del art. 97 LSA a través de la disposición final primera de la Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la Sociedad Anónima Europea domiciliada en España, han hecho precisiones imprescindibles y avanzado en la progresiva asimilación jurídica de la escalada tecnológica: el último paso ha sido legitimar la “participación virtual” o remota de los accionistas simultánea a la sesión de los accionistas (nuevo &5 del art. 97 LSA), a la que luego me referiré.

II. ALGUNOS INTERROGANTES PENDIENTES:
LA IDENTIFICACIÓN DE LOS ACCIONISTAS, LA ADECUADA
FORMACIÓN DE LA VOLUNTAD COLEGIAL Y LA ASIMILACIÓN
DE LA PRESENCIA VIRTUAL CON LA FÍSICA EN LOS
SUPUESTOS DE VOTO, REPRESENTACIÓN A DISTANCIA
O ASISTENCIA REMOTA

Como puede observarse, los cambios han sido notables en muy poco tiempo, y con todo, hay que decir que estamos todavía en el comienzo de un proceso. No se trata ya de un proceso de implantación de las nuevas tecnologías ni de respaldar normativamente su empleo, pero sí de depurar los mecanismos que hacen jurídicamente admisible este respaldo. Porque el problema, superada ya la primera fase de incertidumbre acerca de la licitud del empleo de las nuevas tecnologías en el ámbito societario, es proporcionar garantías satisfactorias de que las evidentes ventajas de su efectiva implantación para el cumplimiento de los deberes de transparencia y para favorecer la participación del accionariado en las sociedades cotizadas, no se haga a costa de unas mínimas exigencias de seguridad jurídica. Son muchos los interrogantes que hoy están abiertos, de entre los que me limitaré a destacar algunos de los que me parecen más importantes:

1. Cuáles son los mecanismos o dispositivos que garantizan la “*debida identificación*” de los accionistas que emplean recursos tecnológicos para participar en las Juntas generales. Lejos de ser una cuestión teórica, tal identificación suficiente o satisfactoria condiciona, conforme a las disposiciones de la Ley de Sociedades Anónimas, la admisión o licitud del voto o de la representación otorgada a distancia y de la participación remota en las Juntas generales —arts. 97.5, 105.4 y 106.2 LSA—. Conforme a un planteamiento menos apegado a la letra de la ley, se hace preciso garantizar no sólo la identidad del accionista que ejercita sus derechos en la Junta mediante un procedimiento telemático de comunicación, sino también la integridad y autenticidad de ésta. Parece evidente que no todos los recursos existentes para las comunicaciones telemáticas ofrecen las mismas garantías, y sin embargo, ante la imprecisión de la ley, no faltan en la práctica reciente convocatorias de Juntas generales en las que se admiten, para solicitar información, votar y hacerse representar en la Junta, procedimientos tan diferentes como el correo electrónico, el fax, la llamada telefónica y el mensaje de texto. A este respecto, puede mencionarse como ejemplo paradigmático, y se me permitirá por ello que lo emplee reiteradamente, la convocatoria para la Junta general ordinaria de BANKINTER, S.A. del ejercicio 2006;

2. Un segundo problema, del que no se ha hecho en general cuestión en España (sí en países con una reflexión normativa tan ponderada como Alemania), versaría sobre cómo insertar en el mecanismo de decisión colegial entre los accionistas asistentes a la Junta (un ideal, todo lo impracticable que se quiera, pero que plantea las condiciones óptimas para la adopción de un acuerdo), las intervenciones producidas al margen de la sesión: y me estoy refiriendo a los votos a distancia enviados antes de comenzar la reunión de la Junta, y que lógicamente no pueden computarse respecto a propuestas que no coincidan con las que se divulgaron con la convocatoria, pero hayan sido finalmente objeto de acuerdo en la Junta;
3. Atendiendo a la cronología normativa, el último de los interrogantes sería cómo progresar en la equiparación del asistente remoto a la Junta con el físicamente presente. El nuevo art. 97.5 de la LSA, tras la reforma de este precepto por la Ley sobre la SAE domiciliada en España, legitima la asistencia telemática a la Junta de cualquier sociedad anónima (y no sólo de las cotizadas) cuyos estatutos la admitan. Asistencia telemática, que no mero voto a distancia, y por tanto, asistencia simultánea pero mediante conexión distante e “interactiva” —no se trata simplemente de oír y/o ver la retransmisión de la Junta, sino de participar en ella como legitimado para asistir, de manera que el teleasistente pueda dar a conocer su intervención a los físicamente presentes (y viceversa) contribuyendo a la formación de la voluntad colegial. Paradójicamente, siendo este el objetivo (propiciar el trasunto tecnológico de la reunión física), la ley permite que a través de los estatutos y de los acuerdos del Consejo expresados en la convocatoria de cada Junta, se restrinjan sustancialmente las condiciones en las que se producirán las intervenciones de los accionistas distantes durante la sesión. El posible resultado es que el “teleasistente” podría verse impedido de hacer uso de la palabra, plantear propuestas, y obtener información durante la propia Junta (puede determinarse que las intervenciones y propuestas se produzcan antes de la sesión, y la obtención de informaciones, tras concluirse la misma).

La paradoja que plantea el art. 97.5 LSA ilustra bien, creo, la necesidad de ponderar cuidadosamente la admisión normativa de procedimientos y recursos tecnológicos, cuando se está lejos de garantizar la equiparación funcional con los mecanismos convencionales. No hay que perder de vista que está en juego la validez en la convocatoria y celebración de las Juntas generales, y no se trata de que la teórica ampliación de posibilidades de participación —no muy atractivas, si como propicia el art. 97.5 LSA, acaban haciendo más complejo e ineficaz el proceso de intervención e información en la Junta—, se haga al precio de

una mayor litigiosidad o simplemente descrédito por la multiplicación de supuestos de Juntas sospechosamente irregulares.

En cualquier caso, el empleo de las nuevas tecnologías para la preparación y desarrollo de las Juntas generales de las sociedades cotizadas ha dejado de ser un tema teórico. Claramente hemos superado el —hasta cierto punto cómodo— plano de las exhortaciones a la autorregulación de las sociedades cotizadas o a la intervención del legislador. De hecho, en numerosas convocatorias de Juntas generales de los últimos ejercicios, se determinan las condiciones para el acceso telemático a la tarjeta de asistencia y para el ejercicio del derecho de información, voto y representación mediante medios de comunicación distintos del correo convencional (y habitualmente, con empleo de formularios electrónicos para votar y delegar el voto); tampoco faltan previsiones respecto a la retransmisión de las Juntas e incluso —más aisladas, y raramente efectivas— acerca de la interconexión de distintos locales a la sede física de la misma propiciando la intervención de asistentes remotos (normalmente, mediante videoconferencia). Los recursos son variados y también lo son las cautelas para hacer frente a los problemas jurídicos que he tratado de esbozar y que, insisto, no son irrelevantes, ya que ponen en juego la validez de la celebración de la Junta y de sus acuerdos.

Como mecanismo para la adecuada identificación del accionista que ejerce sus derechos por correo electrónico, está muy extendida la exigencia de firma electrónica reconocida y concretamente, la que expide la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre. Hay que decir que este organismo público, que por razones no del todo comprensibles (no, al menos, a la vista de la regulación legal de la firma electrónica) está tendiendo a monopolizar *de facto* la expedición de certificados para la asignación de aquellas firmas, facilita su obtención mediante solicitud a través de una página web muy comprensible. En alguna convocatoria de Juntas generales de sociedades cotizadas (como la última de IBERDROLA, SA, por ejemplo), se incluye un enlace directo a esta página con el fin de agilizar, desde la publicación de la convocatoria, el proceso de identificación y ejercicio de sus derechos, por parte de los accionistas que deseen solicitar información, votar o hacerse representar mediante el correo electrónico. Sin duda, la reciente ampliación a un mes del plazo mínimo entre la convocatoria y la celebración de la Junta, conforme al reformado art. 97.1 LSA, favorece este resultado, impracticable sin un intervalo temporal suficiente. Otras veces se considera que para identificar al accionista, basta el empleo de claves o códigos de identificación que se le han enviado con la tarjeta de asistencia, o bien, cuando el accionista es, además, cliente de la sociedad, su clave para la contratación telemática de servicios (así, para la Junta general ordinaria del ejercicio 2006 de BANKINTER, SA).

Respecto al voto emitido mediante recursos telemáticos, hay que decir que en línea con lo que sugiere —más que afirma— el art. 105.4 LSA, cuando exige considerar “*como presentes*” a efectos de la constitución de la Junta a quienes ejerciten el voto a distancia, lo más extendido en la práctica es permitir el voto electrónico siempre que se reciba por la sociedad antes de la constitución de la Junta —no durante su transcurso—. No faltan previsiones que asumen las incertidumbres jurídicas que plantean tanto la identificación de los accionistas y la autenticación de sus mensajes (sobre todo cuando se admiten medios diferentes al empleo de la firma electrónica reconocida), como el recuento de los votos a distancia en función de las propuestas finalmente aprobadas. Así, con ocasión de la última Junta general ordinaria de BANKINTER, SA, en su web se informaba de que el Consejo de administración podría verificar *a posteriori* la admisibilidad de los votos emitidos o delegados por medios telemáticos. Hay también previsiones que limitan el sentido posible del voto en función del medio de comunicación empleado, como las que figuran en el documento que nuevamente BANKINTER, SA, publicó en su página web en marzo del 2006, para dar a conocer el procedimiento de participación en la Junta general ordinaria de este ejercicio: por ejemplo, el voto sólo podría ser favorable a las propuestas de acuerdo divulgadas con la convocatoria (y redactadas, obviamente, por el Consejo de administración), si el accionista no es cliente y opta por votar mediante mensaje SMS. Como podemos comprobar, el abanico de posibilidades se ha abierto seguramente antes de que nuestras ideas jurídicas nos permitan avanzar con seguridad, y el reto que se nos plantea es acompañar estas ideas a aquellas posibilidades.

III. EL EMPLEO DE INTERNET EN LA PUBLICIDAD DE LA CONVOCATORIA Y LA INFORMACIÓN ANTE LA JUNTA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

1. Planteamiento

Como se puede deducir del rápido repaso hecho hasta ahora, el empleo de las nuevas tecnologías en el ámbito societario configura un amplio temario, del que se hace preciso, a poco que pretendamos profundizar, seleccionar algún aspecto. En esta ocasión, me propongo discurrir sobre uno de los temas que plantea menores incertidumbres jurídicas y ofrece resultados más perceptibles. Me refiero al impacto de Internet sobre la convocatoria y la información ante la Junta, tema de perfiles limitados, pero en absoluto, creo, un tema menor.

La historia, aunque reciente, es bien conocida. Tanto el *Informe Winter* como el *Informe Aldama* recomendaron el empleo de portales corporativos en Internet como plataforma para que las sociedades cotizadas se comunicasen con sus accionistas y publicaran la información de interés para los inversores. La

idea fue implantada en España a través del art. 117 de la Ley del Mercado de Valores, introducido por la Ley de Transparencia, que hace de la página web un instrumento informativo específico del estatuto jurídico de las sociedades cotizadas (sin excluir su empleo facultativo por otras sociedades). La obligatoriedad de una página web (art. 117.2) se incardina en la más amplia exigencia de que estas sociedades utilicen “cualquier medio técnico, telemático o informático” (art. 117.1) para cumplir con las obligaciones de información a que las somete la LSA. Más concretamente, la web debería servir para un doble cometido, societario y de cumplimiento de la disciplina de los mercados: atender el ejercicio, por parte de los accionistas, del derecho de información, y difundir la información relevante conforme al art. 82 LMV.

El art. 117 LMV viene bajo rúbrica “De los instrumentos de información”. Esta rúbrica expresa el planteamiento de la Ley de Transparencia, conforme al cual la página web cumpliría la función, importante pero instrumental, de servir de nuevo cauce de acceso a la información relevante para accionistas e inversores. Otras normas de la propia Ley fijaban nuevas concreciones sustanciales del deber de transparencia, en particular las que se refieren a la publicidad de los pactos parasociales y del informe anual de gobierno corporativo. Éstos deben publicarse como hechos relevantes (arts. 112.2, segundo párrafo y 116.3 LMV), y de ahí su necesaria inserción en la web corporativa (con carácter general, conforme al art. 82.3 LMV). Por lo demás, insisto que en el planteamiento legal la web tendría no tanto una función sustancial (en el sentido de incorporar nuevos contenidos informativos) como instrumental: añadir a los cauces de difusión que impone la normativa societaria y la del mercado de valores —Boletines y diarios, disponibilidad en el domicilio social de informaciones preparatorias de la Junta, registros y página web de la CNMV— un nuevo instrumento divulgativo que hiciera más accesible la información impuesta por las dos normativas. Sin embargo, me interesa destacar cómo a través del desarrollo reglamentario del contenido de la web, este nuevo instrumento informativo ha servido no sólo para mejorar la accesibilidad general a la información que ya proporcionaban las sociedades cotizadas a sus accionistas, abaratando costes de reproducción y envío postal de la documentación preparatoria de las Juntas, sino para ampliar sustancialmente los contenidos informativos. A efectos de la deseable revitalización de las Juntas generales, es particularmente trascendente la información proporcionada acerca de las Juntas que se van de celebrar.

Partamos de la base de que en las Juntas generales de las sociedades cotizadas, si algo importa no es tanto el acto en sí de la reunión —en general bien orquestado para evitar sorpresas desagradables y dar una imagen pública de solidez—, como el proceso que se inicia con la convocatoria de la Junta y que pone en marcha los mecanismos de envío de las tarjetas de asistencia, solicitudes de representación, y emisión, en su caso, del voto a distancia. De ahí la importancia de que este proceso se conduzca de manera transparente, que se

garantice la igualdad de oportunidades en el ejercicio de los derechos de los accionistas y sobre todo, que éstos puedan valorar y hacer efectivo su interés en asistir o votar, personalmente o haciéndose representar, con arreglo a su criterio y no al criterio del equipo directivo o del intermediario en la captación del voto. Pues bien, insisto en que a través del desarrollo reglamentario de los contenidos de la página web de las sociedades cotizadas, no muy precisados por la LMV, el nivel de la información preparatoria de las Juntas se ha elevado extraordinariamente, subsanándose sensibles carencias en la normativa de rango legal. Ciertamente, como pretendo mostrar, el panorama normativo dista de ser satisfactorio y atrae numerosas críticas, tanto desde el punto de vista de los contenidos (queda mucho que progresar en cuanto a la expresividad y oportunidad de la información disponible, en materia, por ejemplo, de retribución y de nombramiento de administradores), como atendiendo al rango insuficiente de las normas que regulan estas cuestiones (una Orden del Ministerio de Economía y una Circular de la CNMV) y su inadecuado enfoque (primordialmente, desde la óptica de la transparencia en los mercados y no de un correcto funcionamiento de los órganos sociales en interés de los accionistas).

La profusa y en general, importante información que deben proporcionar las sociedades cotizadas en su página web respecto de la próxima Junta general, es susceptible de dividirse en tres categorías básicas. En primer lugar, hay que destacar la publicidad del propio anuncio de convocatoria, que además de fijar el contenido de lo que va a debatirse en la próxima Junta, inicia el período a partir del cual los accionistas pueden ejercitar derechos como el de solicitar informaciones por escrito acerca del orden del día y seguramente (aunque la ley no lo explicita), el nuevo derecho de las minorías accionariales a insertar asuntos o propuestas a debatir. En segundo lugar, está el importante capítulo de las informaciones preparatorias de los acuerdos a adoptar, que los administradores deben hacer accesibles ahora no sólo en el domicilio social (como exige la LSA), sino también en la web. Este instrumento, además de facilitar el cumplimiento del deber societario de puesta a disposición de la documentación que precisan los accionistas para adoptar determinados acuerdos (aprobación de las cuentas anuales y modificación de los estatutos, en particular), favorece, mediante su archivo o impresión, su efectivo conocimiento por cada accionista, sin perjuicio de que conforme a los criterios que inspiran la ley en este punto (voluntariedad en el empleo de las nuevas tecnologías por parte de los socios y no sustitución de los recursos tradicionales por los nuevos), los accionistas conservan su derecho a solicitar la entrega o envío de la documentación en forma escrita o asimilable. En tercer lugar, la web debe contener toda la información necesaria para que los accionistas sepan cómo ejercitar sus derechos, y en particular, el procedimiento para solicitar información adicional sobre los asuntos del orden del día (conforme al art. 112 LSA), conferir representación para la Junta, y votar, y en su caso asistir (conforme al art. 97.5 LSA) a distancia.

2. La divulgación de la convocatoria y de las propuestas sobre el orden del día

Comenzando por la propia convocatoria de la Junta, no es preciso insistir en su importante función informativa, que a su vez condiciona el ámbito de determinación del órgano. El conocimiento de la convocatoria es el presupuesto para decantar el interés en asistir, participar y solicitar información sobre los asuntos a tratar en las Juntas. Tampoco es preciso pararse en las críticas a la insuficiencia de los mecanismos de divulgación que contiene la LSA (sobre todo, respecto al BORM), ni en la dificultad de precisar esa exigencia de que el orden del día exprese con claridad y concreción los asuntos a tratar en la Junta.

Paradójicamente, en un primer momento, el desarrollo reglamentario del contenido de la página web de las sociedades cotizadas (en la Orden ECO de 26-12-2003) no aclaró si el propio anuncio de convocatoria debía insertarse en ella, limitándose imprecisamente a exigir la inserción de “información sobre el orden del día” [cuarto.1.f)]. Fue la Circular 1/2004 CNMV la que explicitó que la web debía contener, en el apartado correspondiente al Gobierno Corporativo y respecto de las Juntas generales de accionistas, el texto íntegro de la convocatoria y del orden del día, y todo ello “desde la difusión del hecho relevante” (Anexo III, sobre la información a incluir por las sociedades cotizadas en su página web, apartado 16). Ciertamente, la Circular podría haber sido más clara: ni la ausencia de concreción de cuál es ese hecho relevante (respecto de las informaciones preparatorias de los acuerdos de la Junta se explicita, por ejemplo, que tal hecho es el de la convocatoria), ni la exigencia de que se mantenga accesible la convocatoria correspondiente a las Juntas celebradas durante “el ejercicio en curso y el anterior” (como si se tratase de información retrospectiva), acaban de aclarar lo que parece enteramente lógico, y es que se publique la convocatoria en la web con la antelación mínima que exige la LSA, y que actualmente, conforme al nuevo tenor de su art. 97, es de un mes. Estas previsiones, además de sus propias carencias, acusan el desenfoque global de la Ley de Transparencia cuando se empeña en abordar temas de claras implicaciones societarias, desde la óptica limitada de la disciplina de los mercados. Basta con preguntarse por las consecuencias jurídicas de la ausencia de publicación de la convocatoria en la web, y vemos que la única sanción expresa para la falta en ella de los contenidos informativos que exigen la LMV o sus normas de desarrollo, es la que corresponde a los incumplimientos por los emisores de valores —calificados, eso sí, como infracciones graves— del deber de comunicar información relevante [art. 100.m).bis]. La ley nada dice, sin embargo, del impacto de la falta de publicación en la web sobre la validez de las Juntas y los acuerdos adoptados en ella. En cualquier caso, la opinión que se ha generalizado y que expresa la práctica de las propias sociedades cotizadas, revela la

comprensión de que el anuncio de convocatoria debe publicarse en la web al tiempo que en la prensa y en el BORM.

Sin embargo, hay que decir que los mecanismos actuales de difusión de la convocatoria, incluyendo la página web de las sociedades cotizadas, no resultan satisfactorios, ni están en línea con el tenor actual de la propuesta de Directiva comunitaria sobre el ejercicio de los derechos de los accionistas en aquellas sociedades. En efecto, cualquier medio de conocimiento que no sea la comunicación personalizada de la convocatoria, exige siempre el despliegue por parte del accionista de cierta diligencia (tener que buscar en la prensa o en la web de cada sociedad emisora de sus acciones) que en la práctica puede dificultar el conocimiento, con una antelación razonable, de que se va a celebrar una Junta. A estos mecanismos de divulgación habría que sumar la comunicación o notificación por parte de la sociedad, bien directa y personalmente a los accionistas (no siempre sencilla, por los problemas que plantea el acceso inmediato al listado de accionistas de las sociedades cotizadas, y porque aquel listado no estará plenamente actualizado hasta los cinco días anteriores a la celebración de las Juntas), bien a través de los intermediarios en la captación del voto (entidades encargadas del registro de anotaciones en cuenta, inversores institucionales, asociaciones de accionistas, en su caso...). El art. 5 de la Propuesta de Directiva cuenta, más que regular, con la notificación de la convocatoria con una antelación mínima de 30 días naturales a la celebración de la Junta, y deja claro que dicha convocatoria deberá incluirse en el sitio de Internet con la misma antelación. El procedimiento de notificación, que en la práctica se emplea con la finalidad de captar votos mediante la solicitud pública de representación, debería generalizarse y producirse con la antelación que la ley exige para la publicación de la convocatoria.

La convocatoria incluye, conforme a las exigencias de la LSA, la indicación exacta del lugar y el momento de celebración de la Junta, y el orden del día. La misma ley se muestra imprecisa respecto a éste, que no parece ser otra cosa, conforme al art. 97, que la indicación de todos los asuntos que van a tratarse en la Junta, sin incluir el sentido preciso en el que sus autores se plantean someterlos a votación. Dicho más claramente: el punto del orden del día “aplicación del resultado” no informa de si se pretenden repartir dividendos o aumentar las reservas, ni siquiera de si el resultado del ejercicio es positivo o negativo. El punto “renovación del consejo” no indica a quiénes se propone remover, a qué consejeros cooptados se trata de reafirmar en su cargo, ni cuáles son los nuevos candidatos a ocupar puestos en el Consejo, y en qué concepto (consejeros ejecutivos, dominicales, independientes, etc.). Para conocer con precisión el alcance de las propuestas que se someten a los accionistas, no basta con expresar el orden del día, incluso en términos claros y precisos, sino que es necesario que los administradores —o en su caso, los accionistas autores del punto en cuestión— expliciten el tenor del acuerdo que tratan de ver aprobado.

Este planteamiento ya venía abriéndose paso en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas cuando exige, con respecto a determinados asuntos a debatir en la Junta, que la convocatoria sea particularmente explícita y que los accionistas puedan acceder, ejercitando su derecho de información, al texto literal o íntegro de la propuesta que se les va a someter. La expresión más clara se produce en el art. 144.1, que exige que cuando se proponga a la Junta general cualquier modificación de los estatutos se exprese en la convocatoria, con la debida claridad “los extremos que hayan de modificarse”, así como el derecho de cada accionista a examinar y a pedir la entrega o envío de “el texto íntegro de la modificación propuesta” (y que, para mejor información, deberá ir acompañada de un informe justificativo).

Pues bien, creo que la Orden ECO y la Circular que concretan los contenidos de la página web de las sociedades cotizadas, han dado un paso importantísimo en el sentido de generalizar esta exigencia al obligar a que figuren en la web “los textos completos de las propuestas de acuerdos a tomar”, sin más distinguos, desde la difusión del hecho relevante de la convocatoria de la Junta (Anexo III.17). Lo cual, por cierto, no parece haberse entendido correctamente por todas las sociedades cotizadas, como demuestra la no infrecuente previsión en los reglamentos de las Juntas, de que se insertarán en la web sólo las propuestas que conforme a la LSA deban ser de obligatoria comunicación, o bien todas pero reservándose el Consejo el derecho a retirarlas o modificarlas hasta el acto de la Junta. Con todo, hay que felicitarse del hecho de que actualmente, no pocas sociedades cotizadas hagan fácilmente accesibles a través de la web, en el apartado correspondiente a las Juntas generales bajo la rúbrica de información para accionistas e inversores, extensos documentos donde se informa explícitamente del contenido de todas las propuestas sometidas a la Junta y de su justificación, incluidas algunas (como las de renovación del consejo) que deberían venir ilustradas con datos sobre los candidatos y el proceso de elección, a pesar de no exigirlo la LSA. En todo caso, quienes dudan de la necesidad de dar a conocer con la convocatoria el texto íntegro de todos los acuerdos que se proponen a la Junta, dejarán de hacerlo si prospera la norma que así lo exige en la Propuesta de Directiva comunitaria sobre el ejercicio de los derechos de voto [art. 5.2.d)].

Una carencia que es posible destacar en el momento presente, consiste en que no se exija dar a conocer en la web de las sociedades cotizadas el complemento a la convocatoria que deben publicar los administradores, con los puntos del orden del día añadidos como consecuencia de la solicitud en este sentido de las minorías accionariales conforme al nuevo art. 97.3 LSA. Sin embargo, resulta evidente que eso que la ley llama el “complemento de la convocatoria” es una parte diferida de la misma, que queda sujeta, por tanto, a los mismos procedimientos divulgativos que la convocatoria original (incluida la oportuna inserción en la web tratándose de sociedades cotizadas). Por lo demás, hay mucho

que decir de los obstáculos que se oponen a la eficacia, en las sociedades cotizadas, de este derecho de los accionistas de minoría a añadir nuevos puntos del orden del día (o nuevas propuestas de acuerdo, en la línea que aclara la Directiva proyectada pero no nuestra ley). El más obvio es la dificultad de alcanzar en estas sociedades el porcentaje requerido (el 5 por 100 del capital social), que revela una vez más la desatención del legislador español a iniciativas reiteradas por nuestros autores y ya acogidas en Ordenamientos de nuestro entorno, como es la necesidad de establecer una escala de porcentajes decrecientes (en sentido inverso a la cifra de capital) para posibilitar el ejercicio de los derechos de minoría en las sociedades cotizadas. De cualquier forma, si prospera con su tenor actual la norma que contiene la Propuesta de Directiva comunitaria sobre el cómputo de la minoría necesaria para ejercitar el derecho a complementar la convocatoria, ésta puede no resultar tan difícil de agrupar en la práctica: el art. 6.2 exige que la minoría legitimada para añadir puntos al orden del día o para presentar proyectos de resolución en las Juntas generales, no rebase el valor más bajo entre el 5 por 100 del capital social del emisor “y un valor nominal de 10 millones de euros”.

Pero es que además, existe el problema de la insuficiencia del plazo para dar a conocer las propuestas de las minorías accionariales y recabar la adhesión de otros accionistas, de manera que el ejercicio de este derecho pueda dar lugar a grupos de oposición eficaces a las propuestas de los administradores. Para ello, además de que se necesitaría un plazo superior a los quince días de antelación a la Junta, que legalmente resulta suficiente para dar a conocer el complemento de la convocatoria (art. 97.3.2) habría que favorecer que los accionistas proponentes se diesen a conocer si así lo desean e invitasen a otros accionistas a contactar con ellos. Esta es, en definitiva, la finalidad del tan mencionado últimamente (y seguramente sobrevalorado) Foro de Accionistas de la versión electrónica del *Boletín Federal de Anuncios* regulado en la Ley de Acciones alemana tras la última reforma, y que los autores del Código Unificado de Buen gobierno (*Código Conthe*) han entendido ser una medida cuya incorporación en España valdría la pena considerar (*Informe del Grupo Especial de Trabajo, Anexo II, Recomendaciones al Gobierno*, 3). La información de que disponen los accionistas de las sociedades cotizadas acerca de otros accionistas del mismo emisor (comenzando con la propia identidad de los mismos), con miras a la celebración de las Juntas, es actualmente deficiente, y entiendo que no debería haber obstáculo en propiciar que con la divulgación del complemento de la convocatoria se diera a conocer la identidad de los proponentes y las direcciones para contactar con ellos.

3. La información documental preparatoria de los acuerdos de la Junta

El segundo gran apartado de la información que deben contener las web de las sociedades cotizadas acerca de las Juntas convocadas, se refiere a la documentación que la Ley de Sociedades Anónimas exige poner a disposición de los accionistas para ilustrar determinados asuntos. Esta exigencia tiene, como se sabe, un extraordinario relieve jurídico, porque en caso de no hallarse accesible dicha información desde la convocatoria o no proporcionarse un ejemplar del documento que la contiene al accionista que lo reclame, el acuerdo sobre dicho asunto resultaría nulo por violación del derecho de información de los socios. El objeto de este derecho (en su modalidad de “derecho al examen de información documental” preparatoria de la Junta, a la que ahora nos referimos) es una serie de documentos que los administradores deberán redactar cuando se planteen proponer a la Junta determinados acuerdos, cuya entrega o envío gratuitos pueden solicitar los socios desde la convocatoria [conforme a diversas disposiciones de la LSA, y concretamente, los arts. 212.2 y 144.1.c)], y que ahora los accionistas de sociedades cotizadas podrán además consultar, archivar o imprimir [necesariamente esto último: Norma 7.a).5, de la Circular 1/2004, de la CNMV] desde su publicación en la web: cuentas anuales y consolidadas, informes de auditores y expertos independientes, informe justificativo de una modificación estatutaria o acerca de la exclusión del derecho de suscripción preferente, proyecto de fusión, etc. La accesibilidad de esta información en la página web hay que entender que satisface el cumplimiento del deber societario de puesta a disposición; para la toma de conocimiento efectivo de la información, los accionistas siguen disponiendo de los recursos convencionales, previa solicitud de un ejemplar en la sede social o de envío a la dirección que designen. Así lo garantiza la Ley de Sociedades Anónimas y lo refrenda el art. 117.1 LMV, aludiendo, no muy rigurosamente, al derecho del accionista a recabar la información “de forma impresa”.

La web debe publicar también toda la información relevante conforme al art. 82 LMV (Anexo III.17, de la Circular 1/2004, de la CNMV). Conviene recordar que acerca de aquella que se haya hecho pública desde la última Junta general, y no sólo acerca de los asuntos del orden del día, los accionistas de las sociedades cotizadas pueden solicitar informes y aclaraciones o hacer preguntas por escrito (conforme a la tortuosa y reiterativa dicción del art. 112 LSA), desde la convocatoria de la Junta y hasta el séptimo día anterior a la misma, ejercitando su derecho de información “en sentido estricto”.

4. Las explicaciones pertinentes sobre el ejercicio de los derechos de voto, representación e información en la Junta

El tercer “bloque” de la información que deben contener las web de las sociedades cotizadas respecto de las Juntas generales convocadas, y el último que deseaba destacar, es el que se refiere a las explicaciones sobre los derechos que pueden ejercitar los accionistas y el procedimiento para hacerlo. Creo que se trata de una información cuyo carácter claramente instrumental no debe empañar su extraordinaria importancia. En efecto, y aunque parezca una simpleza decirlo —quizá porque remite a la figura, un tanto desvirtuada, del pequeño accionista desinformado pero no radicalmente apático y al viejo ideal de la democracia accionarial de amplia base— el primer obstáculo que hay que remover para que los accionistas se animen a ejercitar sus derechos, es la ignorancia respecto a los mismos. Tal vez no una ignorancia general, pero sí en cuestiones de detalle: cómo contactar con la sociedad, acerca de qué puedo preguntar, si me va a salir o no gratis, cómo podría votar si no quiero asistir, a quién favorece mi voto si lo delego. Esa ignorancia, y el desconcierto consiguiente del accionista, puede verse hoy agravada por lo que se refiere al empleo de los procedimientos telemáticos para ejercer los derechos de participación en la Junta.

Que hay que recordar a los accionistas la oportunidad de ejercitar sus derechos con ocasión de las Juntas, el procedimiento y el alcance de los mismos, es algo que ya venía reconociendo el legislador societario, cuando exige que la convocatoria haga mención explícita del derecho a consultar y solicitar el envío de informaciones documentales preparatorias de determinados acuerdos (como el de aplicación del resultado y el de modificación de los estatutos). Los desarrollos reglamentarios acerca del contenido de la web han ampliado sustancialmente esta óptica, en parte aplicando previsiones de la Directiva comunitaria de Transparencia (art. 17.2), y en parte anticipándose a la nueva Propuesta de Directiva sobre ejercicio del derecho de voto: conforme a ésta, más explícita y detallada que la primera, la notificación de la convocatoria a los accionistas o el sitio de Internet de la sociedad contendrán, al menos, información describiendo con claridad y exactitud los procedimientos que deben cumplir “y los medios disponibles por los cuales los accionistas pueden participar en la Junta general y emitir su voto”, así como “los formularios para el voto por correspondencia y mediante representación” [art. 5.2.b) y c) y 3.d)].

La página web de cada sociedad cotizada debe detallar, en primer lugar, los cauces de comunicación entre la sociedad y sus accionistas, dando las explicaciones pertinentes sobre cómo ejercitar el derecho de información e indicando las direcciones de correo postal y electrónico a que pueden dirigirse (Circular 1/2004, Anexo III, 15). En la práctica a esta información se añaden, a menudo, datos sobre horarios de atención y teléfonos de las oficinas o servicios de infor-

mación a los accionistas. Resulta evidente el claro riesgo de desbordamiento que el ejercicio del derecho de información puede plantear en las sociedades cotizadas, y que está dando lugar, en otros ámbitos, a la adopción de medidas *racionalizadoras* que tratan de atajar los posibles (y en Alemania, constatados) abusos. Así, en la última reforma alemana, conforme al § 131.3.7 de la *Aktien-gesetz*, y en la Propuesta de Directiva (art. 9.2), se exige a los administradores de dar respuestas singularizadas a las preguntas de los accionistas cuando la información correspondiente figure en un sitio bien visible de la web corporativa (bajo la rúbrica “respuestas a preguntas frecuentes” o similar). La norma alemana especifica que dicha información habrá de estar accesible desde los siete días anteriores y durante el transcurso de la Junta, mientras que la Propuesta de Directiva obliga, con buen criterio, a divulgar en la web las respuestas que los administradores proporcionen a las preguntas (orales en la propia Junta, por escrito o por medios electrónicos antes de ella) que planteen los accionistas. Por el momento, el legislador español no ha impuesto este posible uso de la web corporativa, para hacer efectiva la igualdad de trato informativa y facilitar el proceso de contestación a las múltiples preguntas que los accionistas pueden plantear antes de la Junta general. Valdría la pena que se lo plantease.

En segundo lugar, la web informará de los medios y procedimientos para conferir la representación en la Junta general. La Circular no especifica que deba facilitarse los accionistas un formulario de representación, aunque sí lo exige la propuesta de Directiva, y se incluye en la aplicación informática que presentó el Ministerio de Economía (desarrollada por INDRA, SA, y la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre) y que, concebida para votar a distancia y delegar el voto en las sociedades cotizadas, ha sido adoptada por muchas de ellas. La web debe informar, por último, de los medios y procedimientos para votar a distancia, y aquí la Circular sí especifica que habrá que incluir los formularios para acreditar la asistencia y el ejercicio del voto por medios telemáticos (Anexo III, 16 y 19). Toda esta información deberá referirse a cada Junta en concreto, estar disponible en la web desde la difusión del hecho relevante de la convocatoria de la Junta, y mantenerse, al menos, hasta su celebración. Creo que hay que aplaudir estas disposiciones, cuyo contenido sustancial debería, sin embargo, llevarse a la LSA y no contenerse en disposiciones reglamentarias bajo la óptica reguladora de la información en los mercados de valores. A ellas hay que añadir una norma más reciente y que sí se aloja en aquella ley: conforme al nuevo párrafo 5 del art. 97 LSA, si los estatutos prevén la posibilidad de asistencia a la junta por medios telemáticos, en la convocatoria deberán describirse los plazos, formas y modos de ejercicio de los derechos de los accionistas previstos por los administradores para permitir el ordenado desarrollo de la Junta. La norma se aplica a cualquier SA, pero es evidente que en el caso de las cotizadas debe coordinarse con la necesidad de publicar en la web corporativa, con la convocatoria de la Junta, las condiciones de ejercicio de los derechos de participación.

IV. CONCLUSIÓN

No puedo concluir este rápido repaso a los contenidos de la página web de las sociedades cotizadas respecto a la preparación de las Juntas generales, sin plantear el interrogante que justifica la adopción de las disposiciones que hemos visto y de otras muchas, cuya puesta en práctica no deja, a buen seguro, de engrosar la cifra de costes que asumen las sociedades cotizadas por el hecho de serlo. La pregunta, desde luego, es si servirá todo esto para reactivar las Juntas generales, o volvemos a encontrarnos ante un ejercicio de voluntarismo legal carente de sentido de la realidad e incapaz de modificarla.

Personalmente, me parece prematuro anticipar una respuesta. La apatía racional de los accionistas seguirá siéndolo (racional) por mucho que se favorezca el ejercicio de los derechos de participación en las Juntas. Es decir, los motivos que explican el desinterés en la participación de muchos accionistas por ausencia de incentivos suficientes están ahí, y me parece un tanto absurdo deplorar un fenómeno que responde a un patrón de conducta perfectamente comprensible. Pero me parece igualmente claro, que puede haber accionistas que asistirían y votarían en las Juntas generales, y no lo hacen desalentados por obstáculos que el legislador no puede renunciar a remover. En cualquier caso, la transparencia de las sociedades cotizadas debe considerarse un logro en sí mismo, porque aumenta el crédito público y la legitimidad social de estas poderosas organizaciones, que demasiado a menudo suscitan la impresión de confiar los intereses de muchísimas personas a la determinación opaca de muy pocas. Por eso considero que si la renovación del interés en las Juntas generales sirve para reforzar la transparencia acerca del cómo y por quién se toman las decisiones en las sociedades cotizadas (y no hay que olvidar que las decisiones de las Juntas son siempre trascendentes) no se habrá logrado poca cosa, y que hay que seguir por este camino.

LA REPRESENTACIÓN DE LOS ACCIONISTAS COMO INSTRUMENTO DE PODER CORPORATIVO (*)

FERNANDO RODRÍGUEZ ARTIGAS

*Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Complutense. Madrid*

SUMARIO

- I. PLANTEAMIENTO.
- II. ALGUNAS TENDENCIAS EN LA REGULACIÓN DE LA REPRESENTACIÓN DE LOS ACCIONISTAS EN DERECHO COMPARADO.
- III. LA REGULACIÓN DE LA REPRESENTACIÓN DE LOS ACCIONISTAS EN ESPAÑA (DERECHO VIGENTE; DOCUMENTOS SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO; PROPUESTAS DE REFORMA).
 - 1. La LSA de 1989.
 - 2. La representación de los accionistas en el “Código Olivencia” y en el “Informe Aldama”.
 - 3. La representación de los accionistas en la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles.
 - 4. La Ley de transparencia.
 - 5. La Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España.

(*) Texto íntegro de la Ponencia presentada en el “Seminario Complutense La Junta general de las sociedades cotizadas: propuestas para su revitalización”, al que se ha añadido una referencia bibliográfica de los autores citados en el texto. Se han actualizado las referencias a documentos que cuando se celebró el Seminario estaban en fase de elaboración y que posteriormente han sido aprobados; es el caso, en particular, de la *Propuesta de Directiva sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE* [COM (2005) 685 final], aprobada por la Comisión Europea el 5 de enero de 2006, y del *Código Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de Sociedades Cotizadas*, aprobado el 19 de mayo de 2006.

6. **La Propuesta de Directiva sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE [COM (2005) 685 final], aprobada por la Comisión Europea el 5 de enero de 2006.**
7. **La representación de los accionistas en el Código Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de Sociedades Cotizadas (Código Conthe).**
 - A) Información sobre las propuestas que el Consejo eleve a la Junta (Recomendación 4).
 - B) Votación separada de asuntos (Recomendación 5).
 - C) Fraccionamiento del voto o voto divergente.
 - D) Revisión de la regulación de las solicitudes públicas de delegación de voto, con el fin de incrementar su transparencia y neutralidad.

IV. CONCLUSIÓN.

V. BIBLIOGRAFÍA CITADA.

I. PLANTEAMIENTO

La *representación de los accionistas en la Junta* o la *delegación de voto* se ha presentado desde hace tiempo como una de las principales soluciones para paliar el absentismo de los accionistas o, como se dice ahora, su “*apatía racional*”. Se llegó incluso a afirmar, allá por 1974, que “*es un instrumento esencial e insustituible en la estructura de la sociedad anónima*”⁽¹⁾; pero se dijo, también hace algún tiempo⁽²⁾, que “*puede ser “un instrumento formidable tanto en el buen sentido como en el malo; si no se regula adecuadamente es una invitación constante a la autoperpetuación y a la irresponsabilidad de los administradores*”. En este mismo sentido, destaca RONCERO⁽³⁾, en su magnífico trabajo que sirve de base a esta Ponencia, la significación dual que desde sus orígenes ha presentado este instituto, circunstancia que ha hecho que resulte muy polémico en todos los ordenamientos.

Porque, de un lado, se reconoce, efectivamente, que la representación no sólo es un instrumento idóneo para superar, al menos formalmente, las conse-

(1) JAEGER, 1974, p. 555.

(2) LOSS, 1974, p. 379.

(3) RONCERO, A., 2006, p. 401.

cuencias de esa “*apatía racional*” de los accionistas, sino que, en muchos casos, se ha convertido en un instrumento indispensable para el funcionamiento de las Juntas. Para muestra bastan algunos botones, que no pretenden más que eso, ser una muestra: la Junta de Endesa, celebrada en enero de 2006, se constituyó con un quórum del 48,26%, del que el 13,878% estaba presente en la sala y el 33,361% participó por delegación; la Junta de Altadis del año 2005 se constituyó con un quórum del 45,732%, del que sólo el 4,598% estaba presente en la sala mientras que el 41,135% restante estaba representado⁽⁴⁾. Se podría, por tanto, afirmar que, en muchas ocasiones, de acuerdo con el artículo 103 LSA, sin el capital representado en algunas sociedades no podrían adoptarse determinados acuerdos.

Pero, por otro lado, la representación de los accionistas, además de ser un instrumento indispensable para el funcionamiento de las Juntas, tiene otra cara que puede ser más preocupante: es, como se ha dicho, “una invitación constante a la autoperpetuación y a la irresponsabilidad de los administradores”, si no se regula adecuadamente⁽⁵⁾; un “elemento esencial en el proceso de perpetuación indefinida y básicamente incontrolada del grupo gestor contribuyendo así a alimentar el proceso degenerativo de la estructura orgánica en la gran sociedad anónima”⁽⁶⁾. Respecto de este segundo aspecto de la representación no es fácil aportar datos, porque en la página web de las sociedades cotizadas o en su informe sobre Gobierno Corporativo sólo se exige, en relación con el tema que ahora nos ocupa, que dentro del epígrafe “*Funcionamiento de la Junta general, y desarrollo de las sesiones de la Junta*”, se contenga, al menos, entre otras informaciones, los “datos de asistencia en Juntas Generales anteriores” y la “relación de los acuerdos adoptados por la Junta general durante el ejercicio”. Basta, por tanto, con que se indique el quórum de la Junta y algunos detalles de su formación (capital presente o representado) y, si acaso, forma de la representación (por internet, etc.); pero no se exige que se haga mención de a quién o a quiénes se confiere la representación. Esa información tampoco suele contenerse en la referencia a la constitución de la Junta que se recoge en la página web de las sociedades; por ejemplo, en el caso de la Junta de 2005 del BSCH se indica que “concurrieron a la Junta, entre presentes y representados, un total de 175.056 accionistas, con 3.077.352.052 acciones. Los miembros del Consejo de Administración presentes concurrieron con 79.292.832 acciones propias y 926.156.494 acciones representadas. Respecto a estas últimas, los titulares de 915.714.220 acciones confirieron su representación al Presidente del Consejo

(4) Véanse más datos en SÁNCHEZ CALERO GUILARTE y otros, 2006.

(5) LOSS, 1974, p. 379.

(6) RONCERO, A., 2006, p. 401.

de Administración o a los demás miembros del mismo, dando instrucciones para votar a favor de todas las propuestas del Consejo de Administración”. Pero a pesar de esta falta de información, quienes se han ocupado de estos temas coinciden en que “lo normal” es que un alto porcentaje de los accionistas que delegan su derecho de asistencia y de voto lo hagan en los administradores de la sociedad y, más en concreto, en su Presidente, y a ello contribuye decisivamente el contenido de la tarjeta de solicitud de representación.

Así las cosas, resulta evidente que una correcta regulación del instituto de la representación colectiva o institucional tiene necesariamente que buscar un punto de equilibrio entre, por un lado, el carácter imprescindible de ese instituto, si es que se quiere mantener el actual esquema orgánico de la sociedad anónima, y, por tanto, la Junta general con su actual configuración, y, por otro lado, la necesidad de que se utilice para representar y defender los intereses de los accionistas representados, y no para servir intereses ajenos a los mismos o al mantenimiento del grupo de control.

II. ALGUNAS TENDENCIAS EN LA REGULACIÓN DE LA REPRESENTACIÓN DE LOS ACCIONISTAS EN DERECHO COMPARADO

Este es el equilibrio que se viene buscando en distintas reformas llevadas a cabo en algunos ordenamientos. En general, en esas reformas se opta por mantener la representación como instrumento necesario para asegurar el esquema orgánico de la sociedad, completado a veces, que no sustituido, por otros mecanismos que persiguen, no siempre con éxito, una participación más activa del accionista en la Junta; es el caso, fundamentalmente, del voto a distancia, bien postal, bien electrónico.

Pero, junto a ese reconocimiento de la representación y de su función, se tiende también, aunque tampoco con mucho éxito, a someterla a un régimen más riguroso, para evitar que sea utilizada como un instrumento que permita a un grupo perpetuarse en el poder.

Para alcanzar estos objetivos, se han adoptado en Derecho comparado medidas de diverso carácter, a algunas de las cuales cabe hacer una pequeña referencia.

Entre esas medidas destaca, en primer lugar, la tendencia hacia la *profesionalización de la representación*; es el caso, entre otros, del *Testo Unico* italiano de 1998 que establece un sistema que, en síntesis, se caracteriza por el hecho de que la representación se confiere a *personas independientes y profesionalizadas*. En esa misma línea, hay que incluir la reforma realizada en Alemania en 2001, en la que se admite, junto al tradicional *Depotstimmrecht*, la posibilidad

de que los accionistas se hagan representar por personas designadas para ello por la sociedad, si bien se discute si esa representación puede recaer sólo en personas independientes y externas a la sociedad⁽⁷⁾. Hay que citar también la tendencia a *facilitar la “competencia” en las solicitudes de representación*⁽⁸⁾, tarea en la que pueden jugar un papel importante las *asociaciones de accionistas*, reguladas en países como Italia o Francia, y que pueden terminar con el monopolio de hecho que habitualmente ejercen los administradores de la sociedad, en materia de representación de los accionistas. Destaca igualmente la regulación, en determinados supuestos, del posible *conflicto de intereses* entre el representante y el representado.

Como complemento de lo anterior, se exige en algunos casos el otorgamiento de instrucciones como presupuesto del ejercicio del derecho de voto por el representante (Alemania, Italia, Portugal), combinado con un aumento de la información que se proporciona al accionista; una información dirigida no sólo a permitir que el accionista pueda formar su voluntad en orden a impartir instrucciones, sino también a darle a conocer la identidad del solicitante y/o representante, la finalidad perseguida con la solicitud así como las eventuales situaciones en las que puedan estar incursos que planteen un riesgo de instrumentalización de su derecho de voto (Portugal, Italia)⁽⁹⁾.

En otro orden de cosas, se busca también *facilitar el ejercicio del derecho de representación*, simplificando las formalidades de la solicitud y del otorgamiento de poder, y permitiendo la utilización de las modernas tecnologías de la información⁽¹⁰⁾.

En esa línea, conviene referirse, brevemente, por su novedad y porque, como luego se dirá, se menciona expresamente en el Código Unificado de Recomendaciones sobre el Buen Gobierno de Sociedades Cotizadas (Código Conthe), a la creación en el ordenamiento alemán por la “Ley para la integridad de la empresa y la modernización del Derecho de impugnación” (la UMAG) de 2005, que modifica la AktG, del llamado “Foro electrónico de accionistas”.

El Foro de Accionistas consiste en una nueva sección del *elektronischer Bundesanzeiger*, cuya edición corresponde al Ministerio Federal de Justicia. El Foro debe servir exclusivamente para la comunicación entre accionistas con carácter previo a la celebración de las Juntas Generales, y su funcionamiento es independiente de la propia sociedad. El Foro, por tanto, no se configura por la

(7) Véase RONCERO, A., 2006, p. 409.

(8) RONCERO, A., 2006, p. 410.

(9) RONCERO, A., 2006, pp. 406 y ss.

(10) RONCERO, A., 2006, pp. 439 y ss. y MUÑOZ PAREDES, J.M., 2005, pp. 135 y ss.

UMAG como un lugar de debate virtual, sino que su utilidad se limita a la publicación de requerimientos o invitaciones (*Aufforderungen*) que se dirijan a los accionistas de una sociedad. Estos requerimientos se pueden referir a la presentación, conjuntamente con otros socios o en representación de ellos, de una propuesta (*Antrag*) o de una solicitud (*Verlangen*) con arreglo a la *Aktien-gesetz*, al ejercicio del derecho de voto en la Junta general. Se prevé, asimismo, que están legitimados para publicar un requerimiento no sólo los accionistas, con independencia de su participación en el capital social, sino también las asociaciones de accionistas⁽¹¹⁾.

Por último, hay que destacar también en esta brevísima panorámica del Derecho Comparado, el establecimiento, en el ordenamiento italiano, de un *régimen de responsabilidad* que, fundamentalmente, se dirige a posibilitar la indemnización de los daños sufridos por el accionistas representado como consecuencia del incumplimiento de la regulación prevista.

III. LA REGULACIÓN DE LA REPRESENTACIÓN DE LOS ACCIONISTAS EN ESPAÑA (DERECHO VIGENTE; DOCUMENTOS SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO; PROPUESTAS DE REFORMA)

En materia de representación colectiva o institucional, en Derecho español se ha pasado de un sistema de prohibición, recogido en el artículo 60 de la LSA de 1951, que apenas tuvo eficacia, a un sistema de admisión de este tipo de representación, regulado en el artículo 107 de la vigente LSA de 1989, que se completa con lo dispuesto en el artículo 106, aplicable a todos los supuestos de representación, y en el artículo 108 sobre la llamada representación familiar. La ley ha sido modificada o completada por otras normas de diversa naturaleza, y existen, además, algunas propuestas de modificación, así como referencias a esta figura en los documentos sobre Gobierno Corporativo.

Examinemos, brevemente, ese panorama, siguiendo un criterio cronológico.

1. La LSA de 1989

El régimen de la representación colectiva o institucional en la Ley de 1989 presenta las siguientes características⁽¹²⁾.

(11) Véase JUAN y MATEU, 2005, pp. 187 y ss.

(12) Véase RODRÍGUEZ ARTIGAS, 1990, *passim* y RONCERO, 1996, pp. 363 y ss. y 2006, pp. 414 y ss.

A diferencia de lo que sucede en otros ordenamientos, la solicitud de representación puede realizarse por cualquier interesado, que debe someterse a unas normas con las que se pretende asegurar que actuará en interés de su representado y no en su propio interés. En concreto, el artículo 107 LSA obliga al solicitante a enviar el orden del día, a pedir instrucciones para el ejercicio del derecho de voto, y a indicar el sentido de su voto en el caso de que no se impartan instrucciones; el precepto contempla, además, las circunstancias en las que el representante puede actuar al margen de esas instrucciones, e impone en ese caso la obligación de informar “inmediatamente” al representado.

Sin tiempo para entrar en detalles, hay que señalar que este régimen ha sido considerado⁽¹³⁾ como *inadecuado, insuficiente, con lagunas y con defectos de técnica jurídica*. Brevemente, se pueden justificar estas calificaciones o descalificaciones.

El régimen especial contenido en el artículo 107 LSA se aplica a la “solicitud de representación”, por lo que se abre la posibilidad de eludir ese régimen estimando que no hay solicitud sino otorgamiento espontáneo de poderes. Quizás para combatir esta posibilidad, se considera que hay “presunción de solicitud pública” cuando una misma persona ostente la representación de más de tres accionistas; se trata de una *presunción defectuosa*, como denuncia RONCERO⁽¹⁴⁾, pues implica presumir la existencia de solicitud pública en supuestos en los que puede que no haya habido ni siquiera solicitud y, en todo caso, *supone obligar a cumplir normas sobre la solicitud después de realizada ésta y otorgando el poder de representación*. Considera este autor que hubiera sido más adecuado que la aplicación del régimen especial sobre solicitud se hubiera conectado al número de destinatarios de ésta, como sucede en EE.UU o en Portugal, y no, en cambio, con el número de accionistas representados.

Se critica también⁽¹⁵⁾ que el artículo 107 no regula con precisión ni la forma, ni el momento, ni el contenido, ni la naturaleza de la solicitud de representación; sirva como ejemplo el hecho de que se exija que los datos que el solicitante debe transmitir al accionista (orden del día y solicitud de instrucciones) figuren (o vayan anejos) en el documento en el que conste el poder, cuando deberían haberse vinculado al documento en el que consta la solicitud. Precisamente *esa exigencia debería haberse referido no al orden del día sino a la convocatoria de la Junta*, porque en el documento de la convocatoria figuran otros datos, además del orden del día, datos que pueden ser de utilidad para el

(13) RONCERO, A., 1996 pp. 363 y ss. y 2006, pp. 415 y ss. y RODRÍGUEZ ARTIGAS, 1990, pp. 119 y ss.

(14) RONCERO, A., 2006, p. 415.

(15) RONCERO, A., 2006, pp. 415 y ss.

accionista, como es el caso, por ejemplo, de las posibilidades de información que se le ofrecen. Pero es que tampoco se exige que en la solicitud se informe de *otras circunstancias que pueden ser de interés para el accionista*, como, por ejemplo, la vinculación del solicitante o del representante con la administración de la sociedad, la indicación del porcentaje de capital del que es titular, las eventuales relaciones comerciales con la sociedad si ello tiene relación con los asuntos a tratar o, incluso, las razones que le han impulsado a solicitar la representación, circunstancias que pueden ser indicativas de la existencia de eventuales conflictos de interés.

Tampoco se establece en la ley un régimen de responsabilidad por el incumplimiento (difícilmente comprobable, por otra parte) de las obligaciones que se imponen al solicitante.

A la vista de este panorama, no es de extrañar que la regulación del artículo 107 de la Ley de 1989 no haya resultado muy eficaz y haya sido valorada muy negativamente por la doctrina. Como ha señalado ALBERTO TAPIA⁽¹⁶⁾, en la práctica, “los accionistas no suelen hacer uso de sus facultades de dar instrucciones a sus representantes de manera que confían en ellos ciegamente devolviendo las tarjetas de asistencia en blanco con su simple firma”, de forma que el solicitante de la representación designa a una persona de su confianza, como, en definitiva, sucedía bajo la vigencia de la Ley de 1951. Por su parte, RONCERO⁽¹⁷⁾ afirma, en opinión que comparto plenamente, que “El examen y valoración de las normas vigentes y su aplicación práctica ofrece un panorama desolador en el que, sin perjuicio de otras cuestiones de menor trascendencia, se detectan profundas deficiencias derivadas de la práctica inexistencia de medidas de transparencia y publicidad de las relaciones de representación; de la ausencia de mecanismos que extiendan a cualquier sujeto interesado en disputar el control de la sociedad la posibilidad de solicitar y obtener la representación de la gran masa de accionistas inversores en condiciones de igualdad respecto de los administradores de la compañía y/o el grupo de accionistas sustentadores de éstos; de la inexistencia de instrumentos verdaderamente eficaces para evitar que el representante ejercite el derecho de voto de los accionistas representados atendiendo a intereses distintos a los de su titular; de la ausencia de formularios-tipo que permitan homogeneizar tanto el contenido de la solicitud de representación como, lo que es más importante, del poder de representación; de la apuesta más decidida por la incorporación de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación al proceso de captación, otorgamiento y ejercicio de la representación del accionista; y, finalmente, de la inexistencia de un régimen

(16) TAPIA, A.J., 2002, pp. 2947 y ss.

(17) RONCERO, A., 2006, p. 448.

sancionador específico que garantice la eficacia de la regulación (en todo caso, la insuficiencia e inadecuación del régimen aplicable a la representación del accionista no es exclusiva del Derecho español, sino extensible a la generalidad de ordenamientos jurídicos europeos)”.

No es de extrañar tampoco que, a la vista de esa situación, se alzasen numerosas voces solicitando que se adoptasen, por vía legal, estatutaria o reglamentaria, medidas que contribuyesen a mejorar el sistema de delegación de votos ⁽¹⁸⁾.

2. La representación de los accionistas en el “Código Olivencia” y en el “Informe Aldama”

Estas voces tuvieron algún eco en 1998 en el conocido como *Código Olivencia*, dentro del movimiento del denominado “Gobierno Corporativo”. Ciertamente es que este Código se ocupa sólo de forma accesorio y marginal de la Junta, para constatar que las limitaciones estructurales a las que está sujeto este órgano desembocan, con frecuencia, en su conversión en reuniones rutinarias o protocolarias (véase el apartado 9.1), y para mostrar, por ello, su escepticismo sobre la efectividad de las medidas que se habían venido proponiendo para estimular la participación de los accionistas en las Juntas Generales. Todo ello no es obstáculo, sin embargo, para que, después de manifestar su desconfianza hacia algunas medidas que pudieran contribuir a mejorar el sistema de delegación de votos como, por ejemplo, confiar el sistema de delegación a una instancia oficial o a los comités de accionistas gestores, sugiera otras, como *la transparencia tanto de las instrucciones como de los intereses subyacentes* (II.9.2) ⁽¹⁹⁾.

Por su parte, el *Informe Aldama*, de 2003, opta más decididamente por la revitalización de la Junta general de accionistas. En este sentido, afirma que debe facilitarse la representación del accionista que no concurre a la misma y la expresión de sus intereses a través del derecho de voto. Asimismo, se recomienda que se proporcione información a los accionistas a través de la página web de la sociedad y, entre esta información, se señala que debería expresarse y publicarse la justificación de cada una de las propuestas de acuerdo en términos no sólo precisos, sino claros, inteligibles y útiles para valorar la decisión que se propone y formar criterio en orden a la definición de la voluntad social. Se recomienda también la aprobación por las sociedades cotizadas de un Reglamento de la Junta general; y, aunque entre las medidas que deben regularse en el mismo no se citan directa y explícitamente normas sobre la representación de

⁽¹⁸⁾ Véanse, por todos, RONCERO, A., 2006, pp. 416 y 417, y RODRÍGUEZ ARTIGAS, 1990, pp. 119 y ss.

⁽¹⁹⁾ Véase SÁNCHEZ CALERO, 2001, pp. 196 y ss.

accionistas, se dice que las medidas señaladas no excluyen “otras igualmente tendentes a facilitar o asegurar la representación y el acceso a la junta por parte de los accionistas”, y se hacen algunas referencias, indirectas, a la representación (por ejemplo, se dice que debe favorecerse la *homogeneización de las tarjetas de asistencia* o títulos documentales que se faciliten a los accionistas para asistir a la junta, conferir su representación y cursar instrucciones de voto); también de una forma indirecta se dice en el *Informe Aldama* que el Reglamento de la Junta general podría incluir medidas dirigidas a implantar los sistemas necesarios para el *cómputo electrónico del quórum*, así como para la *delegación y el voto por correo o por medios electrónicos*.

3. La representación de los accionistas en la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles

El 16 de mayo de 2002 se aprobó por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación la *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*. En materia de representación de los accionistas⁽²⁰⁾, la Propuesta contiene, de un lado, un *régimen general sobre representación del accionista aplicable a todos los tipos societarios* (art. 86 de la Propuesta), que recoge básicamente el régimen sobre representación del socio contenido actualmente en el art. 49 LSRL, aunque con algunos matices, en particular la aparente admisión de la denominada “representación parcial”; y, de otro lado, un *régimen especial previsto para las sociedades cotizadas* (a esta cuestión se dedica una sección completa dentro del Capítulo I del Título IV, sección que comprende los arts. 399 a 408 de la Propuesta), compuesto por algunas *normas aplicables en general a la representación del accionista en Junta general* (arts. 399, 400, 407 y 408) y una *nueva regulación de la solicitud pública de representación* (arts. 401 a 406).

Esta *regulación propuesta para la solicitud pública de representación* parte de la *limitación de la legitimación para realizar una solicitud* (art. 402.1), a la que se añade (art. 401) la aplicación de dichas normas a supuestos en los cuales no ha habido solicitud pública —“cuando una persona natural o jurídica concurre a la junta como representante de más de diez accionistas que ostenten más del uno por mil del capital social, aunque no haya formulado solicitud pública de representación”—, con lo que incurre en el mismo defecto que la Ley de 1989, así como el *reforzamiento de los deberes de información del solicitante* en la formulación de la solicitud (art. 404). La Propuesta de Código contempla, además, la *prohibición de ejercicio del voto correspondiente a las acciones representadas en caso de conflicto de interés* (art. 405).

(20) Véase RONCERO, A., 2006, p. 417 y ss.

El régimen de la Propuesta de Código sobre solicitud de representación se completa con una disposición (art. 403) que establece la posibilidad de que, tras la convocatoria de la Junta general, las personas legitimadas para solicitar la representación inserten anuncios en cualquier medio de publicidad, “manifestando la voluntad de formular dicha solicitud y requiriendo el envío por los accionistas de los datos necesarios para poder remitir el boletín de representación”, sobre cuya eficacia se plantean muy serias dudas⁽²¹⁾.

En materia de *forma del poder de representación*, la normativa contenida en la Propuesta de Código trata de eliminar la extraordinaria heterogeneidad que se aprecia en la práctica entre los formularios utilizados para el otorgamiento de la representación; sin embargo, advierte RONCERO⁽²²⁾ que la falta de coordinación interna de la disciplina compromete la consecución de este objetivo. En concreto, señala este autor que “se impone a las entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores encargadas del registro contable de anotaciones en cuenta, el deber de remitir a los accionistas un boletín para la representación (con lo cual, en caso de solicitud pública, el accionista recibiría al menos dos boletines) que habrá de ser homogéneo cualquiera que sea la entidad que lo remita (art. 400), sin perjuicio de que dichas entidades no puedan solicitar la representación (pero, obviamente, sí podrían asumirla); no se determina, sin embargo, quién ha de fijar el contenido del citado boletín o qué mecanismo de coordinación entre las entidades adheridas se establece para garantizar la homogeneidad de dicho contenido; en todo caso, tampoco se prevé que el boletín emitido por una entidad adherida y el o los que eventualmente puedan remitir sujetos legitimados que soliciten la representación sean homogéneos entre sí”.

A su vez, tampoco se regula el “poder electrónico”, es decir, la posibilidad de otorgar el poder de representación a través de medios de comunicación electrónicos, aunque en cambio sí se contempla el “voto electrónico” (todavía bajo la arcaica terminología de “voto por correspondencia” (art. 391).

En resumen, el régimen sobre representación del accionista contenido en la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles se orienta en una dirección correcta y presenta aspectos positivos. Sin embargo, al margen de otras cuestiones, hay que señalar, entre otras cosas, que⁽²³⁾ mantiene *defectos de técnica jurídica* ya denunciados en relación con el artículo 107 LSA, como es, por ejemplo, la exigencia de que el documento en el que conste la representación otorgada como consecuencia de una solicitud pública incorpore la “solicitud de

(21) RONCERO, A., 2006, p. 419.

(22) RONCERO, A., 2006, pp. 419 y 420.

(23) RONCERO, A., 2006, p. 420.

instrucciones” en lugar de éstas (art. 404.2). Por otra parte, incorpora algunas *contradicciones* (por ejemplo, en relación con la posibilidad de solicitar la representación “para otro” que parece prohibirse en el art. 402, apartado 2 —“la solicitud pública de representación no podrá efectuarse a favor de persona distinta de quien la formule”— y, en cambio, admitirse en el art. 401.1.1.⁹ “... solicite de la totalidad o de parte de los accionistas que confieran su representación a la propia solicitante o a otra persona para asistir...”). Además, presenta *lagunas*, como, por ejemplo, la falta de un régimen de responsabilidad del representante por el incumplimiento de sus obligaciones, adolece también de *cierta descoordinación con el régimen sobre suspensión del voto por conflicto de interés*, e impone algunas *exigencias formales reiterativas* y no suficientemente definidas (envío a los accionistas de dos boletines de representación con el mismo contenido que, sin embargo, es determinado separadamente por sus emisores).

4. La Ley de transparencia

Ni las tendencias en Derecho comparado, ni el Informe Aldama, ni la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles parece que hayan hecho mella en nuestro legislador. En efecto, la Ley 26/2003, de 17 de julio, de transparencia de las sociedades cotizadas, denominada “Ley de transparencia”, y que estuvo motivada, en parte, por el Informe Aldama, e inspirada en algunos puntos en la Propuesta de Código de sociedades, mantiene en lo sustancial el régimen de la LSA de 1989 en materia de representación de los accionistas en la Junta general⁽²⁴⁾. En efecto, la Ley se ha limitado a modificar el artículo 106 LSA para permitir, en todas las sociedades anónimas, que *el poder de representación pueda conferirse a través de medios de comunicación a distancia*; y en relación con las sociedades cotizadas, ha regulado, en el nuevo artículo 114 LMV, *el conflicto de intereses* en que pueda encontrarse el administrador que ha solicitado la representación; en concreto, el administrador que obtenga la representación no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a las acciones representadas en aquellos puntos del orden del día en los que se encuentre en conflicto de intereses y, en todo caso, respecto de un conjunto determinado de acuerdos. Por último, la Ley de Transparencia permite que la delegación incluya aquellos asuntos que, aun no previstos en el orden del día de la convocatoria, sean tratados en la Junta, por así permitirlo la Ley, aplicándose también en estos casos el régimen de conflicto de intereses.

En conexión con la Ley de Transparencia, llama la atención el hecho de que en el *Informe anual sobre Gobierno Corporativo*, que por imperativo de

(24) RONCERO, A., 2006, pp. 423 y ss.

esta ley deben publicar anualmente las sociedades cotizadas, no se exige, como ya se ha indicado, que se incluyan datos sobre la representación de los accionistas en las Juntas; bien es cierto que se exige que el Informe se refiera al “funcionamiento de la Junta general, con información relativa al desarrollo de las reuniones que celebre”, fórmula amplia en la que tendría cabida la información sobre la representación; pero, como bien señala RONCERO ⁽²⁵⁾, “no es previsible que las sociedades cotizadas (léase los miembros de los órganos de administración de las sociedades cotizadas) faciliten esta información sino se les requiere explícitamente para ello” ⁽²⁶⁾.

El *desarrollo reglamentario de la Ley de Transparencia* en materia de Informe anual algo ha mejorado esta situación. Así, la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, exige la indicación de los datos de asistencia de las Juntas generales celebradas en el ejercicio a que se refiere el informe e incluye un cuadro en el cual se distingue el porcentaje de capital social de “presencia física”, el porcentaje “en representación” y el porcentaje de “voto a distancia”; y que se indiquen y justifiquen “las políticas seguidas por la sociedad referente a las delegaciones de voto en la Junta general”, indicación ésta que carece de instrucciones que aclaren su alcance y significado. No parece sin embargo que los resultados en la práctica hayan sido, al menos hasta ahora, muy satisfactorios en el tema que nos ocupa.

Como es sabido, la Ley de Transparencia ha previsto también la aprobación por las sociedades cotizadas de un *Reglamento de la Junta general*, en el que, como es lógico, se regula la representación de los accionistas en la Junta. Como señala SÁNCHEZ CALERO ⁽²⁷⁾, es aconsejable que esta materia “se vea regulada no simplemente por normas con rango de ley, sino también reglamentarias por su más fácil movilidad y adaptación a las circunstancias del mercado de valores en el que se mueve el ‘capital flotante’”. FERNÁNDEZ DEL POZO se ocupa en este Seminario de este tema de los Reglamentos y nos podrá decir si algo se ha avanzado con esa regulación “reglamentaria”.

Por lo que se refiere a la posibilidad, prevista en la Ley de Transparencia, de la *utilización de mecanismos electrónicos* para el otorgamiento del poder de representación, vinculada a la previa admisión del ejercicio del derecho de voto por idénticos medios, plantea no pocos problemas de interpretación, como, por ejemplo, si requiere la previa autorización estatutaria o es suficiente con que se garantice la identidad del sujeto que otorga el poder. En cualquier caso, la

(25) RONCERO, A., 2006, p. 424.

(26) Se lamenta también de la escasez de información relativa a la Junta general que debe incluirse en el informe SÁNCHEZ CALERO, 2004, pp. 38 y 39.

(27) SÁNCHEZ CALERO, 2003, p. 199.

práctica del voto y del otorgamiento de poderes “a distancia” se ha incorporado a los estatutos de las sociedades cotizadas; otra cosa es que los requisitos que se exigen estén técnica y económicamente al alcance de todos los accionistas; un botón de muestra: en la Junta de Endesa de 2006 sólo hicieron uso de la delegación electrónica 78 accionistas, que representaban un 0,005% del Capital social.

Por otra parte, como denuncian, entre otros, ALCOVER⁽²⁸⁾ y RONCERO⁽²⁹⁾, la admisión del otorgamiento de la representación por medios de comunicación electrónica plantea también algunas cuestiones específicas que no han sido tomadas en consideración por el legislador. Se ha señalado, por ejemplo, que *la utilización de estos mecanismos y, en particular, la firma electrónica, posibilita el otorgamiento de poderes de representación no formales ni especiales sin que sea posible su detección*, que puede conducir incluso a la cesión del derecho de voto independiente de la transmisión de la acción.

En cuanto a la prohibición de ejercicio del derecho de voto correspondiente a las acciones representadas en el supuesto de existencia de un conflicto de interés, es considerada como la medida “estrella” adoptada por el legislador en orden a garantizar el ejercicio del poder de representación en interés del accionista representado⁽³⁰⁾. A tenor del art. 114.1 LMV, reformado, el administrador que obtenga la representación de accionistas tras una solicitud pública (realizada por el propio solicitante o por otro sujeto o entidad en su favor) no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a las acciones representadas “en aquellos puntos del orden del día en los que se encuentre en conflicto de intereses”, señalándose a continuación cuatro supuestos en los que juega la prohibición “en todo caso”: su nombramiento o ratificación como administrador, su destitución, separación o cese como administrador, el ejercicio de la acción social de responsabilidad dirigida contra él, y la aprobación o ratificación, cuando proceda, de operaciones de la sociedad controladas por él o a las que represente o personas que actúen por su cuenta.

Desde el punto de vista técnico, la norma se ha cuestionado por diversas razones⁽³¹⁾: Así, por ejemplo, su ámbito subjetivo de aplicación se ha limitado a los supuestos de conflicto de intereses que puedan afectar a un administrador de la compañía cuando éste actúe como representante; ello implica que dicha prohibición no se extiende a representantes de socios afectados por una situación de conflicto de interés que no reúnan la condición de administradores de la

(28) ALCOVER, 2004, p. 1370.

(29) RONCERO, A., 2006, p. 429.

(30) RONCERO, A., 2006, p. 430.

(31) RONCERO, A., 2006, pp. 430 y ss.

compañía. Por otra parte, es necesario que el conflicto afecte personalmente al propio representante, sin que la prohibición opere en otros casos, aun cuando puedan plantear análogas situaciones de conflicto (así, si el representante es administrador —por ejemplo, Presidente del consejo de administración— pero el acuerdo no se refiere a su nombramiento o ratificación como administrador sino de otros miembros del órgano —por ejemplo, de todos los demás miembros—, la prohibición no sería aplicable). Puede también plantear problemas el hecho de que la prohibición del ejercicio del derecho de voto correspondiente a las acciones representadas juega en todo caso, incluso en el supuesto de que el accionista representado haya otorgado instrucciones expresas sobre el sentido de ejercicio de su derecho de voto. Finalmente, tampoco se ha resuelto un problema que plantea la prohibición de voto y que se refiere al cómputo de las acciones afectadas por la prohibición a efectos de cálculo del quórum de constitución o de votación.

La inquietud originada por esta norma, ha llevado a adoptar en la práctica algunas “soluciones”, como confiar la representación a un sujeto que no ostente formalmente la condición de administrador o consejero de la compañía, incluso partiendo de una solicitud pública de representación formulada por un administrador a favor de éste; la autorización al administrador-representante para designar a un sustituto (tercero o administrador no afectado por el conflicto de intereses) para que éste ejerza la representación y, en consecuencia, el derecho de voto de las acciones representadas, posibilidad muy discutible como se pone de manifiesto en los trabajos de SÁNCHEZ ÁLVAREZ⁽³²⁾, y de RONCERO⁽³³⁾.

5. La Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España

El 14 de noviembre de 2005, se aprobó la *Ley sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España*, en cuya Disposición adicional primera se modifican algunos artículos de la LSA, modificaciones que pueden afectar a la representación de los accionistas en la Junta.

Es el caso del párrafo 1 del artículo 97, que *amplía de 15 días a un mes el plazo para la convocatoria de la Junta*. Se trata, indudablemente, de una medida acertada que había sido insistentemente pedida por la doctrina y recomendada en el Informe Aldama y recogida en la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles, que no sólo mejora las posibilidades de información del accionista, sino que, además, favorece el ejercicio de otros derechos, y entre ellos el de

(32) SÁNCHEZ ÁLVAREZ, 2004, p. 202.

(33) RONCERO, A., 2006, p. 436.

representación. La medida es, por tanto, plausible. Pero, la Ley de 2005 modifica otros preceptos que también pueden incidir en el ejercicio de este derecho de representación. Me refiero al párrafo 3 de ese mismo artículo 97 en el que se admite la posibilidad de que la minoría solicite la inclusión de nuevos puntos en el orden del día de una Junta ya convocada⁽³⁴⁾. Nada que objetar, antes al contrario, a este reconocimiento, también insistentemente pedido desde instancias diversas. Sin embargo, el régimen establecido para el ejercicio de este derecho puede suscitar algún problema en relación con el ejercicio de otros derechos y, en particular, con el de representación⁽³⁵⁾.

El artículo 97.3 dispone que “El ejercicio de este derecho deberá hacerse mediante notificación fehaciente que habrá de recibirse en el domicilio social dentro de los cinco días siguientes a la publicación de la convocatoria”; y añade que “El complemento de la convocatoria deberá publicarse con quince días de antelación como mínimo a la fecha establecida para la reunión de la junta”. Del texto resulta que se desactiva la medida de ampliar el plazo de la convocatoria, que, de hecho, vuelve a reducirse a quince días a efectos de la solicitud de representación. Y, por otro lado, se plantean dudas acerca de la validez de los poderes ya otorgados: parece que habrá que comunicar el nuevo orden del día a los accionistas que ya habían otorgado su representación, y solicitarles instrucciones respecto de los nuevos puntos⁽³⁶⁾.

En fin; una vez más se ponen de manifiesto los problemas que provocan las reformas parciales y descoordinados, y la necesidad de proceder a una reforma en conjunto del Derecho de sociedades.

6. La Propuesta de Directiva sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE [COM (2005) 685 final], aprobada por la Comisión Europea el 5 de enero de 2006

En enero de 2006 se ha publicado la “Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas que tengan su sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE”, en la que se abordan cuestiones relacionadas

⁽³⁴⁾ RODRÍGUEZ ARTIGAS, 2006 b), pp. 19 y ss.

⁽³⁵⁾ Véase sobre este problema, RONCERO, A., 2002 b), *passim*.

⁽³⁶⁾ Véase RONCERO, A., 2006 pp. 59 y ss.

con la representación. Aclara la Propuesta que “el término ‘representación’ (*proxy*) no tiene actualmente un significado idéntico en todos los Estados miembros. En algunos Estados miembros, una representación se limita al ejercicio del derecho de voto de modo que, para representaciones más amplias, se utiliza un poder (*power of attorney*). En otros, la representación puede incluir potencialmente todos los derechos del accionista en la Junta general. La propuesta opta por esta última alternativa”.

En su Considerando 5 se señala que “los accionistas no residentes deberán poder ejercer sus derechos en relación con la Junta general con la misma facilidad que los accionistas que residen en el Estado miembro en el que tiene su sede social la sociedad. Esto exige que se supriman los obstáculos existentes que dificultan el acceso de los accionistas no residentes a la información pertinente para la Junta general y para el ejercicio de los derechos de voto sin asistir físicamente a la Junta general”. Y en relación con lo anterior, el Considerando 7 indica que “deberán suprimirse las limitaciones existentes y las trabas administrativas que hacen que el voto a distancia o el voto por representación resulten difíciles o costosos”. Sobre estas consideraciones, la Propuesta de Directiva regula en su artículo 10 el “voto mediante representación” en los términos siguientes: “1. Cada accionista tendrá derecho a designar a cualquier otra persona física o jurídica como representante para asistir y votar en una Junta general en su nombre. No habrá restricciones sobre la persona que pueda tener una representación con excepción del requisito de que la persona posea capacidad jurídica para ello. No obstante, los Estados miembros pueden restringir el derecho de los representantes a ejercer los derechos de voto a su discreción en caso de que: a) tengan una relación empresarial, familiar o de otro tipo con el emisor; b) se trate de un accionista mayoritario del emisor, c) pertenezcan a la dirección del emisor o de uno de sus accionistas mayoritarios. Un accionista sólo puede designar a una persona para que actúe para él como representante en relación con cualquier Junta general”. En su párrafo 2.º indica que “Una persona que actúe como representante puede tener una representación de más de un accionista sin limitación en cuanto al número de accionistas así representados. Cuando un representante tenga una representación de varios accionistas, podrá emitir votos concurrentes a favor o en contra de cualquier resolución o abstenerse de votar sobre la misma de conformidad con las instrucciones de voto de los accionistas a los que representa”.

La Propuesta hace referencia también a esta cuestión en el artículo 11 que pide que no se obstaculice la designación de representante, para lo cual prohíbe los requisitos formales, las concesiones de representación y la emisión de instrucciones de representación que resulten indebidamente enrevesados. No obstante, los emisores necesitan estar suficientemente seguros sobre la identidad del accionista y del representante; por tanto, los Estados miembros tienen la posibilidad de imponer requisitos o de permitir a los emisores imponer requisi-

tos en lo referente a las identidades del accionista y del representante, siempre que no sean desproporcionados. A tal efecto establece que: “1. La designación de representante y la emisión de instrucciones de voto por parte del accionista al representante no estarán sujetos a ningún requisito formal, con excepción de los requisitos que puedan ser estrictamente necesarios para la identificación del accionista y del representante. 2. Los representantes pueden ser designados por medios electrónicos sujetos a los requisitos, con excepción de la firma electrónica, que puedan ser estrictamente necesarios para la autenticación del designador y la identificación del representante. 3. Los requisitos impuestos por los Estados miembros con arreglo a los apartados 1 y 2 serán proporcionados a sus objetivos”.

También se refiere a la representación en el artículo 13, que regula la “votación siguiendo instrucciones”; dispone este artículo que: “1. Los Estados miembros garantizarán que cualquier persona física o jurídica que, con arreglo a sus legislaciones, pueda mantener valores en el curso de una actividad empresarial por cuenta de otra persona física o jurídica, pueda mantener estos valores en cuentas individuales o combinadas. 2. Cuando las acciones se mantengan en cuentas combinadas, no se permitirá que se exija su registro temporal en cuentas individuales para poder ejercer los derechos de voto vinculados a estas acciones en una Junta general. 3. No se impedirá a las personas mencionadas en el apartado 1 emitir votos vinculados a las acciones que mantengan por cuenta de otra persona física o jurídica, a condición de que hayan recibido instrucciones para hacerlo así de otra persona o entidad. La persona o entidad mencionada en el apartado 1 guardará un registro de las instrucciones durante un período mínimo de un año”.

De algún modo, la Propuesta ha influido en algún punto del *Código Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de Sociedades Cotizadas*, del que se trata a continuación.

7. La representación de los accionistas en el Código Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de Sociedades Cotizadas (Código Conthe)

Como ya se ha indicado, el 19 de mayo de 2006 se aprobó el *Código Unificado de Recomendaciones sobre el Buen Gobierno de las Sociedades cotizadas* (CU), elaborado un Grupo Especial de Trabajo, creado por acuerdo del Gobierno de 29 de julio de 2005, con la función de asesorar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) “en la armonización y actualización de las recomendaciones de los Informes Olivencia y Aldama sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas, así como para formular las recomendaciones complementarias que juzgara precisas”.

Pese a que el Informe Aldama, no así el Código Olivencia, dedicaba especial atención a la Junta general y, en relación con ella, a la representación de los accionistas, el CU no consideró conveniente ocuparse con detalle de este órgano, de forma que sus recomendaciones en relación con él resultan insuficientes y genéricas. En lo que a esta Ponencia concierne, se formulan algunas (pocas) Recomendaciones a las sociedades cotizadas que afectan indirectamente a la institución de la representación; en concreto, la Recomendación 4, referida a la “información previa sobre propuestas de acuerdo”, en la medida en que, en cierto modo, constituye un presupuesto material del ejercicio del derecho de voto y, por tanto, de la representación, y la Recomendación 6 que aborda la posibilidad de que los intermediarios financieros emitan votos en sentido diferente (“voto divergente”). De manera más directa, entre las Recomendaciones Complementarias al Gobierno y dentro de la que le invita a que “estudie posibles mecanismos que faciliten la coordinación entre los pequeños accionistas, con el fin de darles más voz en la Junta general y facilitarles el ejercicio de los ‘derechos de minoría’ que reconoce la legislación vigente, asegurándose no obstante, de que tales mecanismos son utilizados de buena fe y en defensa del interés social”, se incluye, como uno de esos mecanismos, la “Revisión de la regulación de las solicitudes públicas de delegación de voto, con el fin de incrementar su transparencia y neutralidad”.

Sin que sea posible entrar en el detalle de estas Recomendaciones⁽³⁷⁾, cabe hacer alguna consideración general sobre las mismas.

A) Información sobre las propuestas que el Consejo eleve a la Junta (Recomendación 4)

Con el número 4, el CU formula una Recomendación bajo el título “Información previa sobre propuestas de acuerdo” del siguiente tenor: “Que las propuestas detalladas de los acuerdos a adoptar en la Junta general incluida la información a que se refiere la recomendación 28, se hagan públicas en el momento de la publicación del anuncio de la convocatoria de la Junta” (la recomendación 28 a la que se refiere la número 4 tiene por objeto la “información pública sobre consejeros”). En principio, parece que la Recomendación podría considerarse innecesaria por reiterativa, ya que, como se recuerda en el Comentario a la propia Recomendación, el Informe Aldama, la OM ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, y, aunque no se cita en el Comentario, la Circular 1/2004 de la CNMV, imponen a las sociedades cotizadas la obligación de publicar las propuestas de acuerdo que realiza el Consejo de Administración [véase por ejemplo, el art. Cuatro.1.f) de la OM de 2003]. Lo cierto es, sin

(37) Véase, ampliamente, RODRÍGUEZ ARTIGAS, 2006 c), *passim*.

embargo, que algunas sociedades incumplen con ese deber o lo hacen de forma insatisfactoria⁽³⁸⁾. Por ello, la Recomendación puede considerarse oportuna, también para un ejercicio más eficaz del derecho a hacerse representar en las Juntas, aunque, habría que preguntarse por las razones por las que no se ha reformado la norma legal existente para asegurar su cumplimiento, y se ha seguido la vía de recomendar que se cumpla algo que es obligado cumplir por ley.

B) Votación separada de asuntos (Recomendación 5)

Sin duda, también puede contribuir positivamente a un mejor ejercicio de la representación la Recomendación número 5 en la que, bajo el epígrafe “votación separada de asuntos”, se recomienda “Que en la Junta general se voten separadamente aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes, a fin de que los accionistas puedan ejercer de forma separada sus preferencias de voto. Y que dicha regla se aplique, en particular: a) Al nombramiento o ratificación de consejeros, que deberán votarse de forma individual. b) En el caso de modificaciones de estatutos, a cada artículo o grupo de artículos que sean sustancialmente independientes”, ya que de esta forma se consigue, como se indica en el Comentario a la Recomendación, “facilitar el ejercicio adecuado del derecho de voto por el accionista y evitar la distorsión asociada a la agrupación de decisiones”, de manera que “los accionistas puedan matizar el ejercicio de su derecho y pronunciarse separadamente sobre cada propuesta”. Un objetivo que tiene interés no sólo para los accionistas presentes en la reunión de la Junta, sino también para los representados, ya que les permite formular con mucha mayor precisión y conocimiento de causa las instrucciones a sus representantes.

C) Fraccionamiento del voto o voto divergente

Relacionada con la representación de los accionistas, aunque va más lejos de la simple representación, está también la Recomendación 6, en la que, bajo el epígrafe “Fraccionamiento del voto”, el CU recomienda, en la Recomendación 6, “que las sociedades permitan fraccionar el voto a fin de que los intermediarios financieros que aparezcan legitimados como accionistas, pero que actúen por cuenta de clientes distintos, puedan emitir sus votos conforme a las instrucciones de éstos”. Aunque la Recomendación está formulada en términos

(38) Véase SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, y otros, 2006, pp. 17 y ss., quienes señalan que un 17% de las sociedades cotizadas no publican las propuestas de acuerdo presentadas por el Consejo.

aparentemente amplios, del Comentario que la acompaña puede deducirse que tiene como objeto principal el llamado “voto transfronterizo”, y, más precisamente, alguno de los problemas que plantea su ejercicio ⁽³⁹⁾. La solución, o una de las soluciones, a esos problemas pasan en el CU por la posibilidad del “voto divergente” o del fraccionamiento del voto, pero sólo en un supuesto, que es el voto de los intermediarios financieros cuando actúen como fiduciarios y, en consecuencia, aparezcan ante la sociedad como los únicos legitimados para ejercer el derecho de voto. Dos son, pues, los elementos de la Recomendación: el “voto divergente” y la denominada “cesión de la legitimación”, elementos cuyo encaje en el ordenamiento español suscita no pocas dudas.

Respecto del “voto divergente”, no está contemplado de forma expresa en la LSA, pese a lo cual la doctrina en general admite su licitud, no sin cierta controversia basada en la consideración de si quien vota es el accionista o la acción. Y así, si se considera que quien vota es el accionista, el voto divergente, se dice, no sería admisible porque implicaría una contradicción de voluntad ⁽⁴⁰⁾; sin embargo, sólo sería inadmisibile si el accionista fuese una persona física y no una persona jurídica ⁽⁴¹⁾, como es el caso de la Recomendación. Por el contrario, la mayoría de la doctrina ⁽⁴²⁾ admite la posibilidad del “voto divergente”, siempre que no responda a propósitos ilícitos, entre otras razones porque se estima que quien vota es la acción. Así las cosas, si se acepta la tesis que defiende la ilicitud del voto divergente o se tienen dudas sobre su licitud, el Grupo de Expertos debería haberse circunscrito a plantear la conveniencia de las modificaciones legales que dejaran fuera de toda duda la cuestión. Si, por el contrario, se considera que el voto divergente es lícito, el Grupo de Expertos debería haberse limitado a recordar este derecho del accionista y manifestar que no puede impedirse el ejercicio del mismo, en lugar de reconocérselo sólo a los intermediarios financieros que actúan como fiduciarios.

En cuanto a la “cesión de la legitimación”, tiene su origen en la Legitimationsübertragung alemana y consiste en “proporcionar a un tercero la apariencia de accionista (legitimación para el ejercicio de derechos de socio), conservando la titularidad de la acción y permitiendo simultáneamente que el tercero ejercite en nombre propio los derechos inherentes a tal condición” ⁽⁴³⁾; se trataría, en definitiva, de un supuesto de representación indirecta que, a su vez constituye

⁽³⁹⁾ Véase YANES YANES, 2006, *passim*.

⁽⁴⁰⁾ URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ PLANAS, 1992, pp. 169 y 170.

⁽⁴¹⁾ Véase URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ PLANAS, 1992, pp. 168 y ss.

⁽⁴²⁾ Véase por todos, RONCERO, A., 1996, p. 168 y bibliografía citada en nota 183.

⁽⁴³⁾ RONCERO, A., 1996, pp. 78 y 79.

un supuesto de titularidad fiduciaria⁽⁴⁴⁾. La gran mayoría de la doctrina entiende que, en Derecho español, la cesión de la legitimación es ilícita, como señala RONCERO⁽⁴⁵⁾, “dada su incompatibilidad con el principio de publicidad de las relaciones de representación que subyace al régimen jurídico previsto para la sociedad anónima”. En ese mismo sentido, RECALDE CASTELLS⁽⁴⁶⁾ señala en relación con las titularidades fiduciarias que “Resulta muy habitual, sobre todo en el ámbito financiero anglosajón, que las acciones formalmente aparezcan a nombre de *nominees* o *trustees* que actúan como meros propietarios fiduciarios de los auténticos titulares de las acciones”, y advierte de “la difícil compatibilidad de las titularidades fiduciarias con un sistema causalista de transmisión de derechos como el vigente en el ordenamiento español”; concluye este autor que “entendidas las titularidades fiduciarias como formas de representación indirecta, tampoco es fácil su armonización con el régimen especial de representación del accionista de la Ley de Sociedades Anónimas que, teniendo carácter imperativo (el subrayado es mío), puede intentar eludirse a través de este tipo de transmisiones”.

En este mismo sentido se manifestó la Resolución de la DGRN de 9 de diciembre de 1997 (BOE de 12 de febrero de 1998), en la que se niega que la cesión legitimadora tenga cabida en nuestro ordenamiento. En resumen y al igual, en parte, de lo que sucede con el “voto divergente”, parece que lo correcto hubiera sido que el CU plantease, entre las Recomendaciones al Gobierno, la conveniencia de modificar el régimen de la representación de los accionistas para dar cabida a la figura de la cesión de la legitimación, que, sin duda, resulta de utilidad para supuestos como el del voto transfronterizo, pero no sólo para ellos.

D) Revisión de la regulación de las solicitudes públicas de delegación de voto, con el fin de incrementar su transparencia y neutralidad

Finalmente y como ya se ha indicado, el CU se refiere a la representación de los accionistas (o, más concretamente, a la solicitud de la delegación de voto) en la tercera de las Recomendaciones complementarias al Gobierno, en la que invite a éste a que “estudie posibles mecanismos que faciliten la coordinación entre los pequeños accionistas, con el fin de darles más voz en la Junta general y facilitarles el ejercicio de los ‘derechos de minoría’ que reconoce la legislación vigente, asegurándose no obstante, de que tales mecanismos son utilizados de buena fe y en defensa del interés social”. Entre esos “mecanis-

(44) Véase RONCERO, A., 1996, p. 84 y bibliografía citada en nota 30.

(45) RONCERO, A., 1996, pp. 84 a 86.

(46) RECALDE CASTELLS, 2002, p. 80.

mos” y a título meramente indicativo, cita la creación de un Foro Electrónico de Accionistas, la creación de un Registro Voluntario de Agrupaciones de Accionistas de Sociedades Cotizadas, el fomento de instituciones y asociaciones que analicen y evalúen la calidad del Gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, y, que es lo que aquí interesa, la “Revisión de la regulación de las solicitudes públicas de delegación de voto, con el fin de incrementar su transparencia y neutralidad”. Parece evidente que, dada la enorme importancia de la representación que, como se ha indicado, se ha convertido en instrumento indispensable para el funcionamiento de las Juntas, la recomendación sobre la revisión de las normas en materia de delegación de voto (*rectius*, de representación de accionistas en la Junta) debería de haber sido objeto de una Recomendación independiente y algo más desarrollada. A las posibles líneas de la revisión de esa regulación se hace referencia en la Conclusión, siempre de la mano de ese gran especialista en la materia que es el Profesor RONCERO.

IV. CONCLUSIÓN

Parece evidente que hoy es ya un lugar común el reconocimiento de la pérdida de funcionalidad orgánica de la Junta general en las sociedades cotizadas, cuyas causas y consecuencias conocemos, pero cuyos remedios ignoramos en buena medida. Añadamos a ello que en los últimos tiempos esa situación se agudiza por el aumento de la inversión en acciones que va acompañada de una participación cada vez menor de los inversores en las Juntas. Para hacer frente a esta situación, se intensifican desde diversos frentes los esfuerzos por revitalizar la Junta, en la medida en que se considera esencial el mantenimiento de la estructura orgánica de la sociedad anónima. Y para ello se buscan, entre otras cosas y casi desesperadamente, los instrumentos que permitan incentivar la participación del accionista en este órgano. Unos esfuerzos que van dirigidos, fundamentalmente, a eliminar los obstáculos legales con los que tropieza esa participación, aunque esos obstáculos legales no sean el principal motivo de abstención del accionista, que muchas veces carece de interés en esa participación, entre otras cosas, por su falta de capacitación técnica, o por su convencimiento de que las posibilidades de influir en la formación de la voluntad social son prácticamente nulas, o, en definitiva, por la propia motivación de su participación en el capital de la sociedad cotizada.

A la hora de remover esos obstáculos legales, se dedica especial atención a las posibilidades que ofrecen las nuevas tecnologías de la información y la comunicación. Pero para conseguir una efectiva utilización de las nuevas tecnologías como instrumento para fomentar la participación de los accionistas, es necesario contemplar expresamente la posibilidad de su utilización e incentivar su implantación, pues no es previsible que el grupo de control decida modificar la situación actual e impulse por propia iniciativa nuevas modalidades de cele-

bración de la Junta general que pueden llegar a comprometer su posición en la sociedad ⁽⁴⁷⁾.

Junto al fomento de las nuevas tecnologías, la revitalización de la Junta pasa también por la reforma del régimen aplicable a la representación de los accionistas, cuya importancia y función no parece que vayan a verse alteradas por la eventual, y aun no contrastada, proliferación del voto a distancia. No obstante, es indiscutible que la generalización de la utilización de las nuevas tecnologías tendrá consecuencias trascendentes. Y a este respecto, señala RONCERO ⁽⁴⁸⁾ que, desde un punto de vista práctico, resulta tanto o más relevante admitir la representación electrónica que el ejercicio del derecho de voto por medios telemáticos. La posibilidad de solicitar la representación y otorgar el poder por medios electrónicos agiliza enormemente el proceso de captación de los poderes de representación y disminuye su coste, lo cual probablemente acelerará la tendencia hacia la profesionalización en la gestión de la representación que es apreciable en todos los países de nuestro entorno.

Pero, en cualquier caso, mientras se generalice y perfeccione el uso de esas nuevas tecnologías, hasta llegar, por ejemplo, a la Junta general “en red”, resulta absolutamente necesario abordar con rigor el tratamiento normativo de la representación de los accionistas, si se pretende que la Junta general recupere la función de control del órgano de administración. De lo contrario, es preferible optar por soluciones drásticas (supresión de la Junta general, reducción o eliminación del derecho de voto de los accionistas inversores); lo que no es aceptable es que, de un lado, pretendamos revitalizar la Junta general para convertirla en instancia de control de la dirección y, simultáneamente, establezcamos mecanismos para permitir (o no hagamos nada para evitar) que la junta sea a su vez controlada por quienes han de ser sujetos pasivos del control que debe realizar dicho órgano. Y es que, en opinión generalizada de la doctrina, tal y como se regula actualmente la representación en nuestro ordenamiento, más que instrumento para incentivar la participación de los accionistas en las Juntas, constituye un obstáculo para ello.

Por eso, resulta imprescindible adoptar de una serie de medidas que permitan que a través de la representación se traslade realmente la voluntad del accionista a la Junta; para ello será necesario proporcionarle no sólo o no necesariamente información sobre los asuntos del orden del día, sino, sobre todo, información sobre el que pretende ser su representante, sobre sus intereses, sobre su relación con la sociedad, etc. Pero además, hay que adoptar también medidas

(47) RONCERO, A., 2006, p. 440.

(48) RONCERO, A., 2006, p. 443.

que impidan que, a través de la representación, el grupo de control se perpetúe en el poder, fomentando para ello la competencia en la captación de poderes, y no como sucede en la práctica, en la que, como resulta del contenido de los Reglamentos de la Junta, la regulación de la representación está dirigida precisamente a favorecer al grupo de control.

Resulta imposible hacer aquí un estudio detallado sobre la necesaria reforma del régimen de la representación, que, por otra parte, ha sido magníficamente realizado por RONCERO⁽⁴⁹⁾; en este momento, es suficiente con resumir las principales bases para esa reforma que formula este autor⁽⁵⁰⁾.

La primera medida debe ir dirigida a incrementar la transparencia en las relaciones de representación, entre representante y representado, para lo que es necesario que se informe acerca de diversas cuestiones (solicitudes de representación formuladas por o a favor de miembros del órgano de administración y otras solicitudes de las que haya podido tener conocimiento éste; la identificación de los representantes; las instrucciones recibidas; el sentido en el que ha sido ejercitado el voto correspondiente a los accionistas representados). Junto a este aspecto de la transparencia, es también necesario introducir mejoras en la información que el solicitante de la representación debe proporcionar al accionista a quien pide el otorgamiento del poder. En tercer lugar, resulta imprescindible igualmente fomentar la competencia en la captación de los poderes de representación, para lo que hay que apostar por una profesionalización de esa actividad y adoptar otras medidas que faciliten esa profesionalización. Hay que resolver también el problema de los costes del proceso de captación de los poderes de representación. Es necesario obtener la colaboración de las entidades encargadas del registro de anotaciones en cuenta y garantizar que éstas actúan profesionalmente, con autonomía e independencia respecto a cualquier eventual solicitante de la representación. Y todo ello, aunque hay que ser conscientes de que, como consecuencia, entre otras, de la estructura de capital de las sociedades cotizadas españolas, los resultados que podrían alcanzarse a través de la introducción de medidas que favorezcan la competencia en la captación de poderes de representación serán probablemente muy modestos. En estrecha conexión con lo anterior, debe tenderse hacia la homogeneización del contenido de la solicitud y del poder de representación mediante la elaboración por instancias públicas de modelos o formularios tipo. Junto a ello, resulta necesario avanzar más decididamente, aunque ya lo ha hecho en parte el legislador, hacia la incorporación de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación

(49) RONCERO, A., 2006, *passim*.

(50) RONCERO, A., 2006, pp. 448 a 456.

en la solicitud y otorgamiento de la representación⁽⁵¹⁾. Por último, debe evitarse la instrumentalización del derecho de voto de los accionistas representados por parte de quienes asumen su representación.

Todo un programa de reforma, reforma que cuenta ya con el trabajo realizado en el Proyecto de Código de Sociedades Comerciales, que regula esta materia en los artículos 399 a 409, aunque también ellos necesiten una amplia revisión.

¿Será suficiente con eso? Yo lo dudo y por eso creo que debemos seguir trabajando en la idea de que la sociedad cotizada se ha convertido, como dice mi llorado amigo Aníbal Sánchez Andrés, en un Fondo de Inversión “monovarietal” y empezar a pensar en las medidas necesarias para proteger al inversionista, al tiempo que se aborda con seriedad y en el marco de una reforma general del Derecho de sociedades y, en particular, del régimen de las sociedades cotizadas, el problema de definir con claridad cuál debe ser la función que realmente ha de cumplir la Junta general, si es que ha de cumplir alguna, en la organización de la sociedad, de manera que deje de ser un simple acto “social” y, en muchos casos, una coartada para el grupo de gestión.

V. BIBLIOGRAFÍA CITADA

ALCOVER GARAU, G., (2004), “Aproximación al régimen jurídico del voto electrónico”, *RDM*, 254, octubre-diciembre 2004, pp. 1341 a 1371.

FERNÁNDEZ DEL POZO/VICENT CHULIÁ, (2002), “Internet y Derecho de sociedades. Una primera aproximación”, *RDM*, 237, 2000, pp. 915 a 1002.

JAEGER, (1974), “La nuova disciplina della rappresentanza azionaria”, en *Giur. Comm.*, I, 5, pp. 554 y 555.

JUAN y MATEU, (2005), “La reforma de la Aktiengesetz por la UMAG de 22 de septiembre de 2005”, en *RdS*, núm. 25, pp. 187 a 202.

LOSS, (1974), “Securities Regulation”, en *Casi e Materiali di Diritto Commerciale*, Tomo I, Milano, pp. 370 y ss.

MUÑOZ PAREDES, J.M., (2005), *Nuevas tecnologías en el funcionamiento de las Juntas y de los Consejos de Administración*, Cizur Menor (Navarra).

(51) FERNÁNDEZ DEL POZO/VICENT CHULIÁ, 2002, pp. 915 y ss., y MUÑOZ PAREDES, 2005, pp. 135 y ss.

RECALDE CASTELLS, A., (2002), “Publicidad de los datos personales incluidos en los registros de accionistas”, en *RdS*, núm. 18, pp. 77 y ss.

RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., (1990), *La representación de los accionistas en la Junta General de la sociedad anónima*, Madrid.

RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., (1994), “El cambio de objeto social. En particular, el derecho de separación del socio”, en *Derecho de sociedades anónimas*, III, *Modificación de estatutos, aumento y reducción del capital, obligaciones*, vol. 1 (coords. Alonso Ureba y otros), Madrid, pp. 146 a 194.

RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., [2006 a)], “El Reglamento de la Junta General y los derechos de los accionistas”, en *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, (dirs. Rodríguez Artigas y otros), vol. I, Cizur Menor (Navarra), pp. 289 y ss.

RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., [2006 b)], “La Ley 19/2005, de 14 de noviembre. Convocatoria de la Junta General y ampliación del orden del día por la minoría”, en *RdS* núm. 26, pp. 19 y ss.

RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., [2006 c)], “Junta General y derechos del accionista en el Código Conthe”, en prensa en *RdS*, núm. 27.

RONCERO, A., (1996), *La representación del accionista en la Junta General de la sociedad anónima*, Madrid.

RONCERO, A., (2006), “La captación del voto a través de la solicitud pública de representación: transparencia, igualdad de oportunidades y conflictos de interés”, en *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, (dirs. Rodríguez Artigas y otros), vol. I, Cizur Menor (Navarra), pp. 399 y ss.

RONCERO, A. [2006 b)], “Ampliación del orden del día y solicitud pública de representación”, en *RdS* núm. 26, pp. 59 y ss.

SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M., (2004), “Cuestión sobre la licitud de la sustitución en la solicitud pública de representación”, en *RdS*, núm. 22, 2004, pp. 199 a 203.

SÁNCHEZ CALERO, F. (2001), *La sociedad cotizada en Bolsa en la evolución del Derecho de sociedades*, Madrid.

SÁNCHEZ CALERO, F. (2003), “Observaciones preliminares al proyecto de ley de modificación del régimen de las sociedades cotizadas y de las anónimas en general, tras el Informe Aldama”, en *RdS* núm. 20, pp. 27 y ss.

SÁNCHEZ CALERO, F. (2004), “Informe anual del gobierno corporativo”, en *RDBB*, abril/junio, XXXIII, pp. 7 a 42.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., FERNÁNDEZ TORRES, I., FUENTES NAHARRO, M., (2006), *La Junta General en las sociedades coti-*

zadas (Algunas referencias empíricas sobre sus aspectos principales), Documentos de Trabajo del departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense, Madrid, septiembre 2006.

TAPIA HERMIDA, A.J., (2002), “La junta general de accionistas de la sociedad cotizada”, en *Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. V, Madrid, pp. 2917 y ss.

URÍA/MENÉNDEZ/MUÑOZ PLANAS, (1992), “La Junta General de accionistas”, en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* (dirs. Uría, Menéndez, Olivencia), Madrid.

YANES YANES, P., (2006), “El voto transfronterizo. Problemas y orientaciones político-legislativas en la Unión Europea”, en *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, (dirs. Rodríguez Artigas y otros), vol. I, Cizur Menor (Navarra), pp. 463 y ss.

ADMINISTRADORES Y JUNTA GENERAL: NUEVAS Y VIEJAS REFLEXIONES SOBRE DISTRIBUCIÓN Y CONTROL DEL PODER EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS

LUÍS FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA
Catedrático de Derecho Mercantil

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
 - 1. Consideraciones preliminares.
 - 2. Objeto y plan de la exposición.
 - II. EL PROBLEMA.
 - 1. Los orígenes del debate doctrinal en el sistema anglosajón.
 - 2. Su formulación —y revisión— en la literatura posterior.
 - III. EL TRATAMIENTO DEL PROBLEMA.
 - 1. Estrategias de participación activa y reforzamiento de los mecanismos de control en derecho comparado.
 - 2. La orientación de la doctrina y legislación españolas.
 - IV. REFLEXIONES FINALES.
-

I. INTRODUCCIÓN

1. Consideraciones preliminares

En el marco de la Jornada monográfica celebrada en la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid el jueves 6 de abril de 2006

RDBB núm. 104 /Octubre-Diciembre 2006

sobre el siempre controvertido funcionamiento de la junta general de las sociedades cotizadas —sus problemas estructurales y funcionales así como las medidas tradicionalmente adoptadas para restaurar la eficiencia del modelo legal— me fue asignada con el título un tanto retórico de “¿Cabe afirmar el control de los administradores por la Junta?” —la tarea, nada liviana por cierto, de verificar si en esos momentos contábamos en el seno de la asamblea de socios con mecanismos eficaces de control y supervisión de los administradores. De no existir tales dispositivos, parecía obligado examinar las corrientes legislativas y las propuestas doctrinales que, dentro del movimiento de reactivación de la Junta general, o fuera de él, se han propuesto corregir tales disfunciones.

En el curso de los últimos tiempos —y con ocasión del estudio de las modernas tendencias regulatorias en materia de gobierno societario— he prestado de nuevo alguna atención a este viejo y delicado problema a la luz, no sólo de los nuevos datos normativos recogidos en el ordenamiento español, sino sobre todo y fundamentalmente desde el prisma del derecho comparado, poniendo de manifiesto las particularidades de las distintas legislaciones nacionales así como el debate teórico suscitado en cada una de ellas, por lo que al órgano de administración se refiere, en términos que debo necesariamente remitir ⁽¹⁾. El propósito de las presentes reflexiones es más modesto: se trata de destacar tan sólo las insuficiencias normativas en materia de supervisión y control de los administradores de las sociedades cotizadas para valorar a continuación desde una nueva óptica la aptitud funcional de las relaciones interorgánicas, tal como se hallan tipificadas en el ordenamiento vigente.

Ante la imposibilidad de reproducir, ni siquiera por vía de síntesis, las preocupaciones que han estado presentes en la elaboración de este trabajo y las consideraciones analíticas —y solo ocasionalmente constructivas— que me ha

(1) “El gobierno de las Sociedades: un punto de vista jurídico” (en colaboración con A. Garrigues Walker) en *Los Consejos de Administración españoles en una economía globalizada*, *Boletín del Círculo de Empresarios*, n.º 62 (1997), pp. 241 ss.; “El debate actual sobre el gobierno corporativo: aspectos metodológicos y de contenido”, en AA.VV., *El gobierno de las Sociedades Cotizadas*, Ed. Marcial Pons, Madrid 1999, pp. 55-93; “Derecho de Sociedades y Gobierno Corporativo: problemas y tendencias”, *Foro del Jurista*, Cámara de Comercio de Medellín, Colombia, n.º 25 (2004) pp. 67-88; “Modernización del Derecho de Sociedades y mejora del Gobierno Corporativo en la Unión Europea: un análisis del plan de acción presentado por la Comisión” (con la colaboración de Manuel Sánchez Álvarez), FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS, *Estudio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, tomo I, Madrid 2004, pp. 189-197; “Autorregulación y gobierno de las sociedades cotizadas: una aproximación crítica”, en *El régimen jurídico español de la sociedad cotizada*, Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros, Comares, Granada 2006, pp. 13 a 47. A este respecto siguen teniendo interés para las consideraciones aquí expuestas los trabajos publicados en el libro colectivo *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Milano 1999 con particular referencia a las contribuciones de ANGELICI y MARCHETTI.

suscitado, me limitaré a plantear algunos *topos* y a formular —eso sí, con alguna rotundidad para que se entienda bien— lo que en estos momentos sigue siendo, a mi juicio, un criterio metodológico seguro en el tratamiento de los problemas de los órganos societarios. A saber: que el reforzamiento de los sistemas de control y supervisión de la función desempeñada por los administradores y las propuestas heterogéneas y cambiantes encaminadas a impulsar el activismo de los accionistas y a revitalizar el funcionamiento de la junta general son fenómenos, que si bien se explican mutuamente y contribuye cada uno de ellos a justificar la existencia del otro, no guardan entre sí nexo alguno de causalidad.

Al discurrir por cauces paralelos, el interrogante, que sirvió en su día de título a la ponencia —el controvertido sometimiento de los administradores al control “desfalleciente” de la Junta— deberá abordarse con otra suerte de criterios metodológicos y un equipamiento hermenéutico y conceptual no necesariamente coincidente con el aplicado al examinar los problemas de reactivación de dicho órgano. Un análisis que entraña, forzoso es reconocerlo, alguna dificultad técnica y sobre todo político-jurídica. Se trata de una situación que se ha visto agravada por el cambio de tendencia —y hasta de modelo— experimentado en no pocos ordenamientos nacionales en relación con la sociedad cotizada. Baste con referirse, por poner un solo ejemplo, al ejercicio de los derechos administrativos del socio como expresión última de una posición fiduciaria directa. En la práctica este esquema tradicional ha sido sustituido por una relación fiduciaria mediata, de carácter triangular, en la que intervienen no sólo los inversores ordinarios sino también los intermediarios profesionales (inversores institucionales) y con frecuencia el propio *management*. La peculiaridad de este modelo radica, como es sobradamente conocido, en la existencia dentro de dicha relación fiduciaria de una contraposición —y en ocasiones también de una colusión— entre los nuevos accionistas y los administradores.

2. Objeto y plan de la exposición

En la intervención inaugural de la Jornada Complutense el profesor F. SÁNCHEZ CALERO hizo expresa mención del declive de la junta general como uno de los trazos caracterizadores de la moderna sociedad bursátil. Al examinar este complejo temario y hacer un diagnóstico general de las cuestiones técnicas en él planteadas, hizo referencia, siquiera de forma indirecta a algunos de los problemas específicos de funcionamiento del órgano de administración, un sector del ordenamiento societario al que había ya dedicado lúcidas reflexiones, con observaciones extraordinariamente sugestivas, en el número monográfico dedicado a conmemorar los diez primeros años de la Revista de Derecho de Sociedades. En este trabajo se apuntaba ya una línea de pensamien-

to que sería objeto de ulteriores desarrollos en diversas tomas de posición, especialmente en su última monografía sobre los administradores⁽²⁾.

Pues bien, a partir de ésta y otras reflexiones doctrinales sobre la crisis de la Junta general en las sociedades cotizadas —un hecho por otro lado pacíficamente admitido y sobradamente estudiado en la literatura societaria española, al que se hace referencia expresa más adelante— desearía fijar mi atención con toda brevedad en uno de los “problemas pendientes y andantes” de la sociedad anónima, por utilizar los términos acuñados por mi maestro el profesor GIRÓN TENA⁽³⁾, a saber: las relaciones entre este declive y el debilitamiento de los mecanismos de supervisión y control de los administradores de las sociedades cotizadas. Dicho de otra forma: determinar la existencia y alcance de estos cambios estructurales en el funcionamiento de las sociedades cotizadas, que como es notorio comportan una pérdida del papel hegemónico de la Junta general a favor del consejo de administración, sin perjuicio del tradicional papel asumido por aquélla como foro de comunicación con los inversores (información, delegación de voto, extensión de los deberes fiduciarios a los accionistas de control, ampliación de los plazos de convocatoria y celebración, voto por correo, Reglamento interno).

De lo que se trata en definitiva es de verificar si estamos ante un fenómeno pasajero, en la medida en que las distintas propuestas de reactivación de la Junta general consigan sus objetivos, o nos encontramos por el contrario ante un nuevo paradigma de organización interna de la sociedad, esto es, un genuino cambio estructural de carácter además irreversible, que amén de mantener la junta dentro de la posición residual hoy conocida, hace del órgano de administración de las sociedades cotizadas el foco de prevalente atención en el debate doctrinal y en las propuestas de reforma de gobierno corporativo. Es justamente esta última perspectiva la que ilumina con particular claridad el papel institucional del consejo de administración como órgano por excelencia de control y supervisión de la gestión social toda vez que la competencia gestora queda reservada en exclusiva a los directivos (consejeros ejecutivos en la nueva terminología).

La cuestión aquí planteada no es otra en definitiva que la conveniencia u oportunidad político-jurídica de mantener, remozado eso sí, el viejo modelo jerárquico, que atribuye sin más el poder soberano a la Junta general —una

(2) SÁNCHEZ CALERO, F., “Observaciones preliminares al proyecto de ley de modificación del régimen de las sociedades cotizadas y de las anónimas en general, tras el Informe Aldama”, *RdS*, n.º 20 (2003-1) pp. 27 ss.

(3) GIRÓN TENA “Las Reformas varias, pendientes y andantes, de la sociedad anónima en España”, *La Ley*, n.º 2145, 17-1-1989, pp. 1 y ss.

Junta debidamente activada o reactivada—, situando al órgano de administración en una posición subordinada a esta última o por el contrario, a la luz de los nuevos planteamientos legislativos y de las propias exigencias del tráfico, abandonar de una vez por todas, con los matices que se quiera, este modelo *legal* de relaciones interorgánicas en consideración sobre todo a su pérdida de vigencia efectiva. La cuestión encierra una importancia capital ya que, de optar por esta segunda vía, los dispositivos de control y supervisión de los administradores, cuya subsistencia y oportunidad nadie discute, estaría reclamando concepciones dogmáticas de otro signo y un nuevo soporte normativo.

Me limitaré tan sólo a mencionar de pasada que, al ocuparse de la posición del consejo de administración de las sociedades cotizadas, el propio profesor SÁNCHEZ CALERO no dudaba en afirmar que, si bien en el terreno de los principios los miembros del órgano de administración son nombrados y destituidos por la Junta general, asumiendo de esta suerte una clara posición de dependencia respecto de ella, los nuevos datos mostraban con particular elocuencia cuán lejos este modelo legal, vigente sólo en el plano formal, distaba de aplicarse en la realidad. En la literatura financiera de nuestros días destinada a examinar la disciplina de las sociedades cotizadas es criterio pacífico, comúnmente admitido, el reconocimiento y defensa de la preeminente posición atribuida al órgano de administración, que no sólo elige a sus miembros por cooptación sino que es competente para evaluar, sin posibilidad de delegar esta tarea la “calidad y eficiencia” de su propio funcionamiento [Rec. 22 letra a) del Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de 19 de mayo de 2006, conocido como Código Conthe].

Esta materia ofrece un interés teórico y práctico, que corre parejo a su complejidad. El profesor ESTEBAN VELASCO, que tantas páginas ha dedicado al análisis y esclarecimiento de este problema, no ha dudado en calificar el control de los directivos como un “problema permanente”. Un problema, cabría añadir, que al poner en juego la “calidad” de los instrumentos de supervisión de tal actividad entra de lleno en el corazón mismo del gobierno societario como núcleo institucional básico de las sociedades cotizadas. De ahí la importancia de determinar en qué medida la reactivación de la junta general comporta sin más el establecimiento de eficaces mecanismos de supervisión de los administradores o se trata por el contrario de medidas de control, cuya adopción debería tener lugar al margen de la Junta y del poder disciplinario a ella asignado.

Pese a la importancia de este debate teórico no parece que la doctrina haya logrado introducir fórmulas novedosas o propuestas originales. Cosa distinta es que los mecanismos de control de los administradores, competencia histórica de la Junta general, se atribuyan a partir de ahora a otros sujetos o instituciones, orgánicos o extraorgánicos. De consolidarse tal orientación debería asimismo emprenderse con urgencia una revisión a fondo de las relaciones interorgánicas

en el ámbito de las sociedades cotizadas. La cuestión ya no es tanto la incapacidad de la Junta, renovada o no, para supervisar la actividad del *management* sino la necesidad de canonizar mecanismos de control más eficientes que los actualmente existentes.

Haré en primer término una brevísima referencia a la crisis del modelo tradicional y a las medidas adoptadas para superarla. Ello permitirá establecer si los llamados mecanismos de reactivación de la Junta satisfacen las exigencias de control de los ejecutivos como responsables de la gestión. A continuación mencionaré alguno de los más relevantes instrumentos extraorgánicos de control de los administradores de las sociedades cotizadas para concluir con algunas consideraciones sobre el sentido y oportunidad de elaborar nuevas ideas y propuestas en esta materia.

II. EL PROBLEMA

1. Los orígenes del debate doctrinal en el sistema anglosajón

El modelo legal de sociedad anónima —que se conforma a mediados del siglo XX y continúa estando sustancialmente vigente— descansa, como es de sobra conocido, en la denominada *estructura corporativa real*, esto es, una modalidad organizativa, en la que los socios ejercen sus derechos y la Junta general mantiene la competencia de las decisiones básicas, practicando un control directo o indirecto sobre la dirección de la sociedad.

Hace tiempo empero que este modelo, anclado en la tradición jurídico-societaria de las economías occidentales ha perdido buena parte de su vigencia. Desde la pionera e influyente obra de BERLE y MEANS, aparecida por vez primera en New York en 1932 y objeto de sucesivas ediciones y de innumerables comentarios⁽⁴⁾, uno de los problemas centrales de la dogmática societaria ha sido y sigue siendo la distribución y el control del poder en las sociedades de capital, especialmente en las cotizadas, así como los mecanismos de control

(4) BERLE-MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932, cuya segunda edición de 1939 ha sido objeto de consulta en la redacción de estas páginas. Se trata, como es sabido, de un estudio empírico sobre distribución de la propiedad accionarial —y la creciente atomización de esta última— en las grandes sociedades cotizadas norteamericanas así como sobre las razones explicativas del protagonismo de los *managers* como titulares de un poder efectivo de control societario y de defensa del interés social pese a hallarse desprovistos de la precisa condición de accionistas. En la literatura española siguen ofreciendo especial interés las observaciones sobre este particular de GARRIDO, “*La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*”, Bolonia, 2002, pp. 31 y ss., cuya relectura ha sido particularmente útil para las reflexiones contenidas en este trabajo.

—frenos y contrapesos— destinados a vigilar el ejercicio de semejante poder. Un temario, que con terminología no siempre precisa ha sido rebautizado en nuestros días con la expresión, tomada de la literatura económica, de *corporate governance* o gobierno societario⁽⁵⁾, polarizado en torno al ejercicio y distribución del poder de decisión, el control de este último ante el desinterés y la incapacidad de los inversores individuales para decidir y la consolidación del *managerialism* —el papel de los ejecutivos y altos directivos— con su correlato de confiar a los mercados de valores no sólo la financiación de la sociedad sino la evolución de sus rendimientos en consideración a intereses transpersonalistas, que ponen derechamente en cuestión la tradicional concepción contractualista de tales fenómenos.

2. Su formulación —y revisión— en la literatura posterior

La separación entre propiedad y control en las grandes sociedades y la difusión de la propiedad de las acciones entre un gran número de pequeños inversores dominados por una suerte de apatía racional —con las consecuencias bien conocidas de creciente absentismo y dispersión accionarial⁽⁶⁾— han suscitado una atención permanente y una viva controversia cuyos puntos básicos fueron brillantemente expuestos a comienzos de los años noventa por EASTERBROOK y FISCHER⁽⁷⁾, desarrollados y corregidos pocos años después por el profesor de la Universidad de Columbia J.C. COFFEE Jr.⁽⁸⁾. Este debate, del que se ha hecho eco asimismo la doctrina mercantilista europea, ha reavivado el viejo problema de determinar quién ejerce el control en la sociedad anónima cotizada. Un interrogante que tanto por las especialidades técnicas de su labor como por el desarrollo de las estructuras administrativas y el permanente recurso al *proxy system* se ha querido y creído despejar desde hace años en el sentido de atribuir a los *managers* y no a la Junta el poder de decisión, cuyo ejercicio se lleva a cabo, al menos formalmente, en defensa del interés social.

(5) Sobre las dificultades e imprecisiones de las traducciones utilizadas de ordinario en nuestro país *vid.* GARRIDO, *op. cit.* p. 22, nota 8.

(6) La literatura norteamericana sobre la denominada *rational apathy* es a estas alturas inabarcable. Para el estado de la cuestión me remito a las referencias siempre ponderadas de R. C. CLARK, “*Corporate Law*”, Boston-Toronto, 1986, pp. 390 y ss. En la literatura española tiene especial interés informativo el estudio monográfico de GARRIDO, *op. cit.* pp. 89-90, 124 y ss.

(7) EASTERBROOK y FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge Mass, 1991.

(8) De la amplísima obra de COFFEE Jr., repetidamente citado a lo largo del trabajo destacar, a los efectos que aquí interesan, el artículo “The SEC and the Institutional Investor: The half time Report”, *Cardozo L.Rev.* n.º 15 (1994 T) pp. 837 y ss.

Dicho con otras palabras: durante más de medio siglo la tesis dominante ha sido reconocer como titulares del poder de gestión y decisión de la empresa únicamente a los *managers*, un término huelga decirlo, que —como ya advirtiera entre nosotros GARRIDO⁽⁹⁾— sólo parcialmente coincide con el de administradores en el sentido técnico-jurídico, al venir referido asimismo a cuantos dentro de la empresa tienen una responsabilidad de gestión, esto es, administradores, gerentes y altos ejecutivos, facultades de gobierno y dirección que son ejercitadas bien directamente en defensa y promoción del interés social, bien indirectamente como instrumento de tutela del interés de los accionistas.

El modelo teórico canonizado a lo largo del siglo pasado por el legislador societario, que atribuye a los accionistas reunidos en junta general el control de los administradores, ha dejado sencillamente de aplicarse. Ello ha provocado, como no podía ser de otra forma, una crisis profunda del sistema de competencias de los órganos societarios, que pone derechamente en cuestión la vigencia efectiva del dispositivo legal. De ahí la existencia en todos los ordenamientos de una batería de recursos técnicos destinados a suplir este déficit de control y a reactivar el funcionamiento de la Junta. Se trata de un laborioso proceso en el que, junto a otros elementos, como enseguida se dirá, han jugado un papel determinante sobre todo los inversores institucionales, en su doble condición de canalizadores del ahorro privado hacia la inversión mobiliaria y garantes de los pequeños accionistas con facultades para ejercitar los derechos de los paquetes accionariales existentes en su portafolio y sometidos a su control. Bien es verdad que no ha sido éste el único, ni siquiera el más eficaz de los expedientes utilizados. A esta finalidad responde un amplio repertorio de incentivos en favor de una gestión profesional, tales como la remuneración de los administradores mediante *stock options*, la incorporación de consejeros independientes, y en un destacado lugar la institucionalización de la función supervisora del consejo, que deja de administrar y asume el control de la actuación de los gestores en su condición de responsables últimos de la dirección de la sociedad, poniendo en primer plano el problema del *monitoring cost*.

Buena parte de las reflexiones de la literatura jurídica norteamericana de los últimos años —al menos las más sugerentes y con frecuencia también las más polémicas— tienen por objeto revisar, a partir del declive de la asamblea y de la posición hegemónica del directorio, tanto la naturaleza jurídica de este último como de sus funciones tradicionales. Hace ahora más de treinta años EISENBERG —uno de los más influyentes teóricos del Derecho norteamerica-

(9) GARRIDO, “La distribución y el control...”, *op. cit.* p. 37.

no de sociedades, cuya obra fundamental⁽¹⁰⁾ ha modulado de forma no irrelevante el debate societario, sin perjuicio de suscitar una permanente atención crítica⁽¹¹⁾— advirtió que la verdadera gestión tenía lugar a extramuros del consejo y que nos encontrábamos ante un cambio irreversible debido a las modernas técnicas de gestión y a la progresiva complejidad de la administración de las grandes empresas. En suma: el consejo de administración habría dejado de administrar para pasar a supervisar la labor gestora realizada por el *management*. El control de los directivos se convierte a partir de esos momentos en un “problema permanente” que alcanza de lleno el núcleo institucional básico del gobierno societario y plantea la exigencia de introducir mecanismos de supervisión fuera de la potestad disciplinaria de la Junta y de atribuir tales mecanismos a otros sujetos o instituciones orgánicos o extraorgánicos más eficientes.

Huelga decir que este proceso se ha visto además favorecido por una concepción institucional de la empresa, dominante todavía hoy en buen número de ordenamientos continentales europeos que, como es sabido, antepone las exigencias a largo plazo a los intereses individuales del accionista. La defensa del interés social se conforma de esta suerte como un presupuesto no sólo de la continuidad de la gestión sino de habilitación a los administradores para definir las estrategias de la sociedad frente a los restantes intereses que confluyen en la actividad de la misma.

Las dificultades existentes en las grandes sociedades para concertar la actividad de los accionistas y acordar entre ellos una estrategia común en orden al ejercicio de una acción colectiva representan un grave obstáculo a los procesos de toma de decisiones y a la adopción de mecanismos de fiscalización eficaces del cumplimiento de estas últimas, favoreciendo por esta vía la injerencia de los administradores en su condición de “agentes” de los propios accionistas. Como ha sido puesto reiteradamente de manifiesto las limitaciones de funcionamiento de las Juntas generales, fruto de los problemas de acción colectiva y de la falta de coordinación que acabamos de señalar, se traducen con frecuencia en la imposibilidad de adoptar respuestas eficaces frente a la amenaza de una toma de control. Ello explica la frecuente instrumentalización de la Junta por los administradores y el equipo directivo en relación con eventuales medi-

(10) EISENBERG, *The Structure of the Corporation. A Legal Analysis*, Boston-Toronto, 1976.

(11) Me remito a las atinadas observaciones de BUXBAUM, “Die Leitung von Gesellschaften-Strukturelle Reformen im amerikanischen und deutschen Gesellschaftsrecht” en FEDDERSEN/HOMMELHOFF/SCHNEIDER, *Corporate Governance*, Köln 1996, pp. 65 y ss. En nuestra doctrina siguen teniendo interés y actualidad los comentarios críticos realizados en su día por PAZ-ARES “Reflexiones sobre la distribución de poderes en la moderna sociedad anónima (Teoría crítica de M.A. EISENBERG”, *RDM*, 1977, pp. 563 y ss.).

das anti-OPA pese a la facultad soberana e incondicionada de los accionistas de aceptar o rechazar las ofertas que les sean dirigidas⁽¹²⁾.

III. EL TRATAMIENTO DEL PROBLEMA

1. Estrategias de participación activa y reforzamiento de los mecanismos de control en derecho comparado

En relación con la eficacia práctica de las medidas de reactivación merece especial atención las reformas introducidas en los últimos años en los ordenamientos europeos. Pese a las diferencias de alcance y técnica jurídica existentes en las diversas legislaciones nacionales, todas ellas corroboran el propósito, reflexivo, de mantenerse dentro del esquema tradicional y de esta suerte promover el ejercicio de los derechos de socio. Al menos a través del mecanismo de la representación en los términos, por ejemplo, del *Vollmachtstimmrecht* reconocido por la *KonTraG* a las entidades de crédito depositarias de las acciones, por mencionar un supuesto sobradamente conocido. Otro tanto cabría decir, con relación asimismo al derecho alemán, en cuanto las posibilidades de control de la junta merced a la existencia de derechos de voto reforzado o a la celebración de esta última por videoconferencia en los términos contemplados tanto en el Informe Baums de julio de 2001 como en el Código Crome de 6 de febrero de 2002. Al igual que sucede en la *KonTraG*, la *TransPuG* se propone asegurar por vías diversas un notable reforzamiento del Consejo de Vigilancia como órgano de control y supervisión, a cuyo efecto se le atribuye expresamente la posibilidad de intervenir en la Junta a través de videoconferencia.

Se trata de una orientación seguida igualmente en derecho italiano. El *Testo Unico* introduce, como es sabido, en la línea apuntada en los trabajos de la Asociación Preite, nuevos mecanismos de participación y control en favor de las minorías. Apartándose del papel tradicionalmente atribuido a la Junta y de la posición que dentro de esta última viene asignada al accionista inversor, los redactores del TU han realizado un meritorio esfuerzo a la hora de equilibrar la natural tendencia del socio al absentismo y la revalorización de la función directiva de la Junta general. En esta misma línea se orientan no solo el Informe Winter de 2002 o el *Plan de Acción* sobre Modernización del Derecho de Socie-

(12) GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Madrid, 1999 p. 29.

dades aprobado por la UE en mayo de 2003 ⁽¹³⁾ sino la ley francesa de Seguridad Financiera, de 1 de agosto de 2003, destinada a fomentar la participación de los accionistas en la Junta y a eliminar las restricciones estatutarias relativas a los derechos de asistencia y voto.

Especial interés reviste, por último, la evolución seguida en el sistema anglosajón. Con independencia de las propuestas establecidas en el Código Combinado de 1998, revisado en julio de 2003, el interés se centra primordialmente en la práctica y legislación societaria de USA. En una primera época, que coincide con los años ochenta, el notable desarrollo de las tomas de control hostiles empujaron a los accionistas y con ello a la Junta general, pese al declive imparable experimentado por esta última, a asumir un destacado protagonismo. A ellos correspondía en definitiva pronunciarse sobre la oportunidad de tales operaciones y de esta suerte decidir, siquiera de forma indirecta, la continuidad de los administradores en el ejercicio de su cargo. De ahí que los tradicionales mecanismos legales e institucionales de control interno terminaran siendo sustituidos por el control externo ejercido desde el mercado.

Con la pérdida de significado de las opas hostiles a finales de los años ochenta y la adopción por el consejo de administración de las sociedades cotizadas del denominado *monitoring model* o modelo supervisor se abren nuevas vías al reforzamiento del control de los administradores. Un proceso cada vez más riguroso en el que van a terminar desempeñando un importante papel tanto los consejeros independientes, únicos legitimados para integrar los Comités de auditoría, nombramiento y retribuciones, como la competencia, atribuida en exclusiva al Comité de Auditoría, para contratar y revocar a los auditores externos.

Siendo importante lo anterior, todavía lo es más el papel de los inversores institucionales —compañías de seguros y fondos de pensiones fundamentalmente— como elemento de control y contrapeso del *management*, tras abandonar su tradicional estrategia de salida (*exit*) y sustituirla por la de voz (*voice*). Las importantes modificaciones normativas introducidas por la SEC en materia de *proxys* y la drástica reducción de los problemas de acción colectiva y de costes económicos, que su aplicación planteaba, explican —junto a las imperfecciones de los distintos mercados como mecanismos de control— la conver-

(13) Para una valoración global de la reforma llevada a cabo en los ordenamientos alemán e italiano me remito a los trabajos de KARSTEN SCHMIDT “La reforma alemana: las KonTraG y TransPuG de 1998 y 2002, y el Código Cromme” y P. MONTALENTI, “La reforma del derecho societario en Italia: aspectos generales”, artículos publicados ambos en *RdS* n.º 22 (2004-1) pp. 19 y ss. y 35 y ss. respectivamente. En relación con la evolución del derecho europeo *vid.* especialmente GARRIDO, “El informe Winter y el gobierno societario en la Unión Europea”, *RdS* n.º 20 (2003-1) pp. 111 y ss.

sión de los inversores institucionales y su relevante papel a la hora de garantizar la supervisión y control del *management*.

Bien es verdad que, como defensores de los intereses de los accionistas por la vía de los *shareholder's proposals* y los *proxy fights* o lucha por la captación de apoderamientos, la actuación de los inversores institucionales ha estado sujeta a una permanente controversia. Frente a quienes, como ROE, han hecho de ellos las únicas instituciones capaces de desempeñar eficazmente esta gestión⁽¹⁴⁾, no faltan voces autorizadas, como COFFEE Jr. y ROCK⁽¹⁵⁾, para los que la actuación de los inversores institucionales se halla gravemente comprometida debido a la ausencia de incentivos por parte de los responsables de estos grandes inversores en el ejercicio de su labor supervisora. Un déficit que, a juicio de la profesora Roberta Romano⁽¹⁶⁾, se agrava aún más por las presiones a que se hallan constantemente sometidos y el peso atribuido en este caso a los intereses políticos cuando son contrarios a las expectativas de los accionistas⁽¹⁷⁾. Adoptar estrategias de participación activa para coordinar los esfuerzos entre ellos y con la dirección, acercándose de esta suerte al perfil de un accionista de control —un paso por tanto intermedio entre estos últimos y los accionistas inversores— ha sido en definitiva el camino seguido en los países anglosajones, para confiar a los inversores institucionales una función de control de la dirección de las sociedades cotizadas.

A esta finalidad responde cabalmente la articulación en la práctica de un complejo dispositivo de medidas intrasocietarias, tales como las propuestas de votación, la revisión de los contenidos de los *proxy statement* elaborados por el *management* o por los restantes accionistas presionando sobre el equipo directivo. Fuera de la esfera interna, en el plano *extrasocietario*, conviene destacar las diferentes vías de acceso a la actividad ejercitada por el órgano de administración con el fin de disponer de un nivel adecuado de información al margen de la Junta general (asumiendo en este caso el riesgo de incurrir en un tráfico de información privilegiada con las consecuencias derivadas del *insider trading*).

(14) ROE "A Polytical Theory of American Corporate Finance" *Colum.L.Rev* 91 (1991) pp. 10 y ss.

(15) COFEE Jr., "Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor", *Colum. L.Rev* n.º 91 (1991) pp. 1277 y ss; ROCK "The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism", *Geo. L.J.* n.º 79 (1991) pp. 445 y ss.

(16) ROMANO "Less is More: Making Shareholders Activism a Valued Mechanism of Corporate Governance", *Yale Law & Economics Research paper* núm. 241, (2000).

(17) En relación con el papel desempeñado por los inversores institucionales, su auge y su estructura jurídica ofrecen especial interés las consideraciones de GARRIDO, *La distribución y el control del poder*, op. cit. pp. 109 y ss. con más indicaciones.

2. La orientación de la doctrina y legislación españolas

La preocupación por la devaluación del ejercicio del poder y el declive real del papel desempeñado por la junta general han impulsado una evolución no exenta de interés en el ordenamiento español que se inscribe dentro de las corrientes legislativas y doctrinales relacionadas con el gobierno de las sociedades. El primer paso en esta dirección, tímido y a todas luces insuficiente, tiene lugar con la publicación en febrero de 1998 de un extenso documento elaborado, con el apoyo de CNMV, por una Comisión de expertos designada por el Gobierno. El llamado *Informe Olivencia*, bautizado así con el nombre del presidente de dicha Comisión, introduce importantes novedades en materia de gobierno societario aunque, a decir verdad, el propósito de sus redactores no fue en modo alguno abordar el significado político-institucional y funcional de la Junta general. Ello no impidió que el Informe denunciara con especial énfasis —en el marco siempre de un tratamiento puramente incidental del fenómeno— el carácter rutinario o puramente protocolario de la Junta general de las sociedades cotizadas, sus graves carencias como mecanismo de control así como la escasa eficacia disciplinaria de sus actuaciones. El *Código de Buen Gobierno*, de cumplimiento voluntario por parte de las sociedades tanto cotizadas como abiertas, trasluce un no disimulado escepticismo en cuanto a las posibilidades de una más decidida participación de los accionistas y, en consecuencia, de una reactivación de la Junta, cuya capacidad como “foro de comunicación” de la sociedad con sus inversores se haya drásticamente limitada (apartado 9.3).

El reconocimiento en el *Informe Olivencia* de la presencia en el accionariado de las sociedades cotizadas “de numerosos ahorradores o inversores privados que, junto a otros mayoritarios o titulares de paquetes significativos, representan intereses dignos de una específica tutela” no pasa de ser una declaración retórica en la medida en que deja intocadas prácticas societarias firmemente consolidadas en el mercado español, difícilmente compatibles con las normas de buen gobierno. Buen ejemplo de lo anterior lo constituye la práctica de someter la convocatoria de la Junta general a la exclusiva iniciativa de los grupos de control y de establecer una amplia batería de cautelas destinadas a obstaculizar la adopción de acuerdos contrarios a sus intereses. Esta grave desatención a la disciplina reguladora de la Junta y la necesidad de potenciar la transparencia del mercado y la confianza de los inversores explica que en julio de 2003 el Gobierno aprobara la creación de una nueva Comisión destinada a establecer las directrices básicas aplicables a las sociedades emisoras de valores e instrumentos admitidos a negociación con la finalidad de aumentar la seguridad y transparencia de los mercados financieros. El aspecto más relevante, a los efectos que aquí interesan, es sin duda el destacado papel atribuido al funcionamiento de la Junta general, órgano al que se dota de una significación hasta entonces desconocida. Buena parte de las recomendaciones y propuestas conte-

nidas en el *Informe Aldama* de enero de 2003 —documento elaborado por la Comisión especial presidida por Enrique Aldama y centrado en las sociedades cotizadas y los mercados financieros con el fin de formular las recomendaciones “que se consideren oportunas para aumentar la transparencia en los mercados y la seguridad del inversor”— han sido objeto de una ulterior regulación normativa.

La Ley 26/2003, de 17 de julio de 2003, de Transparencia de las Sociedades anónimas cotizadas se propone en lo fundamental el fortalecimiento de esta última mediante la introducción de eficaces mecanismos de control sobre el gobierno de dichas sociedades con vistas a potenciar la confianza de los accionistas e inversores en el buen funcionamiento de los órganos sociales. Con una orientación análoga a la seguida en el *Testo Unico* así como en la *KonTraG* y la *TransPuG* el legislador español presta especial atención al objetivo fundamental de revitalizar la Junta general y de reforzar la posición de los accionistas con el establecimiento de derechos reforzados de información, el deber de elaborar un Reglamento de la Junta general como mecanismo de potenciación del papel de esta última y de las cuestiones con ella relacionadas así como de la nueva disciplina aplicable al Informe Anual de gobierno corporativo. Se trata de un bienintencionado esfuerzo por potenciar la participación de los accionistas en los procesos de toma de decisiones utilizando, siquiera sea tímidamente, los nuevos instrumentos de la sociedad de la información de conformidad con los objetivos perseguidos por el Derecho comunitario en su Plan de acción para la Modernización del derecho de sociedades de 21 de mayo de 2003.

Siendo importantes tales iniciativas, no es sin embargo seguro que los mecanismos adoptados en orden al fortalecimiento de la participación y con ello al reforzamiento del control garanticen en caso de dispersión de la propiedad accionarial la correcta prosecución por los administradores del interés social. Es cierto que el ejercicio de las acciones individuales de responsabilidad y el reforzamiento del sistema sancionatorio comportan en la práctica eficaces mecanismos de control tanto preventivos como precautorios. Pero no es menos cierto que desde el prisma del *securities law* se mantiene una profunda desconfianza respecto del papel desempeñado por la Junta y, como consecuencia de ello, la necesidad de desplazar la atención hacia la tutela del mercado y del ahorro difuso o lo que es igual, hacia los mecanismos de control externo acordes con las nuevas exigencias de transparencia.

Las limitaciones e insuficiencias que acabamos de señalar no han pasado inadvertidas a la doctrina que, de forma prácticamente unánime, atribuye a la reactivación de la Junta general un papel estratégico dentro de las nuevas tendencias de gobierno societario. En este clima favorable al fortalecimiento de la

posición jurídica de socio y al reforzamiento de los mecanismos de participación indirecta de este último en el funcionamiento de la Junta general —solicitud y obtención de delegaciones de voto, voto por correspondencia como expresión de una participación no integrada, supresión de la prohibición de representación por los bancos y ejercicio por estos últimos del derecho de voto de los títulos en ellos depositados— siguen siendo objeto de atención prioritaria las cuestiones relativas a las agrupaciones de accionistas y los nuevos cometidos atribuidos —y asumidos— por los inversores institucionales. Se trata de una política legislativa ambiciosa, en la que al compás de las medidas destinadas a facilitar el acceso de la anónima cotizada al mercado de capitales siguen siendo prevalentes los mecanismos de funcionamiento interno. A esta finalidad responde, en lo fundamental, esta nueva disciplina. Junto a normas legales obligatorias, fijamente ancladas, se da paso a nuevos principios como la transparencia. Asistimos de esta suerte a un desplazamiento del control orgánico societario tradicionalmente atribuido a la Junta general, con competencias para absolver una función disciplinaria respecto de la conducta de los directivos, hacia un sistema de control externo en favor no sólo del mercado de control societario sino también de los inversores institucionales.

No es fácil pronunciarse sobre el alcance y significado —y especialmente sobre una hipotética reversibilidad— de este declive de la Junta general en relación con las atribuciones que le vienen legalmente reconocidas. Existe, como ya señalara en su momento M. LUTTER, “una práctica subversión” del sistema legal de competencias entre órganos a favor de los administradores y en detrimento de los socios, esto es, de la Junta general. Como consecuencia de ello quedan sustraídas a la competencia de esta última operaciones de tanta trascendencia como la aportación de ramas importantes de actividad empresarial a sociedades ya existentes o de nueva creación. El reforzamiento del papel prevalente atribuido al órgano de administración se acentúa aun más si cabe cuando se trata de sociedades de estructura policorporativa. En ellas los derechos de participación social —voto, información, nombramiento y destitución de los administradores, modificaciones estatutarias relativas a la cifra de capital y operaciones de reestructuración empresarial, en particular, fusiones, escisiones y disolución de la sociedad— son ejercitados de forma mediata a través del control ejercitado por el órgano de administración de la sociedad dominante como titular directo de tales derechos en la sociedad dominada.

Con el fin de favorecer un mayor compromiso de los socios en los procesos de toma de decisiones por la vía no tanto, o no sólo, de incentivar su directa participación en la Junta general —lo que constituye sin duda el objetivo último de buena parte de las propuestas doctrinales y de las reformas legislativas recientes— cuanto de favorecer lo que se ha dado en llamar la “agrupación o

asociación para la participación”⁽¹⁸⁾ a través de fórmulas destinadas básicamente a modular el poder de los accionistas inversores que gobiernan la sociedad, también en nuestro país ha sido objeto de un vivo debate, desde mediados de los años noventa el fundamento y alcance de un *direct monitoring* de los propios accionistas en materia de gestión social. El objetivo político-jurídico no es otro que reforzar por esta vía la posición del cuerpo social, esto es, de la Junta general en el ámbito de la gestión social. Más que a una ampliación del ámbito competencial de esta última por el juego de la autonomía estatutaria ello daría lugar a una mayor incidencia del papel institucional de la Junta merced al reforzamiento de la disciplina en materia de información.

En un trabajo completo y muy sugerente el profesor A. TAPIA HERMIDA ha pasado revista a una amplia batería de medidas de reactivación de la Junta general, sirviéndose de la experiencia que en esta materia ofrece el derecho comparado⁽¹⁹⁾. Sin ignorar la conveniencia de una aplicación generalizada de las nuevas tecnologías en materia de captación del voto electrónico y difusión de la información así como la oportunidad de incorporar consejeros independientes y de facilitar la actuación tanto de los inversores institucionales, en su calidad de garantes de los derechos de los pequeños accionistas, como la legitimación de las asociaciones de accionistas para solicitar públicamente la representación, el autor elabora propuestas específicas en materia sobre todo de transparencia informativa. Se trata no sólo de dar publicidad al contenido del orden del día sino también al texto de la propuesta de acuerdos que en él se incluyan. Lo que con tales iniciativas se persigue es además y fundamentalmente mejorar la calidad informativa respecto del mensaje enviado por la sociedad emisora a los accionistas y de los datos puestos al alcance de estos últimos sin necesidad de previa solicitud para de esta suerte reforzar la posición del accionista en su condición de inversor. Congruentemente con esta orientación el autor defiende asimismo la ampliación del plazo previsto con carácter general en el artículo 97.1 LSA para que los accionistas se informen debidamente de los asuntos por debatir así como la restricción o eliminación de las limitaciones estatutarias al ejercicio del derecho de asistencia, facilitando por esta vía la presencia de sujetos o entidades no socios (CNMV, administradores sociales y auditores de cuentas). Finalmente manifiesta su oposición a aquellas propuestas contrarias a la admisibilidad del voto por correo o por otros medios, que no exijan la presencia física del accionista así como a cualesquiera otras medidas que permitan a los grupos de control establecer quórums de votación reforzados

(18) BLACK “Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice”, *UCLA L.Rev.* (1992), pp. 881 y ss.

(19) En estos términos resultan de especial interés las observaciones formuladas por MARCHETTI *op. cit.* p. 10.

o limitaciones estatutarias del derecho de voto. Se postula asimismo, con carácter general, la posibilidad de recurrir a medios postales o electrónicos para el ejercicio de tal derecho así como de legitimar al pequeño accionista para impugnar los acuerdos sociales.

No es seguro empero que este catálogo de propuestas y recomendaciones encuentre eco suficiente en la práctica societaria española de nuestros días. Se trata de mercados en los que los accionistas minoritarios distan de jugar papel relevante alguno en la convocatoria de las Juntas generales extraordinarias y de las llamadas Juntas judiciales. Sin perjuicio de lo establecido en la Propuesta de directiva del Parlamento europeo y del Consejo de 5 de enero del 2006 sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas, siguen siendo a todas luces insuficientes, y en consecuencia criticables las medidas adoptadas en materia de publicidad tanto de la convocatoria como del acto de celebración de la Junta. Esta situación se ve agravada por la inexistencia de la llamada “Junta virtual” y por la inaplicabilidad a las minorías del denominado “foro electrónico de los accionistas”. Al tratarse de un proceso que corre paralelo al establecimiento de controles cada vez más rigurosos del desarrollo de las Juntas por parte del órgano de administración, la asamblea de socios presenta en el ámbito sobre todo de las sociedades cotizadas una significación cada vez más residual⁽²⁰⁾.

Al ocuparse de los órganos sociales, dentro de la rúbrica sobre “Recomendaciones”, el Informe Conthe dedica una recomendación específica, la número 3, a las competencias de la Junta general. La particularidad de dicho texto radica en el abandono de su carácter inicialmente imperativo —sometimiento a la preceptiva aprobación o en su caso ratificación de este órgano de determinadas decisiones adoptadas por el consejo de administración— en favor de una simple propuesta destinada a atribuir a la Junta general la facultad o competencia para aprobar ciertos acuerdos, no contemplados expresamente en las leyes mercantiles, que afecten de forma sustancial a la naturaleza y estructura de la sociedad. En particular la transformación de sociedades cotizadas en sociedades holding mediante “filialización” o incorporación a entidades dependientes de actividades esenciales desarrolladas hasta ese momento por la propia sociedad; la adquisición o enajenación de activos operativos esenciales que entrañen una modificación efectiva del objeto social así como las operaciones con efecto equivalente al de la liquidación de la sociedad.

Pues bien, quien busque alguna información sobre los problemas relativos a la estructura orgánica de la sociedad y se preocupe por analizar las

(20) TAPIA HERMIDA, A., “La Junta General de accionistas de la sociedad anónima cotizada” en *Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. III, Madrid, 2002, pp. 2917 y ss.

consecuencias provocadas por el absentismo de un accionariado disperso, que pone en manos de los directivos el poder de decisión de la sociedad, bien de forma autónoma como sucede en USA, bien en combinación con las entidades de crédito, como es regla frecuente en la Europa continental, buscará en vano. La elaboración de instrumentos específicos para incentivar la participación de los socios en la Junta general y detener el progresivo declive de esta última, más allá de los mecanismos oportunistas en materia de transparencia informativa, no constituye ciertamente la preocupación más relevante de este Código. Más aún: existen indicios sobrados que corroboran una marcada desconfianza en el papel desempeñado por la Junta general, cuya posición institucional queda diluida en un mar de recomendaciones orientadas preferentemente a la tutela del mercado y al control externo de las sociedades cotizadas. Sólo la política de transparencia informativa, que en este documento se propugna, contribuye de una forma indirecta —y abiertamente insuficiente— al fortalecimiento del poder de la Junta, pese a los avances registrados en cuestiones técnicas puntuales, como la votación separada de asuntos (Recomendación 5), el fraccionamiento del voto (Recomendación 6) o las votaciones consultivas por la Junta general en relación con la política de retribuciones de los consejeros.

IV. REFLEXIONES FINALES

En una de sus más conocidas aportaciones al gobierno de las sociedades cotizadas⁽²¹⁾ se preguntaba J.C. COFFEE, Jr. por los factores que explican la estructura corporativa y el comportamiento de los accionistas y llamaba la atención sobre el hecho de que, pese a su importancia, esta cuestión había permanecido durante decenios al margen del debate doctrinal y en consecuencia abierta. Esta aparente indiferencia obedecería, en su opinión, a la *vis atractiva* de las conocidas tesis de Berle y Means, según las cuales la atomización y dispersión del accionariado y su tradicional pasividad venían directamente determinadas por el viejo principio de separación entre propiedad y control. Una regla cuya vigencia y universal aceptación habrían entrado en crisis a partir de los años

(21) El trabajo, todavía sin publicar, presentado por J. SÁNCHEZ CALERO GUILARTE/Isabel FERNÁNDEZ/Mónica FUENTES, al Seminario Complutense de 6 de abril de 2006 con el título de *La Junta general de las sociedades cotizadas (Algunas referencias empíricas sobre sus aspectos principales)* ofrece un cuadro completo y razonado de las particularidades en materia de convocatoria, derechos de asistencia e información, con particular referencia a la asistencia por representación así como a la reunión y desarrollo de las Juntas generales de las sociedades cotizadas españolas especialmente las comprendidas dentro del IBEX-5.

ochenta, justamente cuando la doctrina comenzaba a cuestionarse —más allá de la vieja polémica sobre si la fragmentación de la propiedad fundamentaba y explicaba por sí sola la pasividad de los accionistas— las razones mismas de tal fragmentación⁽²²⁾. La vigencia y aplicabilidad del modelo Berle/Means a empresas de gran envergadura, capaces de allegar los recursos de capital exigidos por la índole de sus operaciones y de despertar el interés de un número elevado de inversores sujetos a una fuerte dispersión, según la fórmula acuñada en los mercados anglosajones, nada tiene que ver con la existencia y consolidación en los mercados financieros de otras partes del mundo, especialmente asiáticos y europeos, de estructuras de capital concentrado, en los que el activismo de los accionistas se halla directa y proporcionalmente sujeto a los niveles de concentración. La coexistencia de estos modelos contrapuestos respondería en último término a condicionamientos de muy diversa índole y, en particular, a factores con un marcado carácter histórico (*path dependence*). En suma: la distinta distribución de la propiedad accionarial, si es que cabe aventurar una explicación unitaria, obedecería en último término a la diversa y en ocasiones contrapuesta regulación —o mejor aun, autorregulación— de los diferentes mercados de valores y a la represión de las conductas fraudulentas en mercados en los que la intervención del Estado en la actividad económica muestra signos de progresivo debilitamiento⁽²³⁾.

Se trata de un fenómeno cuya complejidad técnica y sobre todo político-jurídica se acentúa en los últimos años como consecuencia del cambio de paradigma experimentado en el ámbito de la sociedad cotizada en no pocos modelos regulatorios. Baste con señalar a este respecto la significación atribuida al ejercicio de los derechos administrativos del socio como expresión del desempeño de una función fiduciaria directa. Como es sabido, este esquema tradicional ha sido sustituido en la práctica por una relación fiduciaria mediata de carácter triangular, a la que concurren inversores ordinarios, intermediarios profesionales (inversores institucionales) y con frecuencia el propio *management*, con la particularidad, reiteradamente apuntada, de originarse, dentro de esta relación fiduciaria una contraposición —y en ocasiones una colusión— entre los nuevos accionistas y los administradores.

(22) COFFEE Jr., *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*, p. 1. Este manuscrito ha sido consultado como *Draft* en la versión de 2-10-1999.

(23) Para las primeras revisiones de esta tesis *vid.* en particular BLACK, “Shareholder Passibiti Reexamined”, *Mich. L.Rev.* n.º 89 (1990) pp. 520 y ss.; CONARD, “Beyond Managerialism: Investor Capitalism”, *U.Mich.J.L.Ref.* 22 (1988) pp. 117 y ss.

Decía KARSTEN SCHMIDT —al comentar hace ahora casi dos años las reformas del derecho alemán mencionadas en el curso de esta exposición⁽²⁴⁾— que la metodología jurídica dedicada hasta ahora a la interpretación de las leyes y al juego de la analogía sobre la base del derecho legislado debería replantearse con rigor y en profundidad. Más aún: debería reescribirse en su totalidad. Pues bien, pese a la radicalidad con que tal propuesta viene formulada comparto sin reservas esta preocupación. La orientación del moderno derecho de sociedades hacia el mercado de capitales y los nuevos principios y normas que gobiernan el régimen de las cotizadas están reclamando desde hace tiempo una nueva óptica y un nuevo instrumentario, que posibilite, con mayor eficacia que hasta ahora, el tratamiento de las viejas cuestiones, tradicionalmente irritadas, referidas a la posición del accionista inversor, la naturaleza del interés social, las relaciones entre legislación, gestión empresarial y mercado y, en fechas recientes, dentro del proceso general de revitalización de la Junta general, las relaciones entre esta última y el órgano de administración.

No creo exagerar si digo que hace falta un nuevo modelo cultural para interpretar la realidad de las sociedades cotizadas y, en particular, el significado institucional de la junta general y del consejo de administración, un instrumento este último destinado a solucionar, como ya apuntara en su momento el profesor Esteban Velasco los conflictos entre los diversos grupos de accionistas y entre estos últimos y los ejecutivos a la luz de la teoría de la agencia. Una vez más cobra significación la vieja admonición de EISENBERG de que el objetivo no es tanto acercar el modelo real de sociedad al modelo legal sino modificar este último para atribuir a los órganos sociales la función que estos puedan realizar de una manera efectiva en la práctica. Tal vez por ello no sea ocioso recordar que, al reflexionar sobre la idoneidad de las estructuras de gobierno y de los mecanismos de control del *management* en sociedades de capital disperso, tanto la SEC como la American Bar Association o el American Law Institute haya optado finalmente por un modelo mixto capaz de armonizar el catálogo de principios dirigidos al legislador y a los tribunales con recomendaciones (*Restatements in Law*), cuyos destinatarios sean las propias sociedades. De momento este proceso de reformas legislativas permanece abierto y constituye en cuanto tal una tarea pendiente.

(24) Sobre este particular *vid.* con carácter general LA PORTA/LÓPEZ DE SILANES/SCHLEIFER, “Corporate Ownership Around the World”, *J. Fin.* n.º 54 (1999) pp. 471 y ss., Dentro de la dilatada obra de COFFEE Jr. cobran especial interés y actualidad sus dos trabajos “Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure” *J. Corp. L.* n.º 25 (1999) pp. 1 y ss. y “The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of the Law and the State in the Separation of Ownership and Control”, *Yale L.J.* 111 (2001) pp. 1 y ss.

Basta con examinar el Informe Aldama y en fechas más recientes el Código Conthe, así como repasar el contenido de la Ley de Transparencia, para darse cuenta de que las propuestas que en estos textos se contienen son modestas y de alcance extraordinariamente limitado. Soy de la opinión de que, una vez más, ha quedado pendiente la tarea de modernización del derecho de sociedades por lo que a las relaciones interorgánicas se refiere. Ello se hace especialmente en el ámbito del ejercicio de los derechos de socio, el papel supervisor y de control atribuido a la Junta general respecto de los administradores y la posición desempeñada por estos últimos. Al igual que en otros ordenamientos societarios los accionistas sólo conservan en el nuestro el control directo sobre determinadas cuestiones básicas reservadas *ex lege* a la competencia de la Junta. En lo demás delegan la dirección y supervisión de la marcha de la empresa en el órgano de administración, de tal suerte que el poder de decisión del equipo ejecutivo y el control de este último pasa a ser competencia exclusiva del Consejo y, en particular, de los independientes, con capacidad, como ya señalara en su día el profesor ESTEBAN VELASCO, de “controlar a los directivos y de resolver eventuales desacuerdos y conflictos de intereses entre estos últimos y la sociedad”⁽²⁵⁾.

(25) *Vid.* el trabajo mencionado en nota 11 y en particular la p. 34. Del contenido de esta aportación interesa destacar el énfasis del autor al señalar en las páginas 24-25 la particularidad de la *KonTraG* no sólo como instrumento de “control y transparencia” sino también de reforzamiento del control de la Dirección. Esta mejora se dejaría sentir no sólo en la tramitación de procesos actuales sino en relación sobre todo con el efecto preventivo derivado del derecho de los accionistas a presentar una demanda y de esta suerte agravar el riesgo de responsabilidad de los administradores al margen del procedimiento de insolvencia, es decir, en el marco de procesos potenciales. Resulta forzoso compartir las dudas de K. SCHMIDT en cuanto a que la pretensión del legislador alemán de “dotar de dientes al tigre de papel del & 147 AktG” haya conseguido sus objetivos al haberse comprobado que “esos dientes sólo son de papel y, además, son del papel de la burocracia”, tal como había ya anticipado autorizadamente LUTTER, M., “Aktionärs-Klagerechte”, JZ, 2000, p. 840.

EL ESCASO ÉXITO DEL REGLAMENTO DE JUNTA DE ACCIONISTAS COMO INSTRUMENTO DE REVITALIZACIÓN DE ESE ÓRGANO. PERSPECTIVAS DE FUTURO

LUIS FERNÁNDEZ DEL POZO

*Registrador Mercantil.
Catedrático de la Universidad de Cataluña.*

- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. DEL CÓDIGO OLIVENCIA AL INFORME ALDAMA: UN CAMBIO DE PARADIGMA CIENTÍFICO EN MATERIA DE “ACTIVISMO ACCIONARIAL”.
 - III. SOBRE LOS MAGROS RESULTADOS CONSEGUIDOS CON LOS REGLAMENTOS APROBADOS Y DIVULGADOS.
 - IV. UN APUNTE SOBRE LOS PROBLEMAS DE TÉCNICA REGULATORIA Y ALGUNAS EXPECTATIVAS DE UN FUTURO MÁS PROMETEDOR.
-

I. INTRODUCCIÓN

La nueva Ley 26/2003, de 17 de julio, de Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas añade, como es sabido, todo un título, el que lleva el ordinal X, a la Ley del Mercado de Valores. Dicho nuevo título X, arts. 111 a 117 de la LMV, pasa a intitularse “De las sociedades cotizadas”. Su capítulo III está

dedicado a “los órganos sociales”. El primero de los artículos de ese capítulo ⁽¹⁾ reza así:

“Artículo 113. De la junta general de accionistas.

1. La junta general de accionistas de la sociedad anónima con acciones admitidas a negociación en un mercado oficial de valores, constituida con el quórum del artículo 102 de la Ley de Sociedades Anónimas o el superior previsto a este propósito en los estatutos, aprobará un reglamento específico para la junta general. En dicho reglamento podrán contemplarse todas aquellas materias que atañen a la junta general, con respeto de las materias reguladas en la ley y los estatutos.

2. Dicho reglamento será objeto de comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, acompañando copia del documento en que conste. Una vez efectuada esta comunicación se inscribirá en el Registro Mercantil con arreglo a las normas generales.”

El precepto citado incorpora a nuestro Derecho positivo de sociedades una recomendación contenida en el “*Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*” (en adelante: “Informe Aldama”) dirigida a que mediante un soporte normativo adicional a la legislación existente se impusiera a las cotizadas la “obligación de dotarse de un conjunto de disposiciones en materia de gobierno corporativo” que comprende, junto al del consejo, de un “Reglamento de la Junta General” (capítulo IV, 1.3) . El reglamento de Junta general no es institución totalmente desconocida en Derecho comparado aunque nuestra regulación se inspira sin duda en la alemana.

En *Derecho comparado*, es bien sabido que ciertas de las sugerencias o “medidas” tendentes a la potenciación del papel de la Junta general y de la protección del socio minoritario avanzadas por la doctrina y los prácticos han sido abordadas en el marco de las diferentes reformas legislativas que reciente-

(1) La Ley de Transparencia ha sido objeto de desarrollo reglamentario por Orden del Ministerio de Economía 3722/2003, de 26 de diciembre, sobre informe anual de gobierno corporativo en que se detalla el contenido de dicho informe en relación, entre otras cosas, al funcionamiento de la Junta general con descripción de su Reglamento [Primero 1.e)] . En su apartado Cuarto, la OM desarrolla también la Ley de Transparencia en punto al contenido mínimo de la web corporativa que, en lo que a nosotros interesa, incluye la difusión en el portal de Internet del Reglamento de la Junta General [Cuarto 1.b)] así como otro tipo de informaciones: documentos relativos a Juntas Generales; información sobre el desarrollo de Junta y sobre los “cauces de comunicación con los accionistas”, representación del accionista en Junta General; voto a distancia [cfr. apartados f) a j) de la misma disposición].

mente han sacudido los Derechos positivos de sociedades con el propósito de tratamiento normativo de algunos de los temas de la “corporate governance” y, también, de la profundización de la transparencia de las cotizadas. No obstante, precepto similar al que comentamos sólo se encuentra, que yo sepa, en Derecho positivo comparado en el § 129 *AktG* en la redacción dada por la *KonTraG* (Ley alemana para el control y la transparencia en el ámbito empresarial” de 27 de abril de 1998)⁽²⁾. Dicho precepto claramente inspira el nuestro: “La junta general, por mayoría de al menos tres cuartas partes del capital social representado en el momento de adopción del acuerdo, puede dotarse de un reglamento de régimen interior con reglas para la preparación y la realización de la junta general”.

En la justificación de la reforma, tras referirse su redactor al mal funcionamiento de las juntas de las grandes sociedades se nos indica que la elaboración de un reglamento (voluntario para la sociedad) puede “ayudar a la revitalización de la junta general, a la concentración en un debate de contenido técnico y, en definitiva, a mejorar el control por parte de los propietarios en la junta general”. De su contenido específico puede formar parte, se nos dice, todo lo relativo a la regulación de los servicios de seguridad, el nombramiento de la persona que presida la asamblea, sus facultades para dirigir y ordenar la junta, la participación de los auditores de cuentas, la grabación de las intervenciones, su limitación de tiempo, el derecho de hacer preguntas, el procedimiento de escrutinio de votos, la entrega de copias y otros aspectos. En general, la medida ha tenido escaso éxito práctico⁽³⁾ entre otras cosas por lo desmesurado del quórum de aprobación establecido en la Ley —incluso superior al de modificación de estatutos— muy difícil de conseguir para empresas de cierta dimensión. En la doctrina alemana existen opiniones bastante pesimistas sobre la utilidad de la reforma.

(2) Pueden consultarse: BACHMAN, “Die Geschäftsordnung der Hauptversammlung”, *AG*, 1999, pp. 210 y ss.; BEZZENBERGER, G., “Die Geschäftsordnung der Hauptversammlung”, *ZHR*, 1998, 27(2), pp. 352-366; HENNERKES y KÖGEL, “Eine Geschäftsordnung für die Hauptversammlung”, *DB*, 1999, pp. 81 y ss. En SCHAAF, “Die Geschäftsordnung der AG-Hauptversammlung- eine praktische Notwendigkeit?”, *ZIP* 32/1999, pp. 1339 ss., se critica su escasa utilidad práctica pero se incluye un modelo de reglamento. También en: MARSC-BARNER, “Die Geschäftsordnung der Hauptversammlung” en DÖRNER/MENONLD/PFITZER/OSER, *Reform des Aktienrechts, der Rechnungslegung und der Prüfung. KonTraG-Corporate Governance*, 2.^a edición, 2003, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, pp. 557-564; SCHAAFT, “Die Geschäftsordnung der AG-Hauptversammlung-eine praktische Notwendigkeit?”, *ZIP*, 1999, 32, pp. 1339 y ss.

(3) En HENNERKES/KÖGEL, artículo citado, p. 81, se menciona que una sola sociedad alemana, cotizada en bolsa, había por entonces elaborado su reglamento de junta. En 2003 —MARSC-BARNER op. cita. ut supra— habría aumentado el número a dos: la sociedad VBH Holding AG y la compañía Value MANAGEMENT & RESEARCH Aktiengesellschaft.

Recientemente, la reforma de la *Aktiengesetz* alemana por la UMAG, de 22 de septiembre de 2005, añade al §131 (2) *AktG* un nuevo párrafo en el que se prevé que “los estatutos o el reglamento a que se refiere el §129 pueden facultar al presidente de la Junta para limitar de forma adecuada en el tiempo el derecho a intervenir y a formular preguntas, así como establecer otras disposiciones al respecto”⁽⁴⁾.

Quienes entre nosotros han estudiado el reglamento de junta que se diseña en la reforma sobre la Transparencia de las cotizadas apenas han discrepado en la exégesis de su regulación⁽⁵⁾. No se suscitan problemas dogmáticos relevantes sobre la razón de ser de la reforma (la revitalización de la junta y la mejora de la tutela del accionista) y sobre la naturaleza del reglamento; apenas existen discrepancias sobre el contenido posible de ese instrumento de autorregulación y sólo en mayor medida existe cierta disputa doctrinal acerca de su eficacia (y, en particular, sobre la eventual nulidad de los acuerdos de junta adoptados en violación de sus preceptos)⁽⁶⁾.

(4) Una primera noticia sobre la reforma en: JUAN y MATEU, F., “La reforma de la *Aktiengesetz* alemana por la UMAG de 22 de septiembre de 2005”, *RdS*, núm. 25, 2005, pp. 187 y ss. En particular, en lo que hace a este aspecto del reglamento de junta, pueden verse las pp. 198 y ss.

(5) EMPARANZA, A., “El Reglamento de la Junta de accionistas tras la nueva Ley 26/2003, de 17 de julio, de transparencia de las sociedades cotizadas”, *RdS*, núm. 21, pp. 149 y ss.; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “El Reglamento de la Junta General en la Ley de Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas”, *RDBB*, 2004, XXIII, pp. 55 y ss.; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “El Reglamento de la Junta General”, *La Ley*, núm. 6182, 2005, 3 de febrero 2005, p. 4; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “El Reglamento de la Junta General y los derechos del accionista: planteamiento general”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, vol. I, Aranzadi- *RdS*, 2006, pp. 289 y ss.; MORALES, J.R.-SÁNCHEZ SOLÉ, S., “Capítulo V. La Junta General. El Reglamento de la Junta General”, en AA.VV. (Fernando Vives y Javier Pérez-Ardá coordinadores), *La sociedad cotizada*, Colección Garrigues, Pons, 2006, pp. 217 y ss.; RAMOS HERRANZ, I., “El Reglamento de la Junta General en las Sociedades Anónimas Cotizadas”, *RDM*, núm. 235, enero-marzo, 2005, pp. 214 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., “Observaciones preliminares al proyecto de Ley de modificación del régimen de las sociedades cotizadas y de las anónimas en general, tras el Informe Aldama”, *RdS*, núm. 20, 2003, pp. 27 y ss.; VIERA GONZÁLEZ, A.J., “Previsión estatutaria y en el Reglamento de Junta General de la emisión del voto y otorgamiento de la representación por medios de comunicación a distancia”, *RdS*, núm. 22, 2004, pp. 195 y ss.

(6) He defendido, por ejemplo, la posibilidad de impugnar de nulidad los acuerdos sociales contrarios a disposiciones reglamentarias. *Prima facie*, aunque no quiera ponerse al reglamento al mismo nivel que la ley o los estatutos, la violación del pacto reglamentario entraña una infracción del interés social susceptible de fundar una anulabilidad *ex art.* 115 LSA. Puede verse con más detalle: FERNÁNDEZ DEL POZO, “El Reglamento...”, *op. cit.*, pp. 114-116. En el mismo sentido, recientemente: RAMOS HERRANZ, I., “El Reglamento...”, *op. cit.*, p. 214.

Así las cosas, creo que estamos en condiciones de hacer una primera evaluación crítica de los resultados obtenidos con la introducción de una normativa inusual en Derecho comparado en lo que tiene de imperativa obligación a cargo de las cotizadas de dotarse de este instrumento regulatorio.

Antes de nada, entiendo que es muy oportuno tratar de explicar la reciente reforma desde la perspectiva del cambio de paradigma científico y regulatorio que nos muestra el camino recorrido del Código Olivencia al Informe Aldama. Sólo entonces podremos evaluar con garantías de acierto los resultados —más o menos modestos— alcanzados. No podemos perder de vista que para los redactores del primero de nuestros “códigos” la imposición a las sociedades cotizadas de una eventual obligación de dotarse de un reglamento de junta sería cosa impensable: la revitalización de la misma junta se tenía por una verdadera quimera. Con todo, como acabaré tratando de demostrar, la utilidad del instrumento como mecanismo de revitalización de la junta y de mejora de la posición del accionista depende en gran medida de la muy conveniente definición de estándares específicos de buen gobierno algo más ambiciosos de los que ahora son al uso y que permitan un contraste independiente por agencias de “rating corporativo”. Pecan de ingenuos quienes confían ciegamente en la virtud de la sana y espontánea competencia de autorreguladores olvidándose del riesgo real de prácticas de “cartelización” (emulación “a la baja” de los estándares)⁽⁷⁾. Algo de esto hay entre nosotros.

II. DEL CÓDIGO OLIVENCIA AL INFORME ALDAMA: UN CAMBIO DE PARADIGMA CIENTÍFICO EN MATERIA DE “ACTIVISMO ACCIONARIAL”

No se requiere de un gran esfuerzo interpretativo para conocer de la finalidad pretendida por el legislador en la reforma. El nuevo artículo 113 de la Ley

(7) Es bien conocido que desde la perspectiva del interés o beneficio social (social welfare), la pretensión de que compitan autorregulaciones puede resultar ineficiente por el riesgo de cartelización de las prácticas. Puede verse: OGUS, A. “Rethinking Self-Regulation”, 15 *Oxford Journal of Legal Studies*, 1995, pp. 97 y ss. A veces, la amenaza creíble, por parte de la autoridad pública, de asumir ella misma la regulación imperativa, puede mitigar los efectos negativos. Vid. BAGGOT, R-HARRISON, L., “The Politics of Self-Regulation: The case of Advertising Control”, 14 *Policy and Politics*, 1986, pp. 143-160; PIRRONG, STEPHEN CRAIG, “The Self Regulation of Commodity Exchanges: the case of market manipulations”, 38 *Journal of Law and Economics*, 1995, pp. 141 y ss. Entre nosotros, una excelente monografía sobre el tema es la de DARNACULLETA I GARDELLA, M.^a Mercé, *Autorregulación y Derecho público: la autorregulación regulada*, Pons, 2005. La práctica demuestra que las sociedades cotizadas recurren muy poco a los espacios de autonomía que disfrutaban a la hora de reforzar la protección de los intereses de los débiles. Vid. RECALDE CASTELLS, A., “Del Código Olivencia a la aplicación de la Ley de Transparencia”, *RCDI*, núm. 692, 2005, p. 1865.

del Mercado de Valores pretende conseguir, como anunció el denominado “Informe Aldama”, la “potenciación del papel de la Junta General de accionistas como órgano de decisión y control básico para la vida de la sociedad y la tutela de los intereses de los accionistas”.

En este punto hemos asistido —sin gran discusión científica entre nosotros, por cierto— a los efectos de un verdadero cambio de paradigma en la *Corporate Governance* y que consiste en la pretendida rehabilitación del papel supervisor de los accionistas sobre los administradores (y, mediatamente, sobre la actuación de los accionistas de control). En la literatura se habla ahora del “activismo del inversor” (*investor activism*)⁽⁸⁾ o del accionista (*shareholder activism*)⁽⁹⁾. En otros términos: de lo que se trata es de robustecer la posición del accionista, especialmente la del minoritario (*strengthening shareholders rights and minority protection*).

Este “redescubrimiento” de un mecanismo tradicional de supervisión (o, en la jerga al uso, *monitoring*) y que para no pocos estaba, presuntamente, en crisis —a causa el “abstencionismo del accionista”— surge como consecuencia de la revisión crítica de la teoría de la “apatía racional” del accionista como ineludible consecuencia de la “lógica de la acción colectiva”⁽¹⁰⁾.

La explicación habitual —deberíamos decir, “neoinstitucional”— de la ineficacia funcional de la junta para supervisar de manera eficiente la gestión de los administradores es bien conocida. En principio, los accionistas —entre todos los *stakeholders*— son los mejor situados para desempeñar un papel supervisor de la actuación de los gestores de su sociedad puesto que son aquéllos quienes tienen los incentivos adecuados en su cualidad de “titulares de las pretensiones residuales” (*residual claimants*)⁽¹¹⁾. Para utilizar la terminología al uso: en el accionista radica el último poder de control (*residual control right*) porque es el accionista, entre los interesados en la marcha de su sociedad (*stake-*

(8) Puede verse para una exposición didáctica: TIROLE, J., *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2006, pp. 37 y ss.

(9) Con referencia al origen histórico, puede verse: FRIEDMAN, A.L.-MILES, S., *Stakeholders. Theory and Practice*, Oxford University Press, 2006, pp. 200 y ss.

(10) El concepto fue acuñado por OLSON, M., Jr. en su libro pionero, *The Logic of Collective Action*, Cambridge, Harvard University Press, 1965.

(11) Así, expresamente, en el Informe Winter (HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS: Modern Regulation Framework for Company Law in Europe (noviembre 2002), p. 7.

holder), quien soporta mayor riesgo en su inversión y quien se beneficia de unos costes de supervisión más reducidos⁽¹²⁾.

No obstante lo anterior, el grado de supervisión que se consigue no es el óptimo debido a los problemas de la acción colectiva (*collective actions problems*) que hacen de la pasividad accionarial la regla (*shareholder passivity*).

Es bien conocido que el acto de votar en junta y antes, de informarse cumplidamente sobre lo que se ha de votar, requiere de una inversión en recursos escasos y costosa, por lo demás difícilmente recuperable y aprovechable por otros; el accionariado disperso tiene una expectativa de ganancia (la derivada de la mejora en supervisión o *monitoring*) mucho menor que el coste del esfuerzo.

En el modelo descrito, el accionista activo soporta todos los costes pero sólo recibe una pequeña parte (la proporcional a su participación) de los beneficios de su implicación —*active monitoring*— mientras que los otros accionistas se aprovechan de sus esfuerzos. De esta suerte, la “lógica de la acción colectiva” nos enseña que existe un estímulo inevitable al comportamiento oportunista de *free rider* del accionariado disperso. La mejora en términos de supervisión tiene la naturaleza del “bien público” (aprovecha a todos los accionistas sin distinción) y, como consecuencia, la apatía del accionista es “racional”. El nivel de supervisión alcanzado es entonces deficitario y ello exige el empleo preferente de otras técnicas de supervisión (autocontrol de la dirección, mecanismos externos en general etcétera)⁽¹³⁾.

Es palmario que los redactores del denominado Código Olivencia estaban imbuidos de este modelo explicativo que acabamos de exponer en sus grandes líneas y que aceptaron sin discusión⁽¹⁴⁾. Por lo demás, la constatación del

(12) Puede reconstruirse la exposición clásica de esta explicación en: A.A. ALCHIAN-H.DEMSETZ, “Production, Information Costs and Economic Organization”, 62 *American Economic Review*, 1972, pp. 777 y ss.; V.F.H. EASTERBROOK-D.R.FISCHEL, “Voting in Corporate Law”, en 26 *Journal of Law & Economics*, 1983, pp. 395 y ss.; E.F. FAMA-M.C.JENSEN, “Agency Problems and Residual Claims”, 26 *Journal of Law and economics*, 1983, pp. 327 y ss.

(13) Una excelente exposición del estado de la cuestión en FARRANDO MIGUEL, I., “Una aproximación al ‘Buen Gobierno’ de las sociedades anónimas abiertas”, *RdS*, núm. 26, 2006, pp. 157 y ss.

(14) Su exposición era por entonces un lugar común en nuestra doctrina. Por todos: GARRIDO, J.M.⁴, *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Bolonia, 2002, pp. 82 y ss.; TRIASSAGNIER, M., *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, Mc Graw Hill, 1998, pp. 48 y ss.; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “El control del poder societario en la gran empresa y la función disciplinaria de las OPAs”, *RDBB*, 1993, pp. 665 y ss.; *idem*, *La OPA obligatoria*, Madrid, 1996, pp. 185 y ss.

fenómeno en sus diversas descripciones literarias (como crisis de la junta, abstencionismo del accionista...) era y sigue siendo lugar común en nuestra doctrina cuando trata de las peculiaridades de las cotizadas. En definitiva, y para resumir: los elegantes redactores del mejor de nuestros “códigos” se excusaron de no tratar del tema (el estudio de la junta no era su competencia; no estaba en el mandato recibido del gobierno...); lo que no les impidió luego alegar la existencia de evidencia empírica incuestionable y aducir sin rebozo una somera pero elocuente justificación de su postura. Existen, se decía, insalvables “limitaciones estructurales” para el ejercicio correcto de la función de supervisión por la junta; estamos condenados a soportar con resignación “la escasa eficiencia disciplinar de la junta general” (apartado II, 9. 1 del “Informe Olivencia”).

No obstante todo lo anterior y lo convincente de la argumentación pesimista esgrimida, ni la evidencia empírica era ya por entonces tan incuestionable, ni la justificación dogmática de la regla de la “pasividad” ajena a una plausible revisión crítica. No vamos a extendernos sobre la aparición en el panorama comparado de los primeros trabajos científicos sobre el “activismo accionarial” que algunos, probablemente con ingenuidad, quieren calificar de “democracia accionarial” (*Corporate/Shareholder democracy*)⁽¹⁵⁾. En buena parte, los primeros éxitos conseguidos en la práctica viva del Derecho de sociedades de los países más avanzados⁽¹⁶⁾ están vinculados con el (re)descubrimiento del papel de los inversores institucionales y con el decidido compromiso del legislador —especialmente, el legislador norteamericano, básicamente la SEC— con la eliminación de las trabas normativas que dificultaban, de hecho, enervaban, la puesta en marcha de las campañas de captación del voto

(15) Las proclamas en favor de una mayor democracia accionarial (*Shareholder democracy*) tienen su origen histórico en la América de los años 60 y más concretamente en el programa de los *corporate Jacksonians*. Así fueron tildados por un crítico acerbo (MANNING, B., “Book review: The American Stockholder, by J.A. Livingston”, 67 *Yale Law Journal*, 1958, pp. 1477 y ss.) por referencia al séptimo presidente de los EE.UU. (1829-37). Puede verse: BECHT, M.- BOLTON, P.-RÖELL, A., “Corporate Governance and Control”, *European Corporate Governance Institute*, ECGI Working Papers Series in Finance, Working Paper n.º 02/2002, 2005, p. 3/122, nota 15. Puede encontrarse en: www.ecgi.org/wp.

(16) Véanse, por ejemplo: GRAVES, S.B.-REHBEIN, K.-WADDOCK, S., “Fad and fashion in Shareholder Activism: The landscape of shareholder resolutions 1988-1998”, *Business and Society Review*, 106/4, 1989, pp. 293 y ss.; KOBLER, G.P., “Shareholder voting over the Internet: a proposal for increasing shareholder participation in Corporate Governance”, 49 *Alabama Law Review*, Winter 1998-2. MONKS, R.A.G.-MINOW, N., *Corporate Governance*, Blackwell Business, 1995, pp. 148 y ss.

(*proxy fights*)⁽¹⁷⁾ y las propuestas alternativas de la minoría (*shareholders proposals*)⁽¹⁸⁾. En el campo de los analistas del Derecho, lo que interesa por ahora es reseñar que ya desde 1990, desde la publicación de un artículo pionero de Bernard S. Black⁽¹⁹⁾, el consenso sobre la regla de pasividad empieza a ser puesto en cuestión.

No puede desconocerse que la posibilidad teórica y práctica de la revitalización de la junta y del activismo empresarial no constituye una cuestión pacífica. En particular: la misma regla de pasividad, la “apatía racional”, se ha venido predicando no sólo de los accionistas dispersos, sino también de los mismos inversores institucionales⁽²⁰⁾, sobre cuya actuación supervisora algunos primeros partidarios del activismo empresarial habían formulado esperanzas que luego se revelaron en gran medida injustificadas⁽²¹⁾.

(17) El estudio pionero, en que se establecía una comparación con el voto en la realidad política son los de MANNE, H.G. “Some theoretical aspects of share voting”, 64 *Columbia Law Review*, 1964, pp. 1427 y ss. y el del año siguiente, “Mergers and the market for corporate control”, 73 *Journal of Political Economy*, 1965, pp. 110 y ss. Vid. recientemente: BEBCHUK, L.-HART, O., “Takeover Bids vs. Proxy fights in Contests for Corporate Control, European Corporate Governance Institute”, *ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper* núm. 04/2002. Vid. también: MAUG, E., “How effective is proxy voting? Information Aggregation and Conflict Resolution in Corporate Voting Contests”, *Working Paper, Fuqua School of Business, Duke University*, 1999; MIKAMI, K., “Proxy Contests and Corporate Democracy”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1999, Vol. 40, pp. 353 y ss.; MULHERING, J.H.-POULSEN, A.B., “Proxy Contests and Corporate Change: Implications for Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, vol. 47, 1998, pp. 279 y ss.; POUND, J., “Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight”, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, pp. 237 y ss.

(18) El interesado puede recorrer con provecho el proyecto de reforma de las *proxy rules* en la propuesta de diciembre de 2005 sobre “Internet Availability of Proxy materials. Proposed Rules”, en www.sec.gov.

(19) Me refiero a su pionero trabajo: “Shareholder passivity reexamined”, 89 *Michigan Law Review*, 1990, pp. 520 y ss.

(20) Por todos: GARRIDO, J.M.^a, *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Bolonia, 2002, pp. 109 y ss.; GARRIDO, J.M.^a-ROJO, A. “Institutional Investors and Corporate Governance: Solution or problem?”, en *Capital Markets and Company Law* (ed. K.L.HOPT-E.WYMEERSCH), Oxford, 2002, pp. 427 y ss.; GARRIDO, J.M.^a, “Optimism and Pessimism: complementary views on the institutional investors’ role in Corporate Governance”, *ibidem*, pp. 449 y ss.

(21) El estado de la cuestión en un trabajo del mismo BLACK, B.S., “Shareholder activism and corporate governance in the U.S.”, en P. Newman, ed., *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (Macmillan Reference Limited), London, and Basingstoke, 1998.

Estamos cerca de conseguir un nuevo consenso científico en la materia, alejados tanto del optimismo ingenuo⁽²²⁾ como del radical pesimismo neoinstitucional. Aunque quizás sea excesivo defender que las reformas del gobierno societario que no potencien el papel de la junta general son “soluciones abocadas al fracaso”⁽²³⁾ el legislador comunitario considera que “la participación de los accionistas es una condición previa esencial para una gobernanza empresarial efectiva”⁽²⁴⁾. Dicho consenso (en torno al *New Shareholder Activism*) podría entenderse asentado sobre las siguientes bases:

(i) Procede primeramente constatar la existencia de un margen suficiente de actuación de las políticas legislativas de revitalización de la junta/tutela de la posición del socio; muy especialmente en aquellos sistemas, como el nuestro, que, despegados del modelo anglosajón según el paradigma *Berle-Means*, se caracterizan por una concentración del poder de decisión en “núcleos duros” de control (*blockholder system*) y un débil funcionamiento del poder disciplinar

Vid. también: ROMANO, R., “Less is more: Making Shareholder Activism a Valued Mechanism of Corporate Governance”, *Yale Law&Economics Research Paper*, núm. 241, 2000 and *Yale ICF Working Paper* núm. 00-10. Puede encontrarse en www.ssrn.com. Déjeseme citar, por último a HENDRY, J.-SANDERSON, P.-BARKER, R.-ROBERTS, J., “Responsible Ownership, Shareholder Value and the New Shareholder Activism”, *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper*, núm. 297, 2004.

(22) Vid., por ejemplo, en favor de un sano escepticismo: ANABTAWI, “Some Skepticism about increasing Shareholder Power”, *UCLA L. Rev.*, 2006, pp. 560 y ss. Aquí procede llamar la atención sobre la discusión viva en la doctrina norteamericana sobre la conveniencia de la recuperación del poder de decisión por la Junta y en particular sobre la oportunidad de que los socios puedan imponer al consejo la alteración de los estatutos. A favor de la posición de los directivos: BAINBRIDGE, “Director Primacy and Shareholder Disempowerment”, *UCLA L. Rev.*, *Ibid.*, pp. 601 y ss. A favor de la mejora de la posición de los accionistas: BEBCHUK, L., “The case for increasing shareholder power”, *Harvard Law School, Discusión Paper*, núm. 500 que puede encontrarse en www.ssrn.com.

(23) Esta es una afirmación del Peters Committee holandés que es citada oportunamente por FARRANDO MIGUEL, I., “Una aproximación al ‘Buen gobierno’ de las sociedades anónimas abiertas”, *RdS*, núm. 26, 2006, p. 183.

(24) COM (205) 685 final, p. 2.

del mercado de capitales ⁽²⁵⁾. La prueba: la evidente existencia de jugosas “primas de control” ⁽²⁶⁾.

Aunque no se compartan las conclusiones más radicales de quienes ligan de manera inexorable el modelo de concentración de la propiedad accionarial con la bondad del sistema “legal” de protección del accionista (los sistemas con propiedad concentrada se caracterizarían por una mala calidad de los mecanismos tuitivos del accionista “externo” al grupo de control) ⁽²⁷⁾, no puede negarse la evidencia: la existencia entre nosotros de sustanciales primas de control indicadoras de la obtención de beneficios particulares (*private benefits*) no desdeñables a costa de los minoritarios o accionistas “externos”.

⁽²⁵⁾ Todos están de acuerdo en que nuestro sistema es ciertamente disimilar del paradigma norteamericano caracterizado por ser un modelo orientado al mercado con un accionariado disperso y separación entre la propiedad y el control. Puede que en España el grado de concentración del control en manos de los accionistas significativos haya sido ligeramente inferior al de otros países continentales, pero parece excesivo defender, por ejemplo, que se trata de un modelo “intermedio” o que se aproxima al modelo británico (aunque afiliado al Civil Law). Vid. FARRANDO MIGUEL, I., “Una aproximación al ‘buen gobierno’...”, *op. cit.*, pp. 170 y ss.; GARRIDO describe el “caso español” como singular con una concentración accionarial inferior a la de la mayoría de los modelos europeos (34,5% para el primer accionista; 8,9% para el segundo; 1,8% para el tercer mayor accionista). Vid. GARRIDO, J.M.^a, *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Bolonia, 2002, pp. 72 y ss. Vid. también sobre el particular: TRIASSAGNIER, M., *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, Mc Graw Hill, 1998, pp. 385 y ss.; CRESPI-CLADERA, R.-GARCÍA-CESTONA, M.A., “Ownership and Control of Spanish Listed Firms”, en *The Control of Corporate Europe* (ed. Fabricio BARCA y Marco BRECHT), Oxford University Press, 2001, pp. 207 y ss.; CRESPI-CLADERA, R., “Spain”, en *Corporate Governance and Economic Performance* (ed. Klaus GUGLER), Oxford University Press, 2001, pp. 169 y ss. En los últimos estudios, sin embargo, parece que la tendencia está cambiando hacia la mayor concentración accionarial en poder de los accionistas significativos. Vid. CRESPI-CLADERA, R.-JANSSON, E., “Estructura de la propiedad en las grandes sociedades anónimas por acciones. Evidencia empírica en el contexto internacional”, *Working Paper Documents de Treball núm. 04/3 del Departament d’Economia de l’Empresa de la UAB* (dic 2004) en <http://selene.uab.es>

⁽²⁶⁾ Se ha dicho, con razón, que la recuperación de los derechos individuales del accionista ocupa un lugar central en el debate sobre el gobierno corporativo de las cotizadas, sobre todo en los sistemas de concentración del control en los accionistas significativos. Vid., entre otros, ZETSCHÉ, “Shareholder interaction preceding share holder meetings of public corporations — A six country comparison”, en *ECFR* 1/2005, pp. 107 y ss.

⁽²⁷⁾ Vid. por paradigmáticos, los discutidos trabajos de LA PORTA, R.-LOPEZ DE SILANES, F.-SHLEIFER, A.-VISHNY, R.W., “Legal determinants of external finance”, 52 *Journal of Finance*, 1997, pp. 1131-1150; LA PORTA, R.-LOPEZ DE SILANES, F.-SHLEIFER, A., “Law and Finance”, 106 *Journal of Political Economy*, 1998, pp. 1113 y ss.; LA PORTA, R.-LÓPEZ DE SILANES, F.-SHLEIFER, A.-VISHNY, R.W., “Investor protection and corporate governance”, 58 *Journal of Financial Economics*, 2000, pp. 3 y ss. Un juicio ponderado en el magnífico libro de TIROLE, J., *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2006, pp. 53 y ss.

(ii) No puede compartirse el optimismo anterior sobre la suficiencia —sin quiebras o restricciones serias— de los otros mecanismos de supervisión tradicionalmente preferidos (especialmente el “poder disciplinar” de las OPAS).

No puede discutirse, por ejemplo, la eficacia disciplinar del mercado de control que reporta un buen régimen de OPAs. Tampoco de los evidentes beneficios que para el buen gobierno reportan otros instrumentos tales como el mismo mecanismo de salida (la regla de Wall Street, “votar con los pies”); las ventajas de las técnicas retributivas dirigidas a “alinear” el interés de los administradores con el de los accionistas (mediante *stock options* y demás); la autorregulación del consejo mediante la posible asunción de reglas de buen gobierno y mediante el mecanismo de la *comply or explain* etcétera.

Con todo, la realidad es contundente y demuestra la existencia de malas prácticas y de ciertas quiebras técnicas en su funcionamiento de todos los instrumentos enumerados. Los escándalos recientes han revelado un déficit de los mecanismos independientes de supervisión (*gatekeepers*) y no creo que nos sea permisible la ingenua confianza ciega en las fuerzas del mercado.

En particular, como se ha encargado de poner de manifiesto la pacata armonización conseguida con la Directiva de OPAS, existe un considerable margen al legislador doméstico y a la sociedad en cuestión para poner obstáculos al efectivo funcionamiento del mercado de control mediante “blindajes” de todo tipo que no es el caso examinar. La experiencia doméstica es aleccionadora: ¿cómo no reconocer el elevadísimo coste de las ofertas públicas; la pobre cualidad de su regulación; la espantosa inseguridad jurídica que conlleva su frecuente e indeseable judicialización?

(iii) De algún modo, la pasividad accionarial no es inevitable: su “lógica” no está en la naturaleza de las cosas. En una parte relevante la “apatía” es sólo contingente: se explica, al menos parcialmente, por la existencia de un marco normativo poco tuitivo y ciertamente susceptible de una mejora sustancial.

Hay que reconocer, que en muchos ordenamientos el cuadro legal no es simpático para el accionista (*investor friendly*); antes bien, muy poco habilitante, repleto de obstáculos en algunos casos insalvables para el ejercicio de los derechos de quienes se sitúan al margen o enfrentados con la dirección de la compañía (“insurgentes”, “accionistas externos”). Como todo marco positivo, el nuestro es susceptible de modificación (mediante disposición legal, mediante regla estatutaria o contractual). La experiencia comparada nos muestra el camino: nuestro Derecho de anónimas corre el riesgo de ser anacrónico, apenas sacudido por reformas ortopédicas que dejan cicatrices en el cuerpo normativo.

Es sumamente aleccionadora la experiencia americana en materia de *proxy fights* y en relación con el régimen de propuestas alternativas, instrumentos capitales para la rehabilitación reciente del papel supervisor de los accionistas.

(iv) La internacionalización de los problemas de la Corporate Governance puede reportar nuevos estímulos positivos en la misma dirección de revitalización de la junta de accionistas. Puede muy bien que no sea viable o conveniente la elaboración de un código internacional armonizado de buenas prácticas (política rechazada por la Unión Europea). No es menos cierto que, de una parte, la competencia legislativa entre Estados permitirá, en teoría, de funcionar correctamente los mecanismos incentivadores, el éxito de una virtuosa *race to the top* (se premian los ordenamientos mejores en lo relativo a la tutela del accionista). Sobre todo, si se garantiza la movilidad transfronteriza y la libre selección de la *Lex societaria* ⁽²⁸⁾. De otra parte, existen interesantes iniciativas tendentes a hacer viable el ejercicio transfronterizo del voto ⁽²⁹⁾.

(v) En una buena medida, la regla de la famosa “apatía racional” del accionista se formuló en un entorno tecnológico —y hasta cultural— muy distinto del actual ⁽³⁰⁾. Las nuevas técnicas e instrumentos de la sociedad de la información hacen viable el intercambio de información en condiciones hasta hace poco impensables y con unos costes susceptibles de ser controlados. En ese nuevo marco tecnológico, están llamados a desempeñar un papel fundamental los agentes intermediarios que prestan servicios especializados (*info-*

(28) Recientemente: TRÖGER, T.H., “Choice of Jurisdiction in European Corporate Law-Perspectives of European Corporate Governance”, 6 *European Business Organization Review*, 2005, pp. 3 y ss.

(29) *Vid.* WINTER, J.W. “Cross-border Voting in Europe”, en *Capital markets and Company Law* (ed. HOPT-WYMEERSCH), Oxford, 2003, pp. 387. A facilitar esta posibilidad se dirige la Propuesta de Directiva sobre ejercicio transfronterizo de los derechos de voto [COM (2005)685] a que se refiere más adelante en este mismo trabajo.

(30) *Vid.*, por ejemplo, PONDS KOBLE, “Shareholder Voting over the Internet: A proposal for increasing shareholder participation in Corporate governance”, en www.law.ua.edu/Law; WYMEERSCH “The use of ICT in Company Law Matter”, en FERRANINI —HOPT— WYMEERSCH, *Capital Markets in the Age of the Euro*, The Hague—Bonn—New York, 2002, pp. 469 y ss; TURELLI, “Assamblea di società per azioni e nuove tecnologie” *Riv. Soc.* 200A, pp. 116 y ss.

mediarie”)⁽³¹⁾. Quizás quepa esperar de esos intermediarios que puedan contribuir a paliar el deficiente poder disciplinar de los inversores institucionales⁽³²⁾.

El empleo de Internet permite abrigar algún optimismo en esta materia: muchas de las prácticas de buen gobierno en materia de supervisión que luego examinaremos con algún detalle están precisamente apoyadas en el reconocimiento de la eventualidad —licitud— de las comunicaciones electrónicas en el

(31) Existen al respecto algunas ideas interesantes. *Vid.* por ejemplo, BAUMS Th.-RANDOW, Ph. V., “Shareholding Voting and Corporate Governance: The German Experience and a New Approach”, de *Corporate Governance in Transitional Economies* (ed. Masahiko AOKI et al.), World Bank, Washington, 1995, pp. 435-438, en donde se propone la introducción de unos agentes de voto que, elegidos por los socios les representen en las juntas. En esta dirección se orientan los diversos trabajos de M. LATHAM en que se aboga por superar los problemas de la acción colectiva y la apatía racional a través de sistemas de información financiera que actúan como intermediarios entre la corporación y sus accionistas (*infomediary systems*). La idea es sencilla: los socios pueden acordar el nombramiento de agentes financieros especializados (*Infomediaries*) que son retribuidos a cargo de la misma sociedad para desplegar una función de supervisión en interés colectivo de todos los socios. Su papel es múltiple: desde el procesamiento de información relevante y su puesta a disposición de los socios, la formulación de recomendación de voto, la captación de representaciones etcétera. Pueden verse, entre otros: LATHAM, M., “Corporate Monitoring: New Shareholder Power Tool, 54 *Financial Analysts Journal*, 1988, pp. 9-15; *idem*, “The Corporate Monitoring Firm”, *Corporate Governance: An International Review*, núm. 7, 1999, pp. 12-20; *idem*, “The Internet Will Drive Corporations Monitoring”, *Corporate Governance International*, núm. 3, 2000, pp. 4-11; *idem*, “Democracy and Infomediaries”, *Corporate Governance: An International Review*, núm. 11, 2003, pp. 91-101. Pueden encontrarse sus artículos en www.corpmon.com. He dedicado al tema algunas consideraciones en mi trabajo: FERNÁNDEZ DEL POZO, L./VICENT CHULIÁ, F., “Internet y Derecho de sociedades. Una primera aproximación”, *RDM*, núm. 237, 2000, pp. 915 y ss. La UMAG de 22 de septiembre de 2005 alemana, ha otorgado carta de naturaleza al “Foro de Accionistas” (*Aktionärsforum*) regulado en la &127.^{3a} *AktG* que es un instrumento bajo la responsabilidad del gobierno federal (ministerio de Justicia) que consiste en una web oficial que sirve como mecanismo de comunicación entre accionistas. Con arreglo al & 127 a (1) *AktG*, su utilidad se encuentra limitada a la publicación de requerimientos o invitaciones (*Aufforderungen*) que se dirigen a los accionistas de una sociedad. Esos requerimientos se pueden referir a la presentación, conjuntamente con otros socios, o en representación de ellos, de una propuesta (*Antrag*) o de una solicitud (*verlangen*) con arreglo a la ley o al ejercicio de voto en la Junta General. En principio, se aplica a todo tipo de sociedades, no sólo las cotizadas. El & 127 a (3) *AktG* contempla la posibilidad de que en el requerimiento se incluya una remisión a la página web del accionista o de la asociación que lo efectúa. Esa iniciativa es objeto de especial mención por los redactores del Informe Conte en su capítulo final de sugerencias de reforma legislativa.

(32) Un ejemplo ilustrativo del mercado: el servicio prestado por *Institutional Shareholder Services (ISS)* desde 1985. Puede verse en: www.issproxy.com. En mayo de 2005, la compañía Belga DEMINOR vendió su unidad de gobierno corporativo a ISS. La compañía había desarrollado su propio rating corporativo. *Vid.*: www.deminor.com. Los interesados en la política desarrollada por uno de los principales actores, CalPERS pueden consultar: www.calpers-governance.org.

ámbito de lo societario (entre la sociedad y los socios; los socios entre sí; la sociedad y los inversores y terceros en general etcétera)⁽³³⁾.

(vi) Cabe conjeturar la viabilidad futura de mecanismos de revitalización accionarial a través de los incentivos suministrados por la defensa del “capital reputacional” con que cuentan las cotizadas. Como luego veremos, la asunción (voluntaria) de buenas prácticas es susceptible de “rating corporativo”.

Para concluir este apartado, cabe reseñar que ese emergente consenso científico —ese vuelco dogmático de la *Corporate Governance*— está teniendo un respaldo decisivo por las distintas autoridades regulatorias. No sólo acontece que los temas relativos a la revitalización de la junta pasan a estar en el catálogo de las reformas comparadas del Derecho de sociedades y en los códigos de buenas prácticas de nueva generación, sino que desempeñan un papel fundamental en el programa de reforma del Derecho de sociedades europeo.

La obligación de que las sociedades cotizadas se doten de un reglamento de junta es un mecanismo de buen gobierno corporativo porque, se supone, mediante la autorregulación las sociedades avanzarán en el fortalecimiento del papel de ésta como órgano supervisor y en la profundización o mejora de la tutela de los intereses de los accionistas. El objetivo así enunciado con claridad en el Informe Aldama encuentra también eco en el famoso Informe sobre la modernización del derecho de sociedades comunitario del Grupo Winter y publicado el 4 de noviembre de 2002 cuyas recomendaciones han servido de base al Plan de Acción sobre Derecho de sociedades recientemente difundido por la Unión Europea y que el propio legislador español invoca en el Preámbulo de la Ley para justificar la reforma.

Dicho Plan de Acción tiene entre sus directrices básicas —*key policy objectives*— el “fortalecimiento de los derechos de los accionistas y la protección de los terceros”. La modernización del Derecho de sociedades según el diseño del Plan de Acción, debe afrontar a corto plazo en materia de *corporate governance* dos propósitos que tienen que ver con nuestro tema: la mejora de la transparencia (*enhanced corporate governance disclosure requirements*) y el desarrollo de un marco legal integrado que facilite la eficiencia de las comunicaciones a los accionistas y la toma de decisiones por estos últimos (*integrated legal framework to facilitate efficient shareholder communication and decision-making*). Siempre se parte de la constatación de que el nivel real de supervisión es deficiente (poco eficiente; inferior al deseable) y de que el problema

(33) Puede verse: ÁLVAREZ, J.L.-RICART, J.E., “The increasing role of professional service firms play in the reform of shareholders’ meetings”, *IESE Working Paper* núm. 590, mayo 2005.

es particularmente grave en las sociedades cotizadas y en general de accionariado difuso.

III. SOBRE LOS MAGROS RESULTADOS CONSEGUIDOS CON LOS REGLAMENTOS APROBADOS Y DIVULGADOS

Aunque escasa, la experiencia de aplicación de la normativa que examinamos es elocuente. Como algunos habíamos anticipado —y como también había ocurrido en el ordenamiento alemán en el que se inspiró el nuestro— los resultados conseguidos, desde la perspectiva de la tutela del minoritario y de la revitalización de la junta, no pueden sino calificarse de muy modestos.

Empecemos por señalar que el grado de cumplimiento de las previsiones imperativas —la aprobación de un reglamento de junta y su publicidad— ha sido universal. Prácticamente todas las cotizadas han cumplido formalmente con la ley en su integridad (publicidad en la web corporativa, en la CNMV, en el Registro mercantil).

Aunque podamos felicitarnos del altísimo cumplimiento de los deberes relativos a la formulación/publicidad de sendas clases de reglamento —del consejo, de la junta— no podemos dejar de advertir que el ejemplo no cunde entre las no cotizadas, sociedades que voluntariamente podrían haber hecho lo propio. Dado que los problemas que trata de conjurar la ley son comunes a todo tipo de sociedades con capital disperso, cualquiera que sea su naturaleza —mutuas, cooperativas, sociedades anónimas no cotizadas, etcétera— es obvio que el instrumento sólo ha tenido un éxito “inducido” por el legislador.

La (preceptiva) aprobación de un reglamento de junta al menos ha tenido la virtud de obligar a las sociedades sujetas a la normativa de Transparencia —las no cotizadas no se dotan de reglamentos— a ordenar y recopilar toda la dispersa normativa orgánica relativa a la junta en un solo texto de más fácil acceso para los interesados y debidamente (en teoría) actualizado.

Aunque poco, muy poco, se innova, al menos algo ganan los socios en claridad con la aprobación de un reglamento de junta. Sobre todo, si se cumple adecuadamente con el deber de actualización de sus contenidos. De hecho, la experiencia demuestra que los reglamentos sólo se modifican cuando se trata de incorporar nuevas previsiones normativas de Derecho positivo: la primera hornada de reforma de reglamentos afectó a las sociedades del IBEX que, mediante la aprobación de un reglamento entonces voluntario, se anticiparon a la Ley de Transparencia; la segunda vendrá al albur de la modificación de la LSA introducida en la Ley de Sociedades Anónimas Europeas. Es de esperar, que la incorporación de algunas recomendaciones del Informe Conte obligue a nuestras cotizadas a un *aggiornamento* más ambicioso de los reglamentos.

Esta “banalización” del reglamento de junta se refleja en el informe anual de gobierno corporativo que las cotizadas deben elaborar y publicar. Siempre son triviales las indicaciones contenidas en los informes divulgados por la CNMV en punto al funcionamiento de la junta general y el desarrollo de las sesiones y en lo referente a la descripción del reglamento de junta aprobado [cfr. art. 116.4.e) LMV y apartado Primero.1.e) y apartado Segundo.e) Orden ECO/3722/2003]. No es inusual aducir la mera existencia de un reglamento de junta como señal de compromiso de la sociedad con las pautas de buen gobierno... como si su contenido —a veces muy restrictivo— fuere lo de menos.

Aunque nuestra ley —a diferencia de lo que ocurre con el propio informe anual de gobierno corporativo— haya preferido no estandarizar el contenido del reglamento de junta (ni siquiera existen modelos orientativos del mismo); no hay problemas de comparabilidad entre las distintas prácticas reglamentarias de las sociedades cotizadas. De hecho, hemos asistido a un fenómeno de emulación entre las mismas: prácticamente todos los reglamentos siguen la misma estructura y sistemática; gran parte de sus previsiones normativas son idénticas o muy similares en las distintas sociedades y reglamentos.

Con todo, también existe el fenómeno de la emulación “positiva” cuando se generalizan previsiones que entrañan una cierta mejora. En este supuesto, la mejora no suele atacar la sustancia de la tutela del minoritario sino las garantías formales. Así, por ejemplo, más del sesenta por ciento de las cotizadas del IBEX 35 acuden a la intervención del notario en junta lo que se refleja habitualmente en los reglamentos. Tampoco es inusual en la práctica la inclusión de mecanismos e instituciones destinadas a mejorar la información suministrada al accionista como la previsión de las oficinas de información del accionista y similares o la imposición de deberes más exigentes de información a través de la web corporativa (como la exigencia de que el anuncio se publique en la misma).

No puede decirse que, en lo que hace a su contenido —el de los que hemos examinado—, destaquen los reglamentos por lo original⁽³⁴⁾: (i) una parte significativa de todos ellos se reduce a la reproducción casi literal, ordenada y sistematizada en un solo texto, de preceptos dispersos traídos de la ley (LSA, LMV, RRM, etcétera) y de los estatutos; (ii) otra pequeña parte de sus artículos se limita a consagrar usos del tráfico generalmente aceptados y de carácter ritual o procedimental.

(34) Comparto con F. RODRÍGUEZ ARTIGAS —“El Reglamento...”, *op. cit.*, p. 296— la oportunidad de citar al autor del Gatopardo: “Si queremos que todo siga como está, es preciso que todo cambie”.

La parte más “innovativa” —vale decir, menos trivial— de los reglamentos examinados es la referente al ámbito propio de su regulación: lo relativo al funcionamiento y desarrollo de las sesiones.

El reglamento suele detallar cuestiones procedimentales en atención a las diversas fases de desarrollo de la junta: (i) cuestiones previas y de orden general; (ii) normas relativas a la constitución de la junta; (iii) reglas relativas a la deliberación de los asuntos incluidos en el orden del día; (iv) disciplina de la votación de las propuestas; (v) clausura de junta y documentación de la misma y de los acuerdos sociales adoptados.

Suelen así contenerse en el reglamento *indicaciones de orden general* tales como las relativas a la precisión del lugar de celebración de la junta⁽³⁵⁾; la expresa habilitación para la apertura de locales suplementarios⁽³⁶⁾ para el ejercicio desde ellos de los derechos de discusión y el del voto, incluso electrónico; referencias relativas a las medidas de vigilancia y control de acceso, entrega de documentación a los asistentes; previsión de puesta a disposición de equipos de traducción; empleo de cámaras de grabación,⁽³⁷⁾ etcétera.

En cuanto a *las reglas de constitución de la junta* —cuyo control cae bajo la competencia del presidente—, a veces el reglamento contiene previsiones sobre la formación de la mesa o mesas presidenciales (puede haber varios locales); normas relativas a la formación de la lista de asistentes (tiempo hábil de admisión del socio⁽³⁸⁾; participación de escrutadores; documentación de la lista⁽³⁹⁾; etcétera) y a la información que se suministre de la misma lista a los

(35) Puede contenerse en el reglamento una previsión similar a la contenida en el artículo 47, *in fine*, LSRL de modo que “si en la convocatoria no figurase el lugar de celebración se entienda que la Junta ha sido convocada para su celebración en el domicilio social”.

(36) Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO/VICENT, “Internet y Derecho de sociedades...”, *op. cit.*, pp. 961 y ss. en donde se menciona el *leading case* británico —caso Bying— y la posibilidad de importar esa doctrina en nuestro ordenamiento. En contra, en la doctrina tradicional: RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Reflexiones en torno a la retransmisión por televisión de la Junta General de la Sociedad Anónima”, *RDM*, núm. 121, 1971, pp.351 y ss.

(37) Puede verse sobre grabaciones de vídeo y audio, Internet y acta estenográfica, el &8 del modelo de reglamento de SCAF, *op. cit.*, p. 1343.

(38) En los reglamentos consultados a veces se prevé que los accionistas que no lleguen puntualmente y no se acrediten a tiempo, puedan recibir una tarjeta de asistencia pero sin derecho de voto. *Vid.* EMPARANZA, *op. cit.*, p. 157.

(39) Cfr. artículos 111 LSA y 98 RRM.

socios que deseen conocerla⁽⁴⁰⁾ o los requisitos para la proclamación por el presidente del hecho de la válida constitución de la junta, en su caso, y de que se inicia la sesión⁽⁴¹⁾; previa la resolución perentoria, y sin trabar el ordinario curso de la reunión, de los problemas que se planteen sobre asistencia de socios y terceros⁽⁴²⁾ y supuesta la constancia de las manifestaciones y reservas que se hagan sobre el particular⁽⁴³⁾.

Desgraciadamente, cuando las normas “de procedimiento” son menos banales, también suelen ser restrictivas, al menos *prima facie*, de los derechos del minoritario como ocurre con las previsiones “anti-filibusterismo” (que suelen incluir un elenco detallado de facultades disciplinarias del presidente) y las famosas cláusulas de cómputo del voto por deducción “positiva” o “negativa” según el proponente⁽⁴⁴⁾.

En cuanto a las reglas que disciplinan *la deliberación de los diversos asuntos del orden del día*, se contemplan, entre otras cosas, lo referente a la elaboración de una lista de intervenciones y a la extensión de las facultades del presidente en la fijación del orden de discusión de los asuntos incluidos en el orden del día⁽⁴⁵⁾ o de los que haya de tratarse, la petición de los socios, sin necesidad de que consten en el orden del día⁽⁴⁶⁾; competencia del mismo presidente para conceder la palabra al socio que la solicite y para resolver lo que

(40) Cuestión no resuelta en la ley o en la jurisprudencia es el derecho de examen de la lista de asistencia que ostentan los socios. A mi juicio ese derecho cabe dentro del de información *ex art.* 112 LSA. De lo contrario la confección de la lista carecería de mucha utilidad.

(41) Cfr. art. 102.1.2.^ª RRM.

(42) En el “schema-tipo” del reglamento italiano se contempla, por ejemplo, la atribución de la competencia al presidente para resolver, incluso con la ayuda de ciertas personas encargadas, las cuestiones que puedan plantearse sobre legitimación de asistencia y solicitud de intervenciones.

(43) *Vid.* art. 101.3 RRM.

(44) Todos denuncian esa ingeniosa previsión como una mala práctica si no una verdadera ilegalidad. *Vid.* EMPARANZA, *op. cit.*, p. 159; RONCERO SÁNCHEZ, A., “La captación del voto a través de la solicitud pública de representación: transparencia, igualdad de oportunidades y conflictos de interés”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, vol. I, Aranzadi-RdS, *op. cit.*, p. 447; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “El Reglamento de Junta...”, *op. cit.*, p. 314; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “El reglamento...”, *op. cit.*, p. 107, nota 115; TAPIA HERMIDA, “La junta General de accionistas de la sociedad anónima cotizada” en VV.AA., *Derecho de Sociedades. Estudios en Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Madrid, 2002, vol. II, pp. 2937 y ss., y RECALDE CASTELLS, A., “Del Código Olivencia...” *op. cit.* p. 1884.

(45) Sólo en casos justificados podrá la presidencia de la Junta aplazar o excluir la discusión sobre todos y cada uno de los puntos del orden del día (RR DGRN 31-10-84 y 11-2-93).

(46) Cfr. arts. 131 (acuerdo de separación de los administradores) y 134.1 LSA (acuerdo de adopción de la acción de responsabilidad de los mismos).

proceda sobre el derecho de solicitar informaciones o aclaraciones (cfr. art. 112.2 y 3 LSA); extensión de sus poderes disciplinarios en relación al mantenimiento del orden (llamada de atención, privación del uso de la palabra, excepcionalmente expulsión de la sala) frente al “obstruccionismo”⁽⁴⁷⁾ (*filibustering*; *ostruzionismo*)⁽⁴⁸⁾; regulación del límite de la duración⁽⁴⁹⁾ y número máximo de intervenciones de accionistas y de otros asistentes; forma en que se procede o no a dar el turno de réplica... y declaración del cierre de la deliberación por el Presidente cuando deba entenderse suficientemente discutida la cuestión⁽⁵⁰⁾.

En lo que hace a la *reglas relativas al desarrollo de las votaciones*, no son inusuales las indicaciones más o menos precisas sobre la extensión de los poderes del presidente para establecer el orden de las votaciones; las previsiones oportunas sobre la lectura de las propuestas antes del voto; los mecanismos de escrutinio utilizables (voto a mano alzada⁽⁵¹⁾; por sistemas de cómputo electró-

(47) Por todos, *vid.*: BUONOCORE, V., “L’ostruzionismo degli azionisti nelle assemblee delle società per azioni”, *Riv. Soc.*, 1970, pp. 291 y ss. cuyas consideraciones pueden valer en nuestro país.

(48) Es habitual conceder al Presidente la facultad de moderar las intervenciones para que se atengan al orden del día y se ajusten a las normas de corrección usuales; la de llamar al orden a los accionistas cuando sus intervenciones se produzcan en términos obstruccionistas o pretendan perturbar el buen orden de la sesión; retirar el uso de la palabra cuando haya concluido el tiempo asignado o se desconozcan las amonestaciones; y, excepcionalmente, expulsar de la sala al accionista que persista en su actitud y gravemente altere el buen funcionamiento de la Junta.

(49) Sobre la competencia del Presidente para limitar la duración de la intervención existe una doctrina conforme alemana. Por todos: SCHAAF, ZIP, 1997, pp. 1324-1326.

(50) Estas cuestiones han sido examinadas con detalle en la doctrina y jurisprudencia alemanas. Puede verse sobre todo ello, una amplia referencia bibliográfica en MARTÍNEZ MARTÍNEZ, *op. cit.*, pp. 323-328.

(51) En este orden de cosas, el pacto que resulta más llamativo es el relativo al sistema de escrutinio que encontramos en nuestros reglamentos por el sistema denominado “de deducción”. La cosa consiste en lo siguiente: si el punto objeto de discusión ha sido introducido por la dirección de la compañía el cómputo de votos se efectúa por el sistema de “deducción negativa”, en cuya virtud se considera que son votos favorables a la adopción de ese acuerdo los correspondientes a todas las acciones presentes y representadas, deducidos los votos de los accionistas que se hayan opuesto. Por el contrario, cuando se traten de asuntos no incluidos en el orden del día por los administradores, se recurre al sistema contrario: de forma que en tal caso se consideran votos contrarios a las propuestas los de accionistas presentes y representados deducidos los votos de los titulares de las acciones que se muestren a favor de la propuesta. La razón de ser de esa cláusula —que por otra parte refleja una práctica habitual en nuestras cotizadas— es facilitar el escrutinio por vía manual en juntas con un número relativamente importante de asistentes. Piénsese, y es un ejemplo, en las dificultades prácticas de controlar los accionistas que se ausentan provisional o definitivamente de la junta después de acreditados. Sólo nos queda hacer votos por que la evolución técnica permita sistemas de escrutinio con las suficientes garantías

nico⁽⁵²⁾; empleo de escrutadores, etcétera); declaración de la situación de conflicto de intereses a efectos de la privación del ejercicio del voto (cfr. art. 114.1 LMV); previsiones sobre la suspensión o prórroga de las sesiones⁽⁵³⁾... y declaración del resultado del voto con eventual clausura de la sesión⁽⁵⁴⁾.

El reglamento, por fin, puede contener indicaciones sobre la formalización documental del acta, previa su aprobación⁽⁵⁵⁾, e incluso imponer la intervención notarial preceptiva⁽⁵⁶⁾ o/y la filmación de las mismas, transmitida por videoconferencia o webcam⁽⁵⁷⁾. También puede contemplarse la obligación de entrega a los accionistas que lo solicitaren de la copia íntegra de la grabación⁽⁵⁸⁾ aunque lo usual será que el correspondiente archivo gráfico y sonoro de la junta del último/s año/s se “cuelgue” en el portal corporativo para que quien quiera, pueda consultarlo.

De hecho, las frecuentes previsiones que tratan de ceñir el poder disciplinar y “arbitral” del presidente de la Junta⁽⁵⁹⁾ presentan una doble faceta. Por una

técnicas (por ejemplo: mediante la entrega a cada asistente de un aparato de votación para las acciones que se es titular) para evitar tener que recurrir a esos mecanismos alternativos basados en presunciones con alguna apariencia de diferente trato entre accionistas. Las experiencias existentes en Derecho comparado (estoy pensando en la sociedad francesa VIVENDI) no son todavía halagüeñas en lo tocante a la fiabilidad de tales mecanismos.

(52) *Vid.* Aldama. 1.6

(53) Cfr. art. 109.2 LSA y RRDGRN de 21-9-1984, 23-6-1997 y 4-3-2000.

(54) La decisión del presidente de clausura anticipada de la sesión con el fin de impedir el debate de puntos (por ejemplo: la exigencia de su responsabilidad, los sugeridos por el minoritario) no puede vincular a la Junta que puede continuar con la reunión una vez designado nuevo presidente (cfr. RDGRN 21-11-84).

(55) Cfr. arts. 113 LSA y 99 RRM y RRDGRN de 23-7- 1958; 11-3.1980; 27-6-1992; 1-3-1993, y 16-4-1998.

(56) Así, en la Proposición de Código de Sociedades Mercantiles, art. 392.

(57) En nuestro Derecho procesal, sobre la eficacia probatoria de las grabaciones y sobre la preceptiva filmación de los juicios *vid.* arts. 382 y 147 LEC.

(58) Cfr. DIETRICH (1988), pp. 926 y ss.; MARSCH-BARNER, *op. cit.*, p. 562.

(59) Sobre el poder “moderador” o “arbitral” del presidente no se ha escrito mucho en nuestro Derecho. Con todo, la cuestión es capital. *Vid.* ESTEBAN VELASCO voz “Presidente de la Junta General de accionistas” en *Enciclopedia Jurídica Básica*, Civitas, IV, Madrid, 1995, pp. 5021 y ss.; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “El Reglamento de junta...”, *op. cit.*, pp. 312 y ss. En Derecho comparado: MASSA FELSANI, F., *Il ruolo del presidente nell'assemblea della s.p.a.*, Giuffrè, 2004.

parte, contribuyen positivamente a dar mayor seguridad jurídica a su correcta celebración; por otra, limitan, en nuestra práctica reglamentaria, los poderes de la minoría.

Aunque los reglamentos examinados suelen también contener algunas previsiones de orden procedimental dirigidas a disciplinar —y teóricamente a facilitar— el ejercicio “electrónico” de los derechos de minoría (derechos de información por medios electrónicos; de voto a distancia; de delegación electrónica de la representación; de asistencia remota, etcétera)⁽⁶⁰⁾ tales indicaciones suelen ser frecuentemente triviales, en gran medida una mera reproducción de las legales, cuando no, a veces, verdaderas “cláusulas en blanco” a los administradores quienes no infrecuentemente resultan habilitados a ponerlas en marcha cuando “el estado de la técnica las haga posible” y en las condiciones que fijen.

De hecho, la utilización de las nuevas tecnologías sigue siendo todavía anecdótica entre nuestras cotizadas⁽⁶¹⁾. Alguna práctica reglamentaria consolidada es fracamente restrictiva de derechos como muestra el frecuente pacto reglamentario según el cual los votos a distancia sólo surten efecto si se hubieren recibido por la sociedad con 24 horas de antelación a la celebración de la Junta, indicándose que el voto que se hubiere recibido con posterioridad se tiene por no emitido⁽⁶²⁾. Ni siquiera se ha aprovechado la ocasión para resolver reglamentariamente el problema de la identificación indubitada (electrónica)

⁽⁶⁰⁾ Por sólo citar algunos de los trabajos recientes: FERNÁNDEZ DEL POZO, L.-VICENT CHULIÁ, F., “Internet y Derecho de sociedades...”, *op. cit., passim*; IBÁÑEZ IBÁÑEZ, J.W., “El ejercicio telemático de los derechos del accionista en las sociedades cotizadas españolas”, *RDM*, 249, 2003, pp. 1015 y ss.; VAÑO VAÑO, M.J., “Información y gobierno electrónico en las sociedades cotizadas”, *RDBB*, jul/sep. XXXIII, pp. 77 y ss.; MUÑOZ PAREDES, J.M., *Nuevas tecnologías en el funcionamiento de las Juntas Generales y de los Consejos de administración*, Civitas, 2005; MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.³ T.³, “Derecho de información del accionista e instrumentos y obligaciones de información de la sociedad”, *RdS*, núm. 24, 2005, pp. 19 y ss.; ALCOVER GARAU, G., “Aproximación al régimen jurídico del voto electrónico”, *RDM*, núm. 254, 2004, pp. 1341 y ss.; SÁNCHEZ RUIZ, M., “Medios electrónicos para la comunicación y la difusión de información en las sociedades anónimas”, *RdS*, núm. 26, 2006, pp. 333 y ss.

⁽⁶¹⁾ En el informe realizado por la CNMV en noviembre de 2003 sobre el contenido corporativo y financiero de las páginas web de las sociedades cotizadas se mostraba que por entonces el 35% de las cotizadas no tenían página web. La Ley de Transparencia ha corregido el retraso.

⁽⁶²⁾ RECALDE CASTENS, A., *Op. cit.*, *RDM*, núm. 692, 2005, p. 1893.

del socio⁽⁶³⁾. Desde luego que tampoco se afronta la delicada cuestión de la falta de respeto aparente al principio de la libre prestación de servicios profesio-

(63) Para ser rigurosos, la plenitud de eficacia identificativa sólo se consigue mediante la “firma electrónica reconocida” basada en un certificado expedido por entidad prestadora de servicios de certificación debidamente habilitada (sobre el concepto de “firma electrónica reconocida” y su valor en nuestro sistema *vid.* la redacción dada al artículo 3 de la nueva Ley de firma electrónica). Sin embargo, este requisito puede resultar oneroso para los socios. Por el contrario, la utilización de cualquier otro sistema alternativo debe ser cuidadosamente sopesada por lo que puede entrañar de pérdida de seguridad jurídica. La falta de generalización del sistema de acreditación electrónica —al menos, respecto de las personas físicas, hasta la distribución de los DNI electrónicos— retrasará inevitablemente la implantación de sistemas de voto de alta seguridad. Es sin duda más barato, aunque no tan seguro, que los socios remitan telemáticamente con cada convocatoria de junta su “tarjeta electrónica de delegación o de voto” enviadas a través de un “gestor de proxies” contratado por el emisor quien facilitará a los socios que lo deseen las PIN/passwords según las instrucciones adjuntas, normalmente a través de una *webpage*, que no tiene por qué ser el portal corporativo aunque lo razonable es exigir de la sociedad que ponga a disposición de todos los modelos estandarizados de tarjetas. Aunque se exija habilitación estatutaria para el voto o la delegación “a distancia” (fundamentalmente: electrónicos), es tarea del reglamento fijar los requisitos procedimentales de identificación. Es perfectamente posible que la sociedad contrate los servicios de empresas especializadas de servicios electrónicos a quien se encomiende las tareas específicas de facilitar el voto/delegación electrónicas y su ulterior recuento. En nuestro Derecho, es lógico esperar que desempeñen un papel importante las entidades depositarias de los valores que son las que normalmente distribuyen las tarjetas de asistencia y las que captan las delegaciones del voto.

La cuestión del nivel de prácticas de seguridad en materia de firmas electrónicas hábiles se entrega, pues, a la autorregulación. Puede —quizás sea lo deseable— exigirse el empleo de firma electrónica “reconocida” con intervención de una entidad prestadora de servicios de certificación (por el principio de equivalencia funcional la firma electrónica “avanzada” surte los mismos efectos que la manuscrita aunque la ley no lo hubiera dicho). No creo, por el contrario, que haya inconveniente a que reglamentariamente se definan mecanismos menos gravosos que permitan el voto o la delegación con inferiores estándares de seguridad como se practica con éxito en Derecho comparado, singularmente en el norteamericano, en donde es típica la interposición de empresas especializadas contratadas por las sociedades que se encargan de facilitar el voto merced a claves de acceso—PIN que distribuyen a los accionistas. Por razones de seguridad jurídica, quizás lo deseable sea que los poderes públicos —Ministerio de Economía o la CNMV por habilitación expresa de aquél— dicten “normas” que determinen “las especificaciones técnicas y jurídicas necesarias” (*vid.* artículo 117.4 LMV en la nueva redacción). De cualquier forma que sea, imperando en este sector del ordenamiento el principio de libre prestación de servicios de certificación, la sociedad no puede imponer a sus accionistas el empleo de los servicios de sólo una cierta entidad en detrimento de las demás “homologadas” administrativamente. En la práctica eso es lo que ocurre puesto que los hechos demuestran que los administradores señalan una sola entidad de firma (la “oficial”, la de la FNMT).

Es muy conveniente que el reglamento contemple que el propio formato estandarizado del documento electrónico de voto o delegación figure en un fichero incluido en la web corporativa para que el accionista, mediante identificación y adhesión de su firma o clave, pueda “rellenar” y remitir electrónicamente. A este propósito *vid.* el apartado Cuarto.1.j) de la OM de 26 de diciembre de 2003.

nales en materia de comercio y firma electrónicos cuando de facto se imponen los de una entidad certificante con exclusión de otras⁽⁶⁴⁾.

Aunque el instrumento técnico reconoce un considerable margen de holgura a la autonomía de la voluntad, el resultado práctico es decepcionante. Y eso que dejamos aparte el hecho de que en ausencia de una armazón normativa de rango superior al del reglamento (previsiones adecuadas en ley o/y estatutos) poco puede esperarse de la existencia de una definición de minoría inalcanzable en la práctica o de la falta de reconocimiento de asociaciones e instituciones intermedias que puedan actuar en defensa del accionariado disperso.

Así las cosas, bien puede decirse que lo más significativo de los reglamentos aprobados no es lo que en ellos se dice, sino lo que callan. En las áreas más relevantes de “activismo accionarial” los reglamentos enmudecen:

1.^º) Nada se dice, salvo obviedades, en materia de propuestas alternativas y “ampliación del orden del día”. Sólo tras la reciente y modestísima reforma de la LSA efectuada por la Ley 19/2005 (de la SE domiciliada en España) habrá lugar a un reconocimiento meramente formal de la posibilidad de ampliar el orden del día/incluir propuestas alternativas en los reglamentos que, espere-mos, se modifiquen en el próximo futuro (*vid.* nuevo art. 97.3 LSA)⁽⁶⁵⁾. Todo ello a pesar del optimismo manifestado por los redactores del Código Aldama⁽⁶⁶⁾.

(64) Algún autor consideró que la garantía de la autenticidad e identificación del votante sólo se encuentra en la firma electrónica avanzada. *Vid.* p. ej. VIERA GONZÁLEZ, “Previsión estatutaria y en el Reglamento de Junta general de la emisión del voto y otorgamiento de representación por medio de comunicación a distancia”, *RdS*, núm. 22, 2004, pp. 195 y ss. No es esa la opinión mayoritaria. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, *RDBB*, núm. 92, 2004, p. 93; MUÑOZ PAREDES, Nuevas Tecnologías en el funcionamiento de las Juntas generales, *op. cit.*, pp. 140 y 168; ALCOVER, *op. cit.* *RDM*, núm. 254, 2004, pp. 1369 y ss; RECALDE CASTELLS, A., *RCDI*, *op. cit.*, p. 1892

(65) *Vid.* RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “La Ley 19/2005, de 14 de noviembre. Convocatoria de la Junta General y ampliación del orden del día por la minoría”, *RdS*, núm. 26, 2006, pp. 19 y ss.; MARTÍNEZ, M.^a T.^a, “El derecho de información del accionista en los supuestos de ampliación del orden del día. Su ejercicio en los supuestos de asistencia telemática del socio a la Junta General”, *RdS*, núm. 26, 2006, pp. 39 y ss.; RONCERO SÁNCHEZ, A., “Ampliación del orden del día y solicitud pública de representación”, *RdS*, núm. 26, 2006, pp. 59 y ss. BOQUERA MATARREDONA, J., “Validez de la Junta extemporánea, inclusión de nuevos puntos en el orden del día y utilización de medios telemáticos”, *RDM*, núm. 261, 2006, pp. 1044 y ss.

(66) *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, “El Reglamento...”, *op. cit.*, pp. 83 y ss.; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “El Reglamento de la Junta...”, *op. cit.*, pp. 302 y ss.

2.^o) Ninguna sociedad reglamenta en favor de la atribución de la presidencia de la junta y el desempeño del poder disciplinar en la cabeza de persona distinta del presidente del consejo (como, por ejemplo, en un consejero independiente)⁽⁶⁷⁾;

3.^o) No se adoptan previsiones que corrijan en lo sustancial las barreras que hacen inviables las *proxy-fights* en nuestro Derecho de sociedades. No se ataca la evidente desigualdad de oportunidades existente entre la dirección y los “insurgentes”. No se abordan los problemas derivados de los conflictos de intereses subyacentes en cabeza de los representantes para el ejercicio del voto delegado⁽⁶⁸⁾. No se cuida del problema de la imposible recuperación de los costes en que incurre el accionista activo⁽⁶⁹⁾. No se afrontan las malas prácticas en relación con los “poderes en blanco” a favor del presidente o del consejo (con la particularidad adicional de que a falta de instrucciones se vota en favor

(67) Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, “EL Reglamento...”, *op. cit.*, p. 102.

(68) Para salvar el obstáculo formal del nuevo artículo 114.1 LSA las sociedades del IBEX-35 han acudido al sencillo remedio de autorizar al administrador-representante para designar un sustituto (tercero a administrador no afectado por el conflicto de interés) para que éste ejerza la representación en una sonora burla del espíritu de la reforma.

(69) El elevado coste de la “campana electoral” para la captura de delegaciones representativas (*proxy fights*) discrimina severamente en perjuicio de los accionistas ajenos al núcleo de control (el problema del “voto cautivo”). Existe común opinión doctrinal sobre la existencia del “voto cautivo”. Entre otros: RONCERO SÁNCHEZ, *La representación del accionista...*, *op. cit.*, pp. 30-65; TRÍAS SAGNIER, *Los inversores institucionales...*, *op. cit.*, pp. 145-190; FERNÁNDEZ DEL POZO/VICENT, “Internet y Derecho de sociedades...”, *op. cit.*, pp. 977 y ss.; IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W., “El ejercicio telemático de los derechos del accionista en las sociedades cotizadas españolas”, *RDM*, núm. 249, 2003, p. 1046.

Como quiera que los gastos asociados a este proceso no son recuperables por quienes promuevan la asistencia y el voto contra las propuestas de la dirección —ni siquiera cuando se vence en junta— existe una diferencia de trato que el reglamento podrá recoger si se acoge en él una cláusula de tenor similar a la muy sensata y prevista en la Propuesta de Código de Sociedades. Como es lógico y a continuación veremos, los costes de la campaña de solicitud de representación serán tanto menores cuanto mayores facilidades y más equitativas se den a las mismas. Especialmente, cuando se permita la delegación en soporte electrónico (*vid. infra.*) y cuando se abra el acceso de la web corporativa a las solicitudes del voto/delegación de la representación presentadas por la minoría. Sobre la importancia del aspecto de la recuperación de costes en la limpieza “democrática” del proceso de captación de voto puede verse, por todos: TRÍAS SAGNIER, *Los inversores institucionales...*, *op. cit.*, pp. 183 y ss. En Derecho comparado, *vid.* ROMANO, R., “Less is More: Making Shareholder Activism a Valued Mechanism of Corporate Governance”, 18 *Yale Journal of Regulation*, 2001.

de lo que diga el consejo)⁽⁷⁰⁾. No se ponen remedios eficaces a la asimetría informativa o a las restricciones que traban el acceso a la lista de los asistentes⁽⁷¹⁾. No se amplían los plazos legales de convocatoria⁽⁷²⁾, ni se ordena —ni siquiera con condiciones— la posible inclusión de propuestas contrarias a las de la dirección en la web corporativa, etcétera.

Sólo un más robusto compromiso del legislador con el programa de revitalización de la junta permitiría auspiciar mejores resultados. Es de esperar, por ejemplo, que la efectiva puesta en marcha de las recomendaciones contenidas en el conocido como Informe Conthe⁽⁷³⁾ induzca —por el sólo juego del estí-

(70) Sobre las malas prácticas puede verse, por todos: RONCERO SÁNCHEZ, A., “La captación del voto a través de la solicitud pública de representación: transparencia, igualdad de oportunidades y conflictos de interés”, en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, vol. I, Aranzadi-RdS, *op. cit.*, pp. 399 y ss. Señala esta autor cómo el análisis del contenido de los Reglamentos de las sociedades que integran el IBEX-35 es sumamente revelador: en casi la mitad de ellos se prevé que el apoderamiento realizado sin designación en el representante (poder “en blanco”) se considera otorgado a favor del Presidente del Consejo de administración o de la Junta general sin que importe quién haya sido el solicitante. Hasta en un tercio de los Reglamentos se prevé que, en caso, de falta de instrucciones se entenderá que el voto es favorable a las propuestas del consejo (p. 447).

(71) Un sector mayoritario de la doctrina sostiene para las cotizadas la inexistencia de un derecho del accionista y de la minoría de acceso a dicha lista so pretexto (injustificado) de dificultades técnicas insalvables o porque se alegan a este propósito razones de la normativa de protección de datos personales. Defendimos en su momento —FERNÁNDEZ DEL POZO/VICENT. “Internet y Derecho de Sociedades...” — la existencia de un derecho de acceso a la lista de accionistas de las cotizadas en base a una lectura positiva (vale decir, no restrictiva) de lo que se dispone en el art. 22.3 del RD 116/1192., (*op. cit.*, pp. 980 y ss.). La negación del acceso a la lista entraña una cercenamiento real de los derechos colectivos o de minoría en la medida en que se imposibilita de facto la agrupación o sindicación de minoría. En contra del derecho de acceso: PERDICES HUETOS, *El libro registro de socios*, Civitas, 2000, pp. 209 y ss.; RECALDE CASTELLS, A. “En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad”, *RDBB*, núm. 50, 1993, p. 379. Este autor cambió, acertadamente, a mi juicio, de criterio y se manifiesta ahora a favor de la transparencia de la lista en su magnífico trabajo: “Publicidad de los datos personales incluidos en los registros de accionistas”, *RdS*, núm. 18, 2002, pp. 77 y ss. Ni siquiera la legislación de protección de datos debe ser un obstáculo insalvable. Últimamente de esta opinión es: IBÁÑEZ JIMÉNEZ, “El ejercicio telemático...”, *op. cit.*, p. 1048 y 1049.

(72) Vid. MARTÍNEZ, M.^a T.^a, “El derecho de información del accionista...”, *op. cit.*, pp. 42 y s.; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “El Reglamento...”, *op. cit.*, pp. 302 y ss. Anteriormente, vid. TAPIA HERMIDA, A., “La Junta general de la sociedad cotizada”, en Estudios Sánchez Calero, vol. III, pp. 2936 y 2957; ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la Junta general”, *op. cit.*, p. 417; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “El Reglamento de Junta”, *op. cit.*, p. 81.

(73) Informe del grupo especial de trabajo sobre el buen gobierno de las sociedades cotizadas, 19 de mayo de 2006, que puede encontrarse en el portal de la CNMV.

mulo positivo que produce la regla del *comply or explain*— una cierta mejora del contenido de los reglamentos (en su caso, también de los estatutos).

Hemos de confiar en que se aproveche la ocasión por nuestras cotizadas para incorporar en su régimen corporativo específico algunas buenas prácticas ahora sí tipificadas, tales como: la *supresión de blindajes anti-opa* (recomendación 1.^a); *publicidad de las relaciones de grupo* (recomendación 2.^a); *precisión de las competencias “residuales” de la junta* (exigencia de que ciertos acuerdos esenciales o de “modificación estructural” se incardinan dentro de su competencia y se sometan a aprobación o ratificación de los socios según la recomendación 4.^a y conocimiento *con carácter consultivo* por la junta de la política de retribuciones de los consejeros en la recomendación 56.^a); reconocimiento de la posibilidad de la *votación separada de los distintos asuntos* (recomendación 5.^a) y del *lícito fraccionamiento del voto* (recomendación 6.^a), etcétera. Además, de prosperar las recomendaciones “complementarias” al gobierno para futura reforma legal también contenidas en el propio Informe Conthe (Anexo II), es de esperar que puedan extenderse algunas buenas prácticas relativas, entre otras materias, a la racionalización de las obligaciones de información (recomendación 1.^a); al fomento del asociacionismo accionarial y de la comunicación electrónica entre accionistas (foro de accionistas e iniciativas similares (recomendación 3.^a); transparencia y neutralidad en el régimen de la solicitud pública del voto (recomendación 3.^a 4); estandarización de las tarjetas de asistencia y delegaciones del voto así como el acceso a la lista de accionistas (recomendación 4.^a), etcétera. Ojalá la anunciada Propuesta de Directiva de 5 de enero de 2006 que trata de facilitar el ejercicio transfronterizo del voto pueda servir para algo ⁽⁷⁴⁾.

IV. UN APUNTE SOBRE LOS PROBLEMAS DE TÉCNICA REGULATORIA Y ALGUNAS EXPECTATIVAS DE UN FUTURO MÁS PROMETEDOR

Además de estar imbuidos de una opinión muy crítica de la conveniencia de la revitalización de la junta de accionista y del robustecimiento de los derechos del minoritario —se discute su misma viabilidad práctica—, los redactores del Código Olivencia no se plantearon otra técnica regulatoria que la simple autorregulación, la entendida en su sentido más pleno.

(74) Un primer examen en: GARCIMARTÍN ALFEREZ, F.J., “La propuesta de Directiva sobre el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto”, *RdS* núm. 26, 2006, pp. 203 y ss. *Vid.* también, VEIGAS COPO, A.B., “El ejercicio de los derechos de los accionistas a la luz de la Propuesta de Directiva de 5 de enero de 2006. El accionista extranjero”, *RDM*, núm. 261, 2006, pp. 1059 y ss.

En la práctica, bajo el régimen de dicho código, los responsables de la supervisión del mercado de valores no siempre actuaron consecuentemente. De hecho, desarrollaron actuaciones menos “neutrales”, tendentes a conseguir una “voluntaria” asunción de buenas prácticas en gobierno corporativo y, precisamente, en la misma línea que las recomendaciones de los expertos. Es bien conocido el empleo por la CNMV de ciertas técnicas persuasivas dirigidas a conseguir la “implementación” de los nuevos estándares con discutible fundamento y autoridad legales: la aprobación y divulgación de un modelo de reglamento del consejo adoptado al código (que se “colgó” en la propia web del organismo regulador), la difusión de informaciones relevantes (a título individual y global o sectorial) sobre el presunto grado de (in)cumplimiento de las nuevas “reglas”, etcétera. Con ocasión del ejercicio de las facultades ordinarias de supervisión hubo ciertamente un estímulo más o menos oficioso a la conformidad.

Podemos decir que, en general, ha cundido, desde entonces, una opinión poco optimista sobre los resultados prácticos alcanzados con la pura y simple autorregulación. Faltos de tradición en nuestro sistema jurídico, sin apenas esfuerzo didáctico para explicar las ventajas de la “regulación blanda” (el empleo de las denominadas *soft laws*); la reforma “Olivencia” —si es que se puede hablar de reforma— tuvo un calado superficial. Como era previsible, se generalizó un cumplimiento meramente formal de las recomendaciones. Elocuente prueba, si necesario fuera, de este generalizado estado de frustración pueden encontrar quienes leen el primer capítulo —“Consideraciones Generales”— del Informe Aldama. Se advierte en él, acertadamente, de los problemas del insuficiente conocimiento de la materia y de la necesidad del “aprendizaje colectivo”; la escasa transparencia conseguida; los pobres resultados conseguidos, etcétera.

Los redactores del denominado “Informe Aldama”, después de diagnosticar el insuficiente resultado alcanzado en esta materia bajo el “régimen del Código Olivencia”, optan por una solución de técnica normativa sustancialmente diferente a la del proyecto: la denominada “autorregulación obligatoria” (*enforced self-regulation*)⁽⁷⁵⁾. Es ésta una técnica regulatoria que responde a un compromiso entre técnicas opuestas: la técnica regulatoria tradicional en Dere-

(75) Pueden consultarse: AYRES, I-BRAITHWAITE, J., *Responsive regulation*, Oxford OUP, 1992, pp. 3 y ss.; BLACK, J., “Talking about regulation”, *Public Law*, 1998, pp. 77-105; DEAKIN, S-HUGHES, A., “Economic efficiency and the proceduralisation of company law” *ESCR Centre for Business Research Working Paper* núm. 133, University of Cambridge, 1999; DEAKIN, S.-LANE, C.-WILKINSON, F., “Performance standars in supplier relations” *ESCR Centre for Business Research Working Paper* núm. 100, University of Cambridge, 1998; HAINES, F., *Corporate regulation: beyond punish or persuade*, Oxford Clarendon Press, 1997, *passim*.; KAPLOW, L., “A model of the optimal complexity of legal rules”, *Journal of Law, Economics and Organisation*, 1995, 11, pp. 150-163; SINCLAIR, D., “Self-regulation versus command and control? Beyond false dichotomies”, *Law and Policy*, 1997, 19, pp. 529-559.

cho positivo de sociedades y la autorregulación en su sentido pleno. Frente a la técnica de regulación tradicional (sustancialmente mediante normas de Derecho imperativo con cierto juego reconocido a la autonomía de la voluntad cuyo cumplimiento se estimula por “sanciones civiles”), la “autorregulación obligatoria” presenta un contenido normativo imperativo menor puesto que se entrega gran parte de la regulación a la autonomía de la voluntad. Frente a la autorregulación plena, existe aquí un grado más intenso de intervención porque la sociedad sujeta al deber de autorregulación no es enteramente libre: la ley imperativa exige que la sociedad dicte sus normas de regulación.

La técnica de autorregulación obligatoria recomendada por los redactores del “Informe Aldama” ha sido seguida fielmente por el legislador y podría resumirse en estos cuatro epígrafes:

1.º) **Adopción básica del “modelo de autorregulación”**

Aunque en el Informe se enumeran algunos de los problemas específicos y hasta se apuntan en él algunas soluciones, el Informe recomienda, y luego la Ley implanta, el “principio de autorregulación”⁽⁷⁶⁾: se deja el peso de la regulación del funcionamiento interno de la junta y, acaso y en menor medida, de la tutela del derecho de participación en ella del minoritario, a las propias sociedades afectadas que deben dictar las disposiciones adecuadas a sus necesidades específicas.

2.º) **“Intervención normativa mínima”**

Se establece por ley —incorrectamente, la del Mercado de Valores, en lugar de la LSA⁽⁷⁷⁾— el deber de cada cotizada de dotarse de un conjunto de disposiciones contenidas en un preceptivo reglamento de junta como “instrumento de gobierno corporativo”. Ni siquiera se disciplina con detalle el contenido mínimo de ese reglamento ... fuera de una vaga referencia a que en él se

(76) Es elocuente y reiterativo, en su resumen de las conclusiones del Informe, el Preámbulo de nuestra Ley: las obligaciones de transparencia son “una pieza complementaria de la autorregulación”; el conjunto de medidas propuestas se sitúan “como recomendaciones dirigidas ante todo a las propias empresas en el ámbito de la autorregulación”; las iniciativas normativas se dictan “sobre la base del fomento de la transparencia en la gestión de las empresas, con respeto al ya citado principio de la autorregulación...”

(77) Con razón, así se denuncia por primera vez en: SÁNCHEZ CALERO, F., “Observaciones preliminares al proyecto de Ley de modificación del régimen de las sociedades cotizadas y de las anónimas en general tras el informe Aldama”, *RdS*, núm. 20, 2003, p. 34. Igual opinión —defectuosa localización sistemática— en EMPARANZA, A., “El reglamento de la junta de accionistas tras la nueva Ley 26/2003, de 17 de julio, de transparencia de las sociedades cotizadas”, *RdS*, núm. 21, 2003 p. 153.

regule “la convocatoria, preparación, información, concurrencia, desarrollo y ejercicio de los derechos políticos” (Informe) o “todas las materias que atañen a la junta general” (Ley de transparencia). Tampoco existe en la ley una remisión a lo que se disponga en futuras normas dictadas por el propio Estado o por la CNMV por delegación⁽⁷⁸⁾.

No parece ni siquiera contemplarse la elaboración, pública o privada, de recomendaciones de gobierno corporativo en esta materia (un “código de buen gobierno de la junta de accionistas”). Con todo, y curiosamente, la ley española es más “intervencionista” que otras legislaciones que conocen nuestra institución porque nuestra ley no se limita a permitir a la junta la adopción voluntaria de un reglamento (como ocurre en la legislación alemana) sino que lo impone como obligatorio⁽⁷⁹⁾ y, además, la obligatoriedad tiene su fuente en la ley positiva (a diferencia de lo que ocurre en Italia en donde la obligatoriedad tiene su fuente en los códigos de buen gobierno de asunción voluntaria por las cotizadas).

3.º) “Transparencia obligatoria”

Una vez debidamente aprobado, por mandato imperativo, se obliga a la sociedad cotizada a hacer público su reglamento. El deber de transparencia es profundo y múltiple y se sustrae a la autorregulación. Se impone a la sociedad cotizada el deber (público) de la divulgación pública (o “administrativa”) y privada (mercantil-registral) del reglamento de Junta: la comunicación de su aprobación como hecho relevante a la CNMV y consiguiente difusión en su portal; inscripción en el registro Mercantil previa su calificación; publicación del reglamento en el portal corporativo.

(78) Como se hace en la propia ley en relación con el contenido del informe anual del gobierno corporativo o sobre la web de la sociedad lo que ahora se pormenoriza en la OM de 26 de diciembre de 2003.

(79) Fuera del caso de las cotizadas, sigue siendo perfectamente posible, aunque poco pensable en la práctica, que los estatutos prohíban la elaboración de un reglamento de Junta o de consejo. *Vid.* MARTÍNEZ SANZ, *op. cit.*, p. 1744. Discute la oportunidad de la obligatoriedad legal de elaborar un reglamento EMPARANZA, *op. cit.*, p. 153. Por lo demás, téngase en cuenta el plazo transitorio establecido en la Ley de Transparencia en su disposición transitoria primera —Adaptación de los aspectos organizativos y estatutarios—: las sociedades cotizadas deberán adaptarse a esta previsión legal (i.e.: aprobar un reglamento y publicarlo debidamente) en el plazo de doce meses de la entrada en vigor. Por lo tanto, en sociedades con cierres de ejercicio ordinarios, lo normal será aprobar el primer reglamento después de la entrada en vigor de la ley en la junta anual ordinaria del año 2004.

4.º) Supervisión pública del cumplimiento de los deberes legales impuestos en este punto a las cotizadas

Existe una problemática atribución de competencia a la Comisión Nacional para el “seguimiento” administrativo del deber impuesto y control preventivo de legalidad en sede de calificación registral del reglamento.

A mi juicio, los pobres resultados conseguidos con los reglamentos de junta, se explican en una buena parte por las limitaciones y restricciones inherentes a la técnica regulatoria empleada.

1. El escaso poder disciplinar práctico de la CNMV

En nuestro Derecho positivo, el *enforcement* de las reglas que nos ocupan descansa, en muy gran medida, en la autoridad supervisora del mercado de valores y en cuanto al control de la legalidad de los reglamentos, en el propio Registrador Mercantil que califica los reglamentos antes de inscribirlos (no de “depositarlos”). Las posibilidades prácticas de control judicial del incumplimiento o del defectuoso cumplimiento de los deberes de autorregulación —por la vía de la responsabilidad civil e incluso penal de los administradores— son irrelevantes.

Primeramente, cabe señalar que no es satisfactorio el diseño legal del marco atributivo de competencias disciplinarias de la propia CNMV para castigar ilícitos cometidos por las cotizadas en las materias de buen gobierno atinentes a la revitalización de la junta/tutela del minoritario. De hecho, tras cierto esfuerzo interpretativo, sólo cabe “reconstruir” el régimen de los ilícitos sancionables *ex art. 113 LMV*, en relación con lo que se establece en sede de informe de gobierno corporativo, mediante el recurso a materiales normativos dispersos y acaso de insuficiente rango normativo (Ley/Orden/Circular).

No se basta la Ley de Transparencia para la tipificación completa de las conductas sancionables. Lo esperable es que la sociedad cumpla formalmente con la ley (apruebe y de publicidad al reglamento) y que informe lo mínimo. Cuestión ciertamente delicada es, por ejemplo, la posible sanción administrativa a causa de un simplemente deficiente informe de gobierno corporativo (en lo referente a las indicaciones preceptivas en materias relativas al “funcionamiento de la junta general” y detalles sobre “el desarrollo de las funciones”), por entender que la información suministrada no cumple con los exigentes requisitos de la OM y de la Instrucción (la Norma 2.^a).

El título habilitante más robusto de las facultades disciplinarias de la CNMV en esta materia es la competencia que le es atribuida en la propia Ley de Transparencia para el “seguimiento de las reglas de gobierno corporativo”:

1.º) La CNMV puede patrocinar la adopción de buenas prácticas en el tema que nos ocupa y contribuir a su divulgación. Aunque no apruebe ella

misma las reglas, puede estimular su formulación por otros e, incluso, podría homologar los códigos privados que llegaren a existir.

2.^o) En teoría, puede contrastar o verificar el grado de cumplimiento de las reglas y buenas prácticas voluntariamente asumidas por la sociedad cotizada en el instrumento normativo que proceda (estatutos, reglamento, etcétera) por lo que resulte de tales instrumentos y del informe de buen gobierno.

3.^o) Respecto de las buenas prácticas no asumidas, puede no sólo exigir la justificación de la no-adhesión (por la regla de *comply or explain*) sino incluso, en base a las facultades de “seguimiento”, contrastar lo verosímil de tal justificación.

Para conseguir este propósito, la CNMV está expresamente autorizada para reclamar cuanta información sea precisa de la sociedad (de resultar pertinente, se entiende) e, incluso, para divulgar la información relevante sobre el grado de incumplimiento, tanto a nivel particular, de cada sociedad, como mediante estudios generales. En cambio, carece nuestra ley positiva de una norma de legitimación a la CNMV para, por ejemplo, impugnar acuerdos nulos de la junta general o del consejo en defensa del funcionamiento del mercado o de la tutela de la posición del minoritario.

Con todo, aunque el título habilitante “abierto” fuera legalmente suficiente para una intervención adecuada y prudencial, ¿está en condiciones operativas la CNMV de perseguir los incumplimientos menos groseros pero más importantes y frecuentes en la práctica como la falta de transparencia informativa (información que no es clara, íntegra, correcta, veraz, insesgada, contrastable, que abarca un suficiente espacio temporal, etcétera) o de asumir directamente la supervisión del grado de “seguimiento” de las reglas de buen gobierno?

En la práctica, poco es lo conseguido por la CNMV en este punto. La Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, encomendaba a la CNMV la elaboración de “un documento único sobre gobierno corporativo con las recomendaciones existentes” para que pueda servir de criterio para la voluntaria asunción de buenas prácticas. Pues bien: no se ha formulado un catálogo coherente de reglas de buen gobierno en materia de junta aunque, como es sabido, algunas pocas buenas prácticas se han identificado sobre el particular en el propio Informe Conte. Algún estudio con relevancia en la materia se ha divulgado en el portal de la CNMV⁽⁸⁰⁾. Poca cosa.

(80) Vid. por ejemplo en el portal de la CNMV: GANDÍA CABEDO, J.L.-ANDRÉS PÉREZ, T.E.-*Gobierno Corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas españolas: un estudio empírico*, Dirección de Estudios y Estadísticas, Monografías núm. 8, febrero 2005.

Con todo, amén de la falta de seguridad jurídica de los títulos habilitantes de su intervención, la CNMV huye de parecer intervencionista, lo que por otra parte es irrealista conseguir. Se hace, en definitiva, de la necesidad virtud.

2. Insuficiencia del marco imperativo mínimo

La realidad de las cosas y, sobre todo, la experiencia comparada, demuestra que el marco normativo de Derecho societario es insuficiente para conseguir los resultados pretendidos.

Sigue faltando un marco normativo, de Derecho imperativo, adecuado. El que hay es ineficiente. La revitalización de la minoría exige como presupuesto imprescindible una definición realista de la minoría (fórmulas de “minoría decreciente”⁽⁸¹⁾). Es poco realista —y hasta poco conveniente— entregar esa definición a la autorregulación⁽⁸²⁾. Es muy probable también que sea imprescindible el diseño legal de un armazón imperativo mínimo para que puedan desarrollarse buenas prácticas en materias tales como la captación electrónica del voto y *proxy-fights*; la viabilidad de la consideración de propuestas alternativas; el asociacionismo accionarial.

3. Optimismo injustificado sobre el funcionamiento del “círculo virtuoso” reputacional

En teoría, la posibilidad de publicitar un compromiso creíble con una serie de buenas prácticas de gobierno voluntariamente asumidas por la entidad en cuestión, podría dar lugar a una competencia saludable entre las cotizadas (*race to the top*) que consiguiera una mejora relevante en el déficit de supervisión de la dirección por los accionistas ... sin necesidad de una intervención normativa más robusta.

(81) Sobre la conveniencia de instaurar un sistema de cálculo degresivo de la minoría o “minoría variable” *vid.* por todos: POLO SÁNCHEZ, E., “Abuso o tiranía. Reflexiones sobre la dialéctica entre mayoría o minoría en la sociedad anónima”, en AA.VV. *Estudios jurídicos en homenaje a Aurelio Menéndez*, t. II, Civitas, 1996; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *La representación de los accionistas en la Junta General de la sociedad anónima*, Civitas, 1990, pp. 119 y ss.; JUSTE MENCÍA, *Los derechos de la minoría en la sociedad anónima*, Monografía RdS núm. 3, 1995, p. 165; FERNÁNDEZ PÉREZ, N., *La protección jurídica del accionista inversor*, Monografías RdS núm. 14, 2000, p. 397; SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada en bolsa...*, *op. cit.*, pp. 128 y ss.; ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la Junta General en el Gobierno Corporativo de las sociedades de capital”, *El gobierno de sociedades cotizadas* (coord. G. ESTEBAN), Madrid, 1999, p. 647; RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “El Reglamento...”, *op. cit.*, pp. 300 y s.

(82) Por todos: F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, “El Reglamento de la Junta General...”, *op. cit.*, pp. 300 y s.

La lógica del estímulo reputacional —primeramente explicada por los analistas de la teoría de los juegos con repetición— es bien conocida. Por una parte, la reputación es uno de los activos más valiosos, aunque intangible, de la “firma”⁽⁸³⁾. El crédito reputacional induce a los accionistas a confiar en sus gestores con lo que esto supone de rebaja de los costes de supervisión⁽⁸⁴⁾. Por otra parte, la reputación que se gana en el mercado con una autorregulación más exigente que la que puedan exhibir las competidoras, activa el “círculo virtuoso” del espontáneo cumplimiento de estándares cada vez más exigentes en la tutela del accionista⁽⁸⁵⁾. Esto presupone, claro es, que existe una positiva correlación entre el compromiso con el “Buen Gobierno” y los buenos resultados empresariales (*performance/investment returns*), lo que no está aún claramente contrastado empíricamente⁽⁸⁶⁾.

Como era de esperar, la realidad ha sido bien distinta. No se ha puesto en marcha, desde luego, un “mercado de estatutos sociales” en que las cotizadas compiten por mejorar el estatuto de sus socios⁽⁸⁷⁾. Los más cínicos podrán sostener que lo que se ha producido es un efecto contrario de emulación perversa (*race to the bottom*) que puede describirse como de “cartelización”. Hay que ser ingenuos, se dirá, para pensar que los accionistas de control de las sociedades cotizadas asumen voluntariamente la adopción de medidas que comprometen o ponen en riesgo, siquiera lejanamente, la prima de beneficios del socio de control (*private benefits*) ... para evitar ser tachados de explotadores del minori-

(83) Entre nosotros, militando con los optimistas, PAZ-ARES, C., “El Gobierno corporativo como estrategia de creación del valor”, *Working Paper* núm. 182 InDret 1/2004 en www.indret.com. Vid. ROMANO, R., “Less is More: Making Shareholder Activism a Valued Mechanism of Corporate Governance”, 18 *Yale Journal of Regulation*, 2001.

(84) Se ha llegado a proponer la elaboración de un índice que “mida” la reputación de las compañías: CRAVENS, V.K.-GOAD OLIVER, E.-RAMAMOORTI, S., “The reputation Index: Mesuring and Managing Corporate Reputation”, 21 *European Management Journal*, 2003, pp. 201 y s.

(85) Vid. por ejemplo: LABELLE, R., “The statement of Corporate Governance Practices (SCGP). A voluntary Disclosure and Corporate Governance Perspective”, HEC Montreal, Department of Accounting Studies, June 2002. Puede encontrarse en www.ssrn.com.

(86) Un estado de la cuestión en EISENHOFER, J.W.-LEVIN, G.S., “Does Corporate Governance Matter to Investment Returns?”, Corporate Accountability Report, vol. 3, núm. 57, 2006, The Bureau of National Affairs, www.bna.com. Vid. también: BROWN, L.D.-CAYLOR, M.L., “Corporate Governance and Firm Performance”, Georgia State University, Department of Accounting, Working Paper Series, 2004, disponible en www.ssrn.com.

(87) Vid. RECALDE CASTELLS, A., “Del Código Olivencia...”, *op. cit.*, p. 1865. La misma conclusión, en Derecho italiano en MONTALENTI, “Corporate Governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno” *Riv. Soc.* 2002, p. 385.

tario. Se ha producido una espontánea, y esperable concertación de prácticas reglamentarias “a la baja”. Los bancos, por ejemplo, están más dispuestos a competir en intereses, en el trato dado a sus depositantes, etcétera que en los derechos concedidos a sus accionistas.

4. Posibilidades futuras. Rating corporativo

Si se quiere, también existe de todo ello una explicación analítica basada en las limitaciones de la técnica regulatoria. Los aficionados a la nueva literatura sobre psicología del comportamiento económico (*behavioural finance*, *heuristics*) están familiarizados con las frecuentes y observables quiebras de los paradigmas tradicionales —teorema de Coase, modelo Modigliani-Miller, hipótesis del mercado eficiente, modelo CAPM de riesgos— inherentes a los fallos cognoscitivos del material humano presuntamente racional (¿qué optimismo!) y que en alguna medida pueden explicarse y en ciertos casos modularse a partir del supuesto de la racionalidad limitada (*bounded rationality*). A lo que vamos: el “circulo virtuoso” de la reputación corporativa no funciona bien en la autorregulación simple (es decir: sin *monitoring* o verificación independiente)⁽⁸⁸⁾.

Aunque también ha sido estudiado analítica y psicológicamente⁽⁸⁹⁾, bástenos aquí señalar que la experiencia comparada demuestra la mayor efectividad práctica que se consigue con la autorregulación consistente en la necesaria justificación/publicitación del voluntario cumplimiento/incumplimiento (*comply or explain*) de buenas prácticas explícitamente definidas en códigos formulados por entidades de prestigio y reputación de manera que el compromiso de responsabilidad corporativa sea susceptible de verificación por una entidad “auditora” independiente y de modo que todo ello trascienda al mercado (Informes de buen gobierno, y demás instrumentos de responsabilidad social corporativa).

(88) Vid. DE JONG, A.-DEJONG D.V.-MERTENS, G.-WASLEY, C.EJ., “The Role of Self-Regulation in Corporate Governance: Evidence and Implications from the Netherlands”, *Simon School of Business Working Paper* núm. FR 00-20; *ERIM Report Series Reference* núm. ERS-2001-87-F&A. Puede encontrarse en www.ssrn.com.

(89) Vid. SACCONI, L., “Corporate social responsibility (CSR) as a model of “extended” Corporate Governance. An explanation based on the economic theories of social contract, reputation and reciprocal conformism”, *Università Carlo Cattaneo, Liuc Papers*, núm. 142, Serie Etica, Diritto ed Economia 10, feb 2004. Puede encontrarse en www.biblio.liuc.it y en www.ssrn.com.

Estimo que no es precisamente eficiente que la CNMV se dedique a supervisar el “seguimiento” del grado de cumplimiento de las buenas prácticas, como no se dedica a auditar los documentos contables. Sería más provechoso que se estimulara la formulación de códigos de buenas prácticas en materia de junta, redactados y actualizados por entidades de prestigio independientes. Se me antoja, por ejemplo, que una fundación cuyos patronos y financiadores sean ciertas entidades cotizadas soporta los problemas habituales de conflictos de interés bien conocidos por los que estudian el defectuoso papel desempeñado por los *gatekeepers* más habituales como son las auditoras o las agencias de rating⁽⁹⁰⁾. La elaboración de verdaderos “rating corporativos” (no financieros) es una posibilidad verdaderamente real⁽⁹¹⁾. Existen ejemplos prometedores en el mercado internacional (Deminor, ISS, GovernanceMetrics International...)⁽⁹²⁾. Entre nosotros, la experiencia es todavía modes-

(90) Un reciente y detallado análisis del fracaso de todas esas instituciones que, presuntamente independientes, supervisan o controlan la correcta actuación de los operadores del mercado en COFFEE, J.C., Jr., *Gatekeepers. The professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006.

(91) Vid. los trabajos en la misma revista de: PTELIS, Ch.-CLARKE, Th., “Valuing Corporate Governance: An Introduction”, 12 *Corporate Governance*, 2004, pp. 125 y ss.; SHERMAN, H., “Corporate Governance Ratings”, 12 *Corporate Governance* 2004, pp. 5 y ss.; BRADLEY, N., “Corporate Governance Scoring and the Link Between Corporate Governance and Performance Indicators: In Search of the Holy Grail”, 12 *Corporate Governance*, 2004, pp. 8 y s.; STRENGER, Ch., “The Corporate Governance Scoreboard: A Tool for the Implementation of Corporate Governance” 12 *Corporate Governance* 2004, pp. 11 y ss. También: BAUER, R. -KOEDIJK, K.-OFFEN, R., “International Evidence on ethical mutual fund performance and investment style”, Working Paper Masstrich, LIFE, 2002; HOFFMAN, A.J., “A Strategic Response to Investor Activism”, *Solan Management Review*, Winter 1996, pp. 51-64; RONDINELLI, D.-VASTAG, G., “International Environmental Standards and Corporate Policies”, 39 *California Management Review*, 1996, pp. 106 y ss.; REICH, R., “The New Meaning of Corporate Social Responsibility”, 40 *California Management Review*, 1998, pp. 8 y ss.; HEBB, T.-WÓJCIK, “Global Standards and Emerging Markets: The institutional investment value chain and CalPERS’ investment strategy”, *Oxford Working Paper, School of Geography And the Environment*, University of Oxford, WPG 04-05, 2004. El estado de la cuestión en: SALO, J., “The emergence of non-financial rating agencies for the promotion of global standards: An Assessment and Empirical Analysis of two Proprietary Databases”, Oxford University Centre for the Environment, WPG 05-01, 2005, en www.ouce.ox.ac.uk.

(92) Como, por ejemplo, el Corporate Governance Quotient elaborado por *Institutional Shareholder Services*, incorpora variables relativas a previsiones sobre blindaje societario, disposiciones estatutarias y reglamentarias, prácticas societarias etcétera. La metodología es ciertamente compleja y puede consultarse en www.isscgq.com. Sobre GovernanceMetrics International puede verse: www.gmiratings.com.

ta⁽⁹³⁾. Acertadamente, el Informe Conthe incluye entre sus recomendaciones dirigidas al Gobierno la de “Fomento de instituciones y asociaciones independientes que analicen y evalúen la calidad de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas” (Anexo II, recomendación 3.^a 3).

La tarea de la CNMV debería más bien orientarse a la supervisión de quienes supervisan las buenas prácticas: que sean agencias serias y no soporten conflictos irresolubles de intereses, que preferentemente sean varias y que compitan, que tengan un gran estímulo reputacional, que sigan procedimientos transparentes y técnicamente fiables para la identificación de variables relevantes de buen gobierno y para la calificación de cada entidad, etcétera.

(93) La fundación de estudios financieros elaboró una interesante “Guía de Buenas Prácticas para el desarrollo de la Junta General de Accionistas de Sociedades Cotizadas”, Papeles de la Fundación núm. 6, 2004. Dicha entidad tiene constituido un “Observatorio de Gobierno Corporativo de las grandes sociedades cotizadas en el mercado de valores español (Ibex-35), ejercicio 2004, Papeles de la fundación núm. 14, 2005. En dicho observatorio se establece un rating en que se valoran ciertas variables relativas a “Derechos y obligaciones de los accionistas”, pp. 35 y ss. Con todo, las variables seleccionadas son las obvias y a mi juicio, no suficientemente discriminatorias. Nada que ver, por citar un ejemplo, con la metodología mucho más completa y ambiciosa —me temo, que también más independiente— elaborada, por ejemplo, por DEMINOR (Deminor Corporate Governance Rating Database) o por el ISS.

LAS ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS: SU CONVENIENCIA Y SUS RIESGOS (*)

CARMEN ALONSO LEDESMA

*Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid*

SUMARIO

- I. PLANTEAMIENTO.
 - II. DELIMITACIÓN DE LA FIGURA DE LAS ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS.
 - III. ¿LAS ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS COMO FORMA DE TUTELA DE LA MINORÍA Y DE REVITALIZACIÓN DE LA JUNTA GENERAL O NUEVO ESPEJISMO?
 - 1. Ventajas y riesgos de las Asociaciones de accionistas.**
 - 2. Posibles medidas para conjurar los riesgos y hacer efectiva la participación de las Asociaciones en la Junta.**
 - IV. ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS, INVERSORES INSTITUCIONALES Y PACTOS PARASOCIALES, ¿ALTERNATIVAS EXCLUYENTES O CONVERGENTES?
 - V. REFLEXIONES FINALES.
-

(*) Este artículo se corresponde con la ponencia presentada en el Seminario que sobre la Junta General se celebró en la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense el día 6 de abril de 2006 y en él se reproducen, en buena medida, las ideas expresadas con anterioridad en “Las asociaciones de accionistas”, publicado en *Derecho de Sociedades Anónimas cotizadas*, Aranzadi, 2005.

I. PLANTEAMIENTO

En un seminario como el presente dedicado a la Junta general y a las medidas que pueden adoptarse para su revitalización parece no sólo conveniente, sino necesario, prestar cierta atención a las Asociaciones de accionistas para comprobar en qué medida éstas pueden o no contribuir a esa reactivación o revitalización. Y es que, como aquí se ha dicho ya esta mañana, tras el olvido que durante lustros ha experimentado la Junta general, en los últimos tiempos se ha tomado conciencia de que, para asegurar el buen gobierno de las sociedades, no basta solamente con redactar Códigos de buen gobierno como medida de autocontrol aunque se establezca el principio de *comply or explain* (que ha resultado altamente ineficiente en materias como la de la remuneración de los administradores, por ejemplo) sino que son precisas también otro tipo de medidas. De ahí que, entre otras, se vuelva la mirada a los socios, a los propietarios de la sociedad, intentando lograr una participación responsable de éstos en aquélla ejercitando los derechos que la legislación les reconoce como medio idóneo, aunque no único, de control y de contrapeso o contrapoder de los consejeros ejecutivos.

Y, naturalmente, para lograrlo se hace preciso despertar a la “Bella Durmiente”, como con expresión feliz, se ha designado a la Junta, ya que éste es el órgano de participación de los socios. Y entre los apuestos príncipes dispuestos a despertar a la Bella con el dulce beso se encuentran las Asociaciones de Accionistas. Asociaciones que si bien no constituyen un fenómeno totalmente novedoso fuera de nuestras fronteras, donde se conocen desde hace ya muchas décadas y donde han venido desempeñando un destacado papel en pro de la mejora de la situación de los pequeños accionistas, cobran ahora un especial protagonismo a través de su institucionalización en algunos países (como Francia e Italia) insertadas en el movimiento de buen gobierno de las empresas como fórmula para lograr la tutela de los pequeños accionistas e incentivar su participación, aunque indirecta, en la Junta, eliminando o atenuando los costes y los inconvenientes conexos que, tradicionalmente, han favorecido la “apatía racional” de los titulares de participaciones insignificantes.

Y de este movimiento a favor del protagonismo de este tipo de agrupaciones tampoco somos ajenos en nuestro país ya que tras un frustrado intento regulatorio del fenómeno en la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles⁽¹⁾, nuevamente se vuelve a plantear la conveniencia de su reconocimiento

(1) Propuesta de Código de Sociedades mercantiles elaborada por la ponencia especial designada en el seno de la sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, Ministerio de Justicia, 2002.

como fórmula de integración o coordinación del pequeño accionariado disperso propio de las grandes sociedades cotizadas. Esta vez a través de la Recomendación complementaria tercera del Anexo II del Proyecto de Código unificado de recomendaciones sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas (conocido como Código Conthe), en la que “se recomienda al Gobierno que estudie posibles mecanismos que faciliten la coordinación entre los pequeños accionistas de las sociedades cotizadas, con el fin de darles más voz en la Junta general y facilitarles el ejercicio de los ‘derechos de minoría’ que reconoce la legislación vigente, asegurándose, no obstante, de que tales mecanismos son utilizados de buena fe y en defensa del interés social”. Y, a tal efecto, se sugiere como posible mecanismo de coordinación la creación de un Foro Electrónico de Accionistas y la creación en la CNMV de un Registro Voluntario de Agrupaciones de Accionistas de Sociedades Cotizadas.

Este hecho vuelve, por tanto, a poner sobre el tapete estas figuras reabriendo la polémica acerca de su utilidad para lograr los fines que se les atribuye. Se hace preciso, por ello, intentar establecer cuál puede ser su articulación jurídica y comprobar si tales asociaciones constituyen un mecanismo apto para lograr la efectiva tutela de los “microaccionistas” a través de su participación en la Junta contribuyendo así a su revitalización o, por el contrario, carecen de virtualidad para lograr esos objetivos y hay que abandonar definitivamente la visión romántica de los accionistas-ahorradores necesitados de protección y pensar en otros instrumentos que de manera más idónea logren una protección eficaz de los pequeños accionistas y, al mismo tiempo, contribuyan a la mejora del buen gobierno de las sociedades cotizadas.

II. DELIMITACIÓN DE LA FIGURA DE LAS ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS.

Para ello, resulta preciso, en primer término, delimitar el concepto de Asociación de accionistas porque se habla genéricamente de agrupaciones de accionistas para designar organismos muy heterogéneos que si bien pueden tener en común el desempeño de algunas funciones en beneficio de los asociados o agrupados, no ostentan la representación y, en su caso, defensa de los intereses de sus asociados y, por tanto, aunque puedan llevar a cabo importantes labores en favor de sus miembros, desde la perspectiva de su participación en la Junta y del ejercicio de los derechos políticos en la misma carecen de relevancia.

Este es el caso, por ejemplo, de los llamados clubes o comités de accionistas propiciados por las propias sociedades que corren con sus gastos de funcionamiento y que, bajo la cobertura de potenciar la comunicación con sus accionistas, lo que encubren es una operación de marketing destinada, fundamental-

mente, a mejorar su imagen corporativa. En esencia se trata de fidelizar a los accionistas individuales a través de la prestación de una serie de servicios que abarcan desde el suministro de información periódica de la marcha de la sociedad en forma asequible a un accionista medio, hasta la oferta de productos de consumo con importantes descuentos, o promociones especiales de asistencia sanitaria, viajes, etc., pasando por otro tipo de ofertas como los planes de reinversión de los dividendos en acciones de la entidad a los que se asocian determinadas ventajas. Con todo ello, se logra que en los accionistas se produzca el efecto psicológico de pertenencia a un club selecto en el que se les privilegia y, como consecuencia natural, tienden a acrecentar su participación en el capital de la sociedad de la que se sienten más “propietarios” que simples proveedores de fondos. Pero, naturalmente, este tipo de clubes, no puede considerarse como una asociación de accionistas surgida de la iniciativa individual de ellos para participar en la vida de la sociedad a través de la Junta.

Asimismo, no pueden considerarse como Asociaciones de accionistas los llamados clubes de inversores cuya función primordial es ayudar a los inversores individuales a canalizar su inversión de forma adecuada, suministrándoles las pautas y técnicas necesarias para gestionar su cartera. Este es, desde luego, un componente pedagógico en el que pueden coincidir con las Asociaciones de accionistas ya que el aspecto educativo y la difusión de información entre sus integrantes forman parte de sus finalidades. Pero la diferencia fundamental estriba en que mientras los miembros del club lo único que pretenden es optimizar sus inversiones, las Asociaciones de accionistas, en cambio, tienen miras más amplias puesto que, de una parte, lo que pretenden es lograr esa optimización pero mediante el ejercicio de los derechos de socio participando activamente en la vida social. Y, de otra parte, los clubes no representan a sus miembros frente a la sociedad ni tampoco se erigen en defensores de los intereses colectivos de sus integrantes lo que, sin embargo, es propio de las Asociaciones de accionistas.

Tampoco pueden ser encuadradas en la categoría de Asociaciones de accionistas las sociedades mercantiles constituidas con el objeto de asegurar la defensa de los minoritarios a cambio de una remuneración ligada a un resultado (caso frecuente en Bélgica); ni las asociaciones de inversores que, realmente, son asociaciones de consumidores y usuarios cuya función primordial es la defensa de los intereses de los accionistas en cuanto inversores y no el ejercicio de los derechos de socio.

De la misma manera, tampoco pueden considerarse como Asociaciones de accionistas los Foros electrónicos de Accionistas de reciente creación en Alemania y a los que se alude en la recomendación complementaria tercera, antes mencionada, del Anexo II del Proyecto de Código Unificado, los cuales no constituyen más que un lugar en el ciberespacio, un punto de encuentro, para

facilitar que los accionistas individualmente o agrupados puedan intercambiar opiniones o realizar propuestas con carácter previo a la celebración de la Junta general, para que otros se sumen a ellas o para solicitar su representación. En este sentido, constituyen un complemento útil de las Asociaciones pero no pueden confundirse con ellas.

En puridad, pues, sólo pueden considerarse como Asociaciones de accionistas, cualquiera que sea la denominación que adopten, aquellas que agrupan a los accionistas bien de una sociedad en concreto o bien de varias sociedades con la finalidad primordial de representar a sus asociados en la junta de la sociedad de que se trate y ejercitar los derechos políticos que les correspondan, especialmente los “derechos de minoría” y, tanto unas como otras, pueden ser asociaciones de derecho común, sometidas al régimen general de las asociaciones, o asociaciones especializadas sujetas a un régimen jurídico específico predispuesto por el ordenamiento para gozar de determinadas atribuciones o prerrogativas en orden a la consecución de los objetivos perseguidos⁽²⁾.

Ambos tipos de asociaciones, en principio, podrían conseguir sus finalidades y, de hecho, en gran parte de los ordenamientos en que existen asociaciones de este tipo no hay una normativa especial a la que deban ajustarse, ni se requieren especiales requisitos para su constitución o funcionamiento. Y en aquellos otros en los que sí existe una reglamentación específica, como Francia, se ha dado la paradoja de que han tenido más éxito o han sido más activas las asociaciones de derecho común que las especiales.

En consecuencia y si esto es así, la pregunta que surge inmediatamente es ¿para que sirven las asociaciones especializadas? o, mejor aún, ¿es necesario o, al menos útil, establecer un régimen jurídico específico para estas asociaciones?

La respuesta a estos interrogantes está en función de la consideración que de las asociaciones de accionistas se tenga y, sobre todo, de las atribuciones o competencias de que se quiera dotar a las mismas, porque, efectivamente, nada impide que al amparo de la libertad de asociación que en nuestro ordenamiento está reconocida en el artículo 22 de la CE, y desarrollada en la Ley Orgánica 1/2002, de 22 de marzo, reguladora del derecho de asociación, se puedan constituir asociaciones de accionistas como de cualquier otra clase. Y, de hecho, en España, al carecerse de una reglamentación específica para aquel tipo de aso-

(2) Este es el caso de las *associations d'actionnaires* de sociedades cotizadas francesas, reguladas por las Leyes 94-679, de 8 de agosto de 1994 y 96-597, de 2 de julio de 1996, modificadas por la Ley 2003-706, de 1 de agosto de 2003, de seguridad financiera, o las *associazioni di azionisti* de sociedades cotizadas italianas, reguladas por el *Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione Finanziaria* (TUF), de 1998.

ciaciones, todas las que se han constituido hasta el momento lo han sido con arreglo a la legislación común de asociaciones, aunque más que de Asociaciones de accionistas en sentido estricto deberíamos hablar de asociaciones de afectados, dado que se han constituido cuando han surgido problemas y sus derechos se han visto lesionados. De esta tónica general hay que exceptuar a la “Asociación española de accionistas minoritarios de empresas cotizadas” (AE-MEC) de reciente constitución, pero especialmente activa, la cual tiene por objetivo declarado en el artículo cuatro de sus estatutos “fomentar y promover la integración de sus asociados en el cuerpo social de cada sociedad cotizada de las que sean accionistas...”. Pero esta finalidad tuitiva de sus asociados y de integración de los mismos en la sociedad correspondiente (*rectius*: participación en los órganos sociales, ya que, como es obvio, en cuanto accionistas ya forman parte o están integrados en la sociedad como miembros) se intenta realizar a través de la constitución de sindicatos de accionistas o de pactos parasociales en aquellas sociedades en las que participen sus asociados y a cuya formación colabora la asociación (art. 4 de sus estatutos), ya que la Asociación, como tal, carece de legitimación para ostentar la representación de sus asociados, salvo, naturalmente, que siguiera el procedimiento diseñado en la LSA para la solicitud pública de representación. Y, lógicamente, los pactos parasociales que se celebren deberán ajustarse a la normativa dispuesta para aquéllos en la LMV, lo que no deja de entrañar algunos inconvenientes.

Estos inconvenientes, no cabe duda de que pueden ser compensados por las ventajas que presentan esta clase de asociaciones, como son la mayor flexibilidad tanto en su constitución como en su funcionamiento, puesto que para su existencia no se requiere el cumplimiento de otros requisitos que no sean los establecidos en la Ley de asociaciones. Pero, también es cierto que la no imposición de requisitos de ninguna clase o la falta de límite alguno para la formación de la asociación, sea en cuanto al número de miembros, sea en cuanto a la participación en el capital de la sociedad cotizada de que se trate, o cualquier otro, y, sobre todo, la falta de control por el organismo regulador, puede dar lugar a una total falta de transparencia o a que la asociación ya no sea de “minoritarios” dispersos, sino de minorías mayoritarias que actuando mediante la sindicación de acciones persigan finalidades distintas a las propias de tutela de los intereses de los pequeños accionistas.

De otra parte, la falta de regulación específica o de cumplimiento de ningún tipo de requisito puede favorecer la constitución de asociaciones que desvirtúen totalmente las finalidades o los objetivos propios de este tipo de agrupaciones en la medida en que persigan intereses espurios y, en lugar de constituir una verdadera herramienta para la defensa de los intereses de los pequeños accionistas, sirvan de cobertura formal para el logro de beneficios particulares de las personas que las crearon o, lo que es aún peor, que encubran intereses del

grupo de control. Por todo lo cual parece más acertado, como luego diremos, la constitución de Asociaciones de accionistas especializadas en el sentido de sometidas a una regulación especial en razón de su actividad.

III. ¿LAS ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS COMO FORMA DE TUTELA DE LA MINORÍA Y DE REVITALIZACIÓN DE LA JUNTA GENERAL O NUEVO ESPEJISMO?

1. Ventajas y riesgos de las Asociaciones de accionistas

Cualquiera que sea la fórmula por la que se opte, lo cierto es que en la actualidad se asiste a un movimiento asociativo surgido, bien de forma espontánea, o fomentado desde instancias legislativas, protagonizado por los pequeños accionistas en pos de medidas de autotutela ante la insatisfacción de las medidas de heterotutela dispuestas por el legislador, intentando crear “centros de poder” alternativos al grupo de control en el interior de la sociedad de base accionarial abierta, que permitan a la masa de pequeños accionistas abandonar su “apatía racional” por la gestión de la sociedad en la que han invertido su dinero⁽³⁾.

Y ello porque es difícil concebir actualmente que los llamados derechos de minoría en una sociedad cotizada estén realmente reconocidos en favor de los pequeños accionistas, los cuales, desde luego, es prácticamente imposible que lleguen a alcanzar de manera individual los porcentajes requeridos para ejercerlos y, por tanto, el mantenimiento de esos derechos supone, más que un “fortalecimiento de la tutela de la minoría un debilitamiento de la posición del socio individual”⁽⁴⁾ y un instrumento más de control en manos de quien conforma una minoría mayoritaria, salvo que tales derechos puedan ser ejercitados a través de la agrupación de los pequeños accionistas. Y es que, como acertadamente ha sido puesto de manifiesto, “la expresión minoría no es más que un término bajo el cual se comprenden todos los accionistas que no forman parte del grupo de control, lo que hace que, dados los numerosos casos de control minoritario, puedan constituir también la mayoría del capital so-

⁽³⁾ LENER, R., “I gestori di patrimoni come centro di aggregazione dei piccoli azionisti” en *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova, 1999, pp. 187 y ss.

⁽⁴⁾ JUSTE MENCIA, J., *Los derechos de minoría en la sociedad anónima*, Pamplona, 1995.

cial”⁽⁵⁾. Por ello, hoy en día, tutela de la minoría no puede entenderse solamente como la posibilidad que el legislador reconoce a los accionistas de ejercitar los derechos individuales de socio, sino también, y sobre todo, favorecer la agrupación de los socios minoritarios. Son las agrupaciones de éstos las que pueden negociar con el grupo de control y no ciertamente los accionistas singulares, lo que hace que cualquier otra solución de tutela de la minoría, confiada a la autonomía privada, que no pasase por este tipo de agrupaciones, correría probablemente el riesgo de convertirse en letra muerta al dificultar la posibilidad de operar concretamente y, por ello, de ser realmente eficaz.

De ahí la importancia de fomentar legislativamente la formación de entidades asociativas que, en cierta medida, actúen como intermediarios entre la sociedad y la base accionarial dispersa a fin de recuperar el papel directo de los minoritarios en la actividad societaria bien sea mediante el ejercicio del derecho de voto en la junta, contribuyendo de esta forma a su revitalización, o bien sea ejercitando en común otras actividades inherentes a la participación social (mayor información y su difusión entre los asociados, elaboración de propuestas para someter a la junta o al consejo de administración, ejercicio de la acción social de responsabilidad, petición de convocatoria de la junta, etc.).

Parece pues, que de la toma de conciencia actual de la importancia de la junta, hasta ahora totalmente olvidada en los trabajos de *corporate governance*, no pueden ser ajenas las asociaciones de accionistas, las cuales no sólo ostentan en la junta la representación de sus asociados, sino que también pueden ser las portadoras de intereses ajenos a la asociación al atraer representaciones de una inmensa masa de accionistas dispersos de distinta consideración, con lo que, indudablemente, se refuerza la función de la junta, lo que unido a la previsión de instrumentos específicos para incentivar la participación indirecta en ella (voto por correspondencia, voto electrónico, etc.) que también pueden ser utilizados por estas asociaciones, ponen de relieve la importancia de las agrupaciones organizadas de accionistas para incentivar el papel de la junta en el gobierno societario.

En definitiva, la existencia de asociaciones de accionistas no sólo permitiría un mayor control del cuerpo social sobre la gestión a través de la participación de aquéllas en la junta y mediante el ejercicio de los derechos de socio que la legislación les reconoce, sino que como portavoz de la opinión de sus asociados podrían contribuir con sus sugerencias y recomendaciones a la mejora del Derecho de sociedades en general y, en especial, a la de aquellas cuestiones que

⁽⁵⁾ BUONOCORE, V., “La riforma delle società quotate”, en AA.VV., *La riforma delle società quotate. Tai del Convegno di Studio di Santa Margherita Ligure*, 13-14 giugno 1998, Milano, 1998

atañen directamente a los derechos del socio, como los que en la actualidad tiene planteado el voto transfronterizo, que exigen una respuesta jurídica urgente que permita establecer los criterios para determinar quién es el tenedor final de las acciones y quién y a través de qué mecanismos podría ejercer el derecho de voto⁽⁶⁾.

Es cierto, sin embargo, que no todo son ventajas en relación con las Asociaciones de accionistas sino que éstas también pueden entrañar ciertos riesgos tanto para la sociedad como para los propios microaccionistas o, simplemente, ser un instrumento inútil. El riesgo principal que tales Asociaciones pueden comportar para la sociedad es, desde luego, la posibilidad de que se conviertan en un instrumento de presión en manos de perturbadores profesionales que, contestando sistemáticamente la política de la sociedad diseñada por la mayoría, contribuyan a su desestabilización o, incluso, a su paralización. Y, sobre todo, porque, como antes se dijo, bajo la cobertura formal de la Asociación se pueden esconder intereses espurios que lo que persigan sean fines particulares contrarios al interés de la sociedad y de sus asociados.

Pero quizás el riesgo más grande que se puede correr con este tipo de agrupaciones de accionistas sea su inutilidad, dada la dificultad de aglutinar el número suficiente de asociados y de mantener su cohesión, lo que frustraría totalmente la consecución de los objetivos previstos. De ahí la importancia de diseñar una regulación idónea que facilite la constitución y el desenvolvimiento de este tipo de asociaciones.

2. Posibles medidas para conjurar los riesgos y hacer efectiva la participación de las Asociaciones en la Junta.

Si bien es cierto que los peligros que se acaban de reseñar pueden no ser totalmente conjurados nunca, sí pueden evitarse en buena medida, como se ha indicado, a través de una regulación apropiada para este tipo de asociaciones que introduzca seriedad y transparencia en su constitución y en su posterior funcionamiento, pero con la suficiente flexibilidad y atractivo que incentive su creación y no lo contrario. Porque, lo que sobre todo es claro es que, si se pretende fomentar la participación de los socios minoritarios en las sociedades

⁽⁶⁾ Asociaciones de accionistas como la *United Kingdom Shareholders' Association (UKSA)* o la *Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)* participan activamente en los procesos de reformas legislativas de sus respectivos países o en los europeos. Y en esta misma línea, es de reseñar también la actuación del *European Shareholders Group (Euroshareholders)*, que es la Confederación de Asociaciones europeas de accionistas, fundada en 1990, con sede en Bruselas, que representa y defiende los intereses de los accionistas individuales en la Unión Europea.

a través de esta vía, dicha regulación específica tiene que conferir determinadas ventajas representativas a la asociación, atribuyéndole una legitimación especial para la representación de sus asociados o de aquellos que puedan adherirse a las propuestas formuladas por ésta, o facilitar el ejercicio de los derechos de minoría o reconocer la posibilidad del ejercicio judicial de acciones colectivas, a la manera de las asociaciones de consumidores. No se trata, naturalmente, de conferir derechos propios a estas agrupaciones de naturaleza diferente a los del resto de los socios de la sociedad cotizada, sino de facilitar el ejercicio colectivo de los derechos que pertenecen individualmente a sus miembros. De no ser así, se corre el riesgo, como ha sucedido en Francia, de que una excesiva rigidez regulatoria haya obstaculizado, por sí misma, la creación de este tipo de asociaciones o haya contribuido a su falta de éxito, hasta el punto de que “muchos presidentes de asociaciones llegaron a decir que el rigor de la disciplina era una incitación a constituir asociaciones de derecho común”. Pero, eso no excluye que deban establecerse determinadas cautelas “con el fin de impedir que las asociaciones, con un régimen beneficioso, puedan ser un instrumento, al menos en ciertos supuestos, perturbador para el buen funcionamiento de la sociedad” (7).

En cualquier caso, es claro que la posible instauración legislativa de una asociación específica de accionistas no coartaría la libertad de asociación de aquéllos que podrían libremente elegir entre adoptar el modelo concreto dispuesto por el legislador para las asociaciones especializadas o el genérico al amparo del derecho común de asociación, aunque la elección de este modelo supusiera menos ventajas para los asociados o la propia asociación no pudiera llevar a cabo determinadas actividades reservadas a las asociaciones especializadas.

Sea como fuere, lo cierto es que no resulta fácil pronunciarse acerca de cuáles deberían ser los requisitos que deberían cumplir las Asociaciones especializadas para poder cumplir sus funciones “en defensa del interés social” y “de buena fe”, como se indica en la recomendación complementaria tercera del Código Conthe, tantas veces mencionada, ni este es el momento idóneo para realizar un análisis en profundidad de los requerimientos que se han exigido en otros ordenamientos o en nuestra fallida Propuesta de Código de sociedades, acerca de los cuales me he manifestado extensamente en otro lugar al que me

(7) SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada en bolsa en la evolución del derecho de sociedades*, Madrid, 2001.

remito⁽⁸⁾, por lo que aquí me voy a limitar simplemente a dejar planteados una serie de interrogantes que las soluciones adoptadas suscitan.

En primer lugar y en orden a determinar cuál debe ser el camino a seguir en este campo, parece que lo más adecuado y conforme con lo que debe ser la naturaleza de esta clase de asociaciones (que no es otra que la de una modalidad del género asociación cualificada por la actividad a desarrollar), es que la eventual regulación de las mismas debería circunscribirse al establecimiento de algunas normas especiales de disciplina (en relación con la regulación general de la asociación) dirigidas a permitir, fundamentalmente, lo que debe constituir la actividad esencial de la asociación, que no es sino la representación de sus asociados, o de terceros, en el órgano supremo de la sociedad cotizada de que se trate, sin perjuicio de que para estas asociaciones especiales se exijan unos requisitos de publicidad o transparencia singulares, en coherencia con la actividad y los fines a desarrollar.

Al margen de esos requisitos de publicidad, la tendencia existente en aquellos ordenamientos en los que se ha procedido a regular estas asociaciones de accionistas es, por un lado, la de que las mismas estén formadas por microaccionistas que, en algunos casos, como en Italia, se exige que sean personas físicas, requiriéndose un número mínimo de miembros que suele cifrarse en 50 con un límite de participación máxima de cada uno de los asociados en la sociedad de que se trate que oscila entre el 0,5% y el 0,1% e, incluso, exigiéndose que esa participación se mantenga durante un mínimo de dos años (como sucede en Francia), todo ello como muestra de seriedad de la Asociación que se pretende constituir; y esta era también, en buena medida, la tónica seguida en la Propuesta de Código de Sociedades.

Tales exigencias, sin embargo, no dejan de ser aleatorias y poco expresivas de la bondad de los propósitos perseguidos por la agrupación y, en algunos casos, incluso perturbadoras para su funcionamiento. Así sucede, en primer término, con la exigencia de ese número de asociados que es relativamente exiguo, además de aleatorio, por lo que resulta muy cuestionable que sea indicio de una efectiva representatividad de los accionistas y de su capacidad de aglutinar a las minorías realmente independientes del *management*⁽⁹⁾ y más si ese número mínimo de miembros de la asociación se aplica de forma indistinta cualquiera que sea la sociedad cotizada a la que pertenezcan. Sin embargo, como no es posible atender a las condiciones de cada sociedad, esa cifra puede

(8) Vid. "Las Asociaciones de accionistas", *op. cit.*, en especial, pp. 520 a 534.

(9) MONTALENTI, P, "Corporate governance: la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate", en *Giur. Comm.*, pp. 330 y ss.

resultar aceptable como expresión de un mínimo interés en la constitución de la asociación a la que luego podrán adherirse un número superior de accionistas.

Las dudas se suscitan acerca de si este número mínimo de asociados se requiere como elemento esencial sin el cual la asociación no podría constituirse, o como presupuesto para la validez del desarrollo de la actividad representativa. Por otro lado, no está claro si ese número mínimo de asociados debe mantenerse a lo largo de la vida de la asociación o el descenso por debajo de la cifra mínima establecida constituiría una causa de disolución de la asociación. De otra parte, es claro que los miembros de la asociación deben tener la condición de accionistas de una sociedad cotizada pero pueden serlo de una o de varias sociedades. Esta última posibilidad vuelve a plantear el problema del número mínimo de asociados ¿se requiere esa cifra para formar la asociación aunque sean accionistas de distintas sociedades, o es preciso que se dé ese número en relación con cada una de las sociedades de las que formen parte? Cuestiones que no han sido resueltas claramente en aquellos ordenamientos en que se han exigido estos requisitos⁽¹⁰⁾.

Por otro lado, circunscribir únicamente a personas físicas la posibilidad de formar parte de una asociación de accionistas resulta absurdo. Y ello porque, si como se ha dicho en repetidas ocasiones, la finalidad esencial de estas asociaciones es procurar la tutela de los pequeños accionistas, carece de sentido limitar la participación en la asociación a tan sólo las personas naturales, ya que también las personas jurídicas pueden tener esa condición, máxime si se establece un límite de participación en la sociedad cotizada de que se trate, puesto que será la tenencia de ese porcentaje de acciones y no la condición de persona física o jurídica la que delimite el concepto de “pequeño accionista”. No se puede aceptar, por tanto, la idea de que el absentismo crónico de los accionistas o su desinterés (se considere racional o no) de la marcha de la sociedad sólo se produce en las personas físicas, ya que aunque esto fuera cierto, no por ello habría razón para excluir a las personas jurídicas de su participación en la asociación, sobre todo teniendo en cuenta que hoy en día no es infrecuente que los particulares con carteras de valores reducidas constituyan sociedades patrimoniales o que existan personas jurídicas con un escaso porcentaje de participación en una o varias sociedades cotizadas.

En cuanto al límite fijado a la participación de cada uno de los miembros de la asociación en la sociedad cotizada de que se trate también se plantean problemas, con independencia de cuál sea el límite que se fije que, como antes se dijo, oscila entre el 0,1 y el 0,5% exigido en la Propuesta de Código de

(10) Sobre todas estas cuestiones, me permito remitir nuevamente a mi trabajo citado.

Sociedades. Tal límite, en efecto, parece orientado a reservar la participación en este tipo de asociaciones a los pequeños accionistas, sin embargo, la idoneidad de esta cifra no deja de ser también opinable, ya que si bien en algunos casos puede ser una cifra exigua de participación que responda a la idea de “pequeño accionista”, en otras, en cambio, puede resultar muy alta si viene referida a la participación en sociedades de elevada capitalización y capital social muy disperso.

En cualquier caso, el porcentaje de participación estipulado viene referido al capital con derecho a voto, dado que la actividad principal de este tipo de asociaciones es representar a sus asociados en la junta de la sociedad de que se trate. La dificultad se presenta, no obstante, a la hora de determinar ese porcentaje, o mejor dicho, de controlar sus variaciones al alza. Y ello porque si se trata de un requisito esencial para formar parte de este tipo de asociaciones, la elevación del porcentaje de acciones poseídas originaría automáticamente la pérdida del requisito subjetivo de pertenencia a la asociación, ya que admitir lo contrario sería desvirtuar el significado de este tipo de asociaciones que, por definición, a diferencia de las asociaciones de derecho común, sólo acogen a los minoritarios y fijan, precisamente, en un porcentaje la cuantificación de esa minoría. Pensar que quien tuviese un porcentaje superior y, por tanto, según el precepto regulador, no fuera minoritario podría jugar al mismo tiempo con parte de sus acciones como minoritario, cuando por la totalidad no lo es, supondría un riesgo de instrumentalización de la asociación o, más sencillamente, un fraude⁽¹¹⁾. El problema, entonces, se transforma en un problema de control de esa participación que exigirá la adopción de las medidas pertinentes para solventarlo.

Finalmente, el establecimiento de un requisito temporal mínimo de tenencia de las acciones, como se ha hecho en Francia, resulta más que discutible. Y ello porque además de dificultar extraordinariamente la constitución de este tipo de asociaciones, su efectividad para impedir la constitución de asociaciones circunstanciales en apoyo de determinados accionistas, es más que dudosa.

Fuera de estos requisitos, lo que a mi juicio es de capital importancia si se quiere verdaderamente que estas asociaciones puedan aglutinar no sólo el voto de sus asociados sino, sobre todo, captar el voto disperso de multitud de pequeños accionistas que en la actualidad confieren su poder de representación al

(11) La hipótesis mencionada en el texto es, en cambio, admitida por un sector de la doctrina italiana que considera posible que en la asociación existan asociados con un porcentaje de acciones superior al indicado en la norma, con la consecuencia simplemente de que respecto a él no operaría la representación. Por todos MORANDI, P., *Le associazioni di azionisti nelle società quotate*, Padova, 2003, pp. 128-131.

órgano de administración o a las entidades de crédito que administran sus valores o, simplemente, se abstienen de conferir su representación a nadie, es regular de forma precisa (y sustancialmente mejorada y aligerada) esa solicitud pública de representación de forma que las asociaciones puedan obtener esa representación masiva tendente a articular un voto unitario de los representados en la junta. Es en esta dirección en la que se debe trabajar si de verdad se quiere potenciar el asociacionismo de los accionistas y, con ello, lograr un incremento del grado de control interno de la sociedad de que se trate. Algo que ya estaba presente en la Propuesta de Código de Sociedades aunque no formulado con la claridad y precisión que la trascendencia de la materia requiere.

Quedaría finalmente por determinar si es o no conveniente establecer algunas otras medidas de control de estas asociaciones a través del organismo regulador o es suficiente con su sometimiento a los requisitos constitutivos que se determinen.

IV. ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS, INVERSORES INSTITUCIONALES Y PACTOS PARASOCIALES, ¿ALTERNATIVAS EXCLUYENTES O CONVERGENTES?

El hecho de que la inversión de los particulares se canalice cada vez más a través de los inversores profesionales y que éstos, sea por la vía de la presión que es posible ejercer sobre los gestores de la sociedad, o sea por la vía del ejercicio responsable en la junta del derecho de voto, se hayan erigido en portadores o defensores del interés del accionariado disperso, desempeñando una función semejante a la de las asociaciones de accionistas, máxime cuando a éstas se les reconocen determinadas prerrogativas o poderes en favor de la representación de sus asociados, suscita la cuestión de si ambas instituciones son excluyentes o convergentes.

Dicho de otro modo, las circunstancias descritas obligan a plantearse si las asociaciones de accionistas son efectivamente útiles para salvaguardar los derechos de los accionistas particulares o si, por el contrario, tales asociaciones si bien pueden desempeñar determinadas funciones como las de asesoramiento, difusión de información o de datos útiles para los asociados, promover debates o encuentros, educación financiera, impartición de recomendaciones, etc., carecen de relevancia práctica a la hora de intervenir en la vida social, o de alcanzar alguna influencia en la adopción de decisiones, dado el escaso porcentaje de capital que pueden llegar a representar, ya que, en algunos casos, ni siquiera los inversores institucionales aisladamente pueden conseguir una participación relevante que les permita alcanzar cierto grado de influencia. Y si esto es así, difícilmente podrán cumplir el papel de salvaguarda o defensa de los intereses de los pequeños accionistas, labor que debería quedar reservada a los inversores

institucionales que, si bien indirectamente, conseguirían tutelarlos a través del control ejercido sobre los gestores y sus decisiones.

Todo ello, unido a la no muy satisfactoria experiencia francesa de las asociaciones de accionistas legalmente reconocidas, así como a los problemas de efectiva representatividad y democracia interna de las estructuras de tipo asociativo, podría inclinar la balanza hacia los inversores institucionales como posible centro de “contrapoder” respecto al grupo de control⁽¹²⁾. No parece, sin embargo, que los inversores institucionales y las asociaciones de accionistas, deban considerarse como instituciones excluyentes o que las primeras deban desplazar a las segundas porque éstas carezcan de sentido. Y ello porque ambas cumplen o pueden cumplir funciones diversas y a veces complementarias y por tanto pueden coexistir perfectamente.

Es claro que una de las finalidades o funciones de las asociaciones de accionistas, como antes se dijo, es el poder ejercitar los derechos de minoría que legislativamente se reconocen a los poseedores de un determinado porcentaje de capital, máxime si como se viene reclamando desde diversas instancias, se establecen porcentajes decrecientes de participación en función de la cifra del capital para poder ejercitarlos. Sin embargo, no está tan claro “que exista un interés por parte de los inversores institucionales en servirse de los poderes atribuidos a la minoría, lo que no deja de comprometer de raíz cualquier posibilidad de aglutinar en su torno el peso del accionario difuso. La razón está en que los poderes atribuidos a la minoría conectados a la posesión de un 5% (acción de responsabilidad, convocatoria de la junta, etc.), son derechos de ruptura cuyo ejercicio incide sobre el valor del título. Por esta razón se piensa que los inversores institucionales tendencialmente no tendrían interés en ejercitarlos, pudiendo, como máximo, servir como instrumento de negociación con la mayoría y con el *management* para tener mayor información sobre la gestión de la sociedad participada”⁽¹³⁾.

Las asociaciones de accionistas, en cambio, tienen un carácter más estable y están en condiciones de asegurar una mayor participación activa en la vida social a los socios que estén interesados en una gestión personal de su propia participación, ejerciendo de esta forma una tutela directa de los accionistas particulares. Frente a los inversores institucionales, que, por la naturaleza o el carácter de su inversión, están siempre dispuestos a desinvertir, las asociaciones de accionistas tienden a fidelizar al accionariado que agrupan, lo que redundaría en beneficio de la sociedad al mantener un núcleo estable de accionistas.

(12) LENER, R., *op. cit.*, p. 188.

(13) *Ibidem* p. 189.

Además, las asociaciones de accionistas, dependiendo de su configuración, pueden asumir también funciones de defensa de sus asociados, actuando por su cuenta cuando sus intereses han sido lesionados como consecuencia de una actuación social, lo que les dota de un carácter totalmente diferente al de los inversores colectivos.

Y, de otra parte, nada impide que estas asociaciones, además de representar los intereses de sus asociados, soliciten el voto a otros accionistas a través de los mecanismos predispuestos para la solicitud pública de representación, con lo que se pueden hacer también portavoces de un número más amplio de accionistas en la junta. A su vez, las agrupaciones de diferentes asociaciones de accionistas pueden llegar a constituir importantes centros de opinión que pueden ejercer, al igual que los inversores institucionales, la presión suficiente sobre una determinada sociedad para mejorar la gestión que en ella se realiza. En definitiva, las asociaciones de accionistas pueden, igual que los inversores institucionales, cooperar al buen gobierno de las sociedades cotizadas pero, además, pueden llevar a cabo otras funciones, como las anteriormente descritas, que son totalmente ajenas a la labor de aquéllos y que, sin duda, pueden contribuir a una mejor educación financiera de los pequeños accionistas que, a la larga, redundará también en beneficio de los intereses sociales. Además, por su origen y funciones pueden garantizar de forma más efectiva que los inversores institucionales una total independencia respecto al órgano de administración de la sociedad.

En cualquier caso, de lo que no puede hablarse ahora es de socios aislados o individualmente considerados, sino de minorías organizadas, puesto que organizados son los intereses de que los mismos son portadores, permitiendo el reagrupamiento de los minoritarios en torno a centros de agregación que pueden ser constituidos alternativamente por inversores institucionales o colectivos o por asociaciones de accionistas que hoy en día constituyen los instrumentos de tutela endosocietaria más significativos⁽¹⁴⁾, es más, en algunos casos la contestación a una determinada política llevada a cabo por los gestores de una sociedad sólo podría llegar a ser eficaz si las “asociaciones de accionistas se alían entre ellas y hacen causa común con los inversores institucionales”⁽¹⁵⁾.

Por otra parte, el hecho de que las asociaciones de accionistas en su función representativa aglutinen el derecho de voto de una multiplicidad de accionistas de forma unificada hace que se asemejen a los pactos parasociales de base plurilateral, lo que puede llevar a pensar en la inutilidad de establecer un

(14) MORANDI, P., *op. cit.*

(15) GUYON, Y., “Faut-il des associations d'actionnaires et d'investisseurs?”, en *Rev. Sociétés*, 1995, p. 211.

régimen propio para las asociaciones dado que éstas pueden actuar por la vía de la sindicación de acciones. O, contrariamente, que por la vía de las asociaciones se intente eludir la normativa dispuesta para los pactos parasociales⁽¹⁶⁾.

La cuestión se ha suscitado especialmente en Italia a pesar de que el artículo 141.2 TUF, en el que se establece la escasa disciplina de las asociaciones de accionistas, dispone que a éstas no se les aplica, al menos parcialmente, el régimen de los pactos parasociales. Y ello porque la recogida de delegaciones de voto de los asociados en que consiste la actividad de la asociación no supone, a diferencia de los sindicatos de voto, una orientación vinculante del mismo, como se demuestra por la necesidad de que el representante de la asociación vote en la junta según las instrucciones expresas de cada uno de los asociados, también a través de votos divergentes entre sí y, por tanto, como se ha señalado, no hay, en principio, ninguna razón, ni el TUF lo prevé, para que las asociaciones de accionistas estén sometidas a la publicidad impuesta a las convenciones de voto. A pesar de lo cual no cabe descartar que la asociación se transforme de hecho en un verdadero sindicato de voto, en cuyo caso la doctrina admite de forma concorde, que debería ser aplicable la disciplina dictada para los pactos parasociales, sometiendo la asociación a las formas de publicidad previstas en el artículo 122.1 TUF para aquéllos.

Si estas son las razones que justifican la falta de aplicación de la normativa de los pactos parasociales a las asociaciones de accionistas (con la excepción antes señalada), podría pensarse entonces que esa disciplina sí sería de aplicación enteramente cuando la asociación desarrollara una actividad que no se circunscribiera, como en el caso italiano, a la simple recogida de delegaciones de voto de sus asociados a los que, además, se les deja en libertad para expresar el sentido de su voto, sino que aglutinara en su torno los votos uniformes de sus asociados.

No creemos, sin embargo, que esto deba ser así. En primer lugar, el que dos instituciones tengan una estructura semejante no implica que tengan que quedar sometidas a identidad de tratamiento cuando ambas desempeñan o pueden desempeñar funciones diferentes en el seno de la sociedad. En el supuesto concreto que nos ocupa, “porque los pactos parasociales, cuando sean sindicatos de accionistas tienden a organizar la mayoría de la sociedad con la finalidad de garantizar el ejercicio y la estabilidad de la gestión social, mientras que las

(16) COSTI, 1998, p. 118, señala que “la disparidad de disciplina entre las convenciones de voto, en cualquier forma estipuladas y las asociaciones de voto que asumen la forma de asociaciones entre accionistas es del todo injustificada y puede hacer de las asociaciones un instrumento para fáciles y eficaces elusiones de la disciplina dictada para los sindicatos de voto”.

asociaciones de accionistas tienden a organizar la minoría con la finalidad de controlar esa gestión social”⁽¹⁷⁾, lo que se deriva de las distintas cuotas de participación que tienen en la sociedad unos y otros. Los suscriptores de un pacto pueden ostentar la titularidad de cualquier porcentaje de acciones, sin limitación alguna, lo que les permite asegurarse la mayoría, mientras que en el caso de las asociaciones, como más atrás ha quedado indicado, los porcentajes de participación tienen un tope máximo, precisamente porque se trata de aglutinar a la minoría. Por eso también las asociaciones de accionistas tienen carácter estable y duración indefinida, mientras que los pactos parasociales tienen una duración determinada y están al albur de las alianzas coyunturales.

Y en segundo lugar y muy especialmente, porque la normativa dictada para disciplinar los pactos parasociales persigue acabar con el carácter secreto que tradicionalmente ha acompañado a estos pactos dándolos a conocer a través de la imposición de la obligación de hacerlos públicos. Finalidad que estaría cumplida en el caso de las asociaciones si éstas estuvieran sometidas a reglas de transparencia y publicidad que pusieran de manifiesto quiénes son sus integrantes y cuál ha sido la actividad desarrollada, así como las representaciones conferidas, como hacía la Propuesta de Código de Sociedades, lo que haría inútil extender a ellas la normativa de los pactos parasociales.

V. REFLEXIONES FINALES

Después de cuanto se ha expuesto parece llegado el momento de contestar a las preguntas que formulábamos al principio ¿son necesarias o simplemente útiles las asociaciones de accionistas? Y si la respuesta a esta pregunta es afirmativa ¿es preciso establecer una regulación positiva de las mismas o basta con la disciplina que el legislador tiene prevista para las asociaciones de derecho común?

Las asociaciones de accionistas no son, desde luego, la panacea universal, ni muy probablemente la solución, siquiera sea parcial, a los problemas que el buen gobierno de las sociedades cotizadas tienen planteados, incluso es posible que pueda ponerse en duda su plena efectividad como medio de tutela de los intereses de la minoría o como forma de revitalización de la junta, pero no creemos que eso sea motivo suficiente para rechazar de plano este tipo de asociaciones; para descartarlas *a priori* como algo inútil que no merece la pena mantener.

Es cierto que la experiencia en algunos países no ha sido muy positiva al respecto y que bien puede afirmarse que la tutela, no ya de la minoría, sino de

(17) SÁNCHEZ CALERO, F. *op. cit.*, p. 221

los inversores en general se consigue, fundamentalmente, a través de las reglas de transparencia y demás disposiciones que ordenan el mercado y la conducta de las sociedades cotizadas en él, pero esas normas no tienen por qué suplantar o sustituir a las asociaciones de accionistas que también tienen un papel que jugar, aunque sólo sea como expresión de la toma de conciencia por los pequeños inversores de la posibilidad de desempeñar un papel en la marcha de la sociedad que aisladamente sería imposible de conseguir.

Y lo que está claro también es que las normas del Derecho de sociedades orientadas a preservar los derechos de minoría, tal y como están configuradas en la mayoría de los ordenamientos europeos, más que a tutelar a los accionistas-inversores parecen dirigidas a reforzar la posición de los grandes accionistas, salvo que aquéllos puedan agruparse hasta conseguir un porcentaje de participación en la sociedad que les permita ejercer esos derechos y por añadidura el control de la gestión. Lo que es opinable o incierto es que esa agrupación y consiguiente ejercicio del control pueda llevarse a cabo por la vía únicamente de las asociaciones de accionistas, o por la de los inversores institucionales, aunque, como antes se dijo, no creemos que la cuestión tenga que plantearse en términos excluyentes ya que tanto los inversores profesionales como las asociaciones de accionistas pueden llevar a cabo funciones diversas y perfectamente compatibles.

Sea como fuere, las asociaciones de accionistas son expresión de un movimiento asociativo que ha ido en progresivo aumento, alcanzando cada vez más altas cotas y que puede llegar a convertirse en un auténtico centro de contrapoder o contrapeso de la mayoría o, por lo menos, como un interlocutor que no puede ser menospreciado y al que hay que tener en cuenta. Frente a las posturas pesimistas que señalan que es altamente improbable que las asociaciones puedan aglutinar en su torno los intereses de los socios minoritarios, siempre más dispuestos a abandonar la sociedad que a enfrentarse dialécticamente a sus órganos de gestión, o que las asociaciones no pueden servir más que para facilitar intervenciones obstruccionistas de disturbadores o perturbadores profesionales, lo que no puede negarse, a la vista del activismo que en los últimos tiempos han desplegado este tipo de agrupaciones, es que tales asociaciones si no imprescindibles, sí al menos son útiles y desempeñan una tarea nada desdeñable.

Ahora bien, el éxito o el fracaso de tales asociaciones dependerá, en buena medida desde luego, del establecimiento de condiciones favorables para su constitución y para el desarrollo de sus funciones pero también de la voluntad y del *savoir-faire* de los que las promueven o impulsan y, en la era de la comunicación en la que nos encontramos, de sus aptitudes mediáticas que pueden contribuir decisivamente a modificar el curso de los acontecimientos en muchas ocasiones por la presión que pueden llegar a ejercer.

En consecuencia, resulta aventurado realizar un pronóstico acerca de cuál va a ser el futuro de estas asociaciones. El tiempo dirá si, como decíamos al principio, estas asociaciones son sólo una manifestación más de la visión romántica del accionista-ahorrador y de su tutela o si, por el contrario, están llamadas a cumplir un papel importante en la sociedad.

Pero, en cualquier caso, estimamos que si se quiere que las asociaciones sean útiles, esto es, que puedan llegar a desempeñar las funciones que se les asignan y no ser, por otro lado, una herramienta en manos de la mayoría del capital de las sociedades cotizadas o un instrumento perturbador para la sociedad, debería establecerse una disciplina adecuada de las mismas que, potenciando sus efectos positivos, eliminara o al menos disminuyera los riesgos que esas asociaciones también pueden entrañar. Porque no puede perderse de vista que hay que tratar de mantener un adecuado equilibrio entre la defensa de los minoritarios y la defensa de los intereses de la sociedad, ya que si bien es cierto que sin derechos de minoría no hay plenitud de control, también lo es que una contestación sistemática de la política de la mayoría puede entrañar la parálisis de la sociedad.

¿DEBE LIMITARSE EL DERECHO DE IMPUGNACIÓN DE ACUERDOS EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS?

ANDRÉS DE LA OLIVA SANTOS

*Catedrático de Derecho Procesal.
Universidad Complutense*

PRELIMINARES

El “Proyecto de Código Unificado de Recomendaciones sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas”, de 18 de enero de 2006 (más conocido como “Código Conthe”), incluye (en “Anexo I: Proyecto de Recomendaciones Complementarias”) una recomendación (la 7.^a) en los siguientes términos:

“Se recomienda al Gobierno que estudie las modificaciones legales precisas para evitar el uso indebido, excesivo o abusivo de la facultad de impugnación de acuerdos de la Junta General de Accionistas, prevista en el artículo 117 de la Ley de Sociedades Anónimas.”

Expresamente reconoce este Proyecto de Código que ha tomado en consideración la reforma alemana consistente en la *Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts* (UMAG) (trad.: Ley para la integridad de la empresa y la modernización del derecho de impugnación)⁽¹⁾. Por tanto, entre la mención de este concreto antecedente legislativo y los términos de la recomendación (“uso indebido, excesivo o abusivo de la facultad de impugnación”), resulta meridianamente claro el propósito de restringir las acciones de impugnación de acuerdos contempladas en los arts. 115-118 de la Ley de Sociedades Anónimas, de 22 de diciembre de 1989 (en adelante, LSA).

(1) Una descripción y análisis completos de esa ley pueden hallarse en JUAN y MATEU, F. “La reforma de la *Aktiengesetz* alemana por la UMAG de 22 de septiembre de 2005”, en *Rev. de Sociedades*, núm. 25, 2005, pp. 187-202.

Los límites prefijados a esta ponencia impiden extenderse en consideraciones generales sobre el necesario equilibrio entre dos protecciones que el Derecho debe brindar, por ser ambas exigencias de la justicia respecto de derechos individuales legítimos, por un lado y, por otro, de la actividad más estable posible de las sociedades anónimas, estabilidad que, de ordinario, interesa, no sólo a éstas y a sus accionistas, sino a la colectividad en general. La protección del accionista (no sólo del minoritario, pero, desde luego, también de éste) no precisa ser encarecida. En cuanto a la protección de la estabilidad de la sociedad, es finalidad expresa de la legislación especial de las sociedades anónimas al menos desde la LSA de 1951. Sin embargo, cualquier modificación legal que, en pro de uno de esos bienes sociales y jurídicos, descuidase la protección del otro, o la menoscabase grandemente, merecería críticas severas y probablemente justas. Hay que, procurar, por tanto, con el riesgo de toda opción de política de legislativa atinente a finalidades no absolutas, el ya aludido equilibrio, en términos de equidad y racionalidad.

El asunto que nos ocupa obliga a moverse en un territorio no estrictamente procesal y tampoco solamente mercantil. Las acciones de impugnación, con sus concretos requisitos y presupuestos, implican y dependen, no ya una concepción determinada de la sociedad anónima mercantil, sino de una idea del tráfico mercantil y, entre otros aspectos, de las necesidades de captación de capital y los correlativos intereses de la inversión. No hay que decir, pues, que las propuestas de modificación de las acciones de impugnación, formuladas desde el punto de vista procesal, han de ser consideradas y aceptadas, rechazadas o modificadas tras su ponderación con otras facetas jurídicas y económicas de la vida societaria, bursátil y mercantil en general. En términos académicos, podemos decir que esa ponderación exigiría un trabajo interdisciplinario, que no se lleva a cabo en esta ponencia.

ANÁLISIS DE LA RECOMENDACIÓN DEL “CÓDIGO CONTHE” RELATIVA A LA IMPUGNACIÓN JUDICIAL DE ACUERDOS DE SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS.

Sentado lo anterior, no cabe eludir una valoración, desde varios puntos de vista, de la recomendación transcrita más arriba. Desde el punto de vista de la técnica jurídica, en primer lugar, son susceptibles de enjuiciamiento los calificativos de la recomendación al mal llamado “uso de la facultad de impugnación”. Se habla de “uso” (debiera ser “ejercicio”) “indebido, excesivo o abusivo”.

El “uso indebido” tanto podría referirse a la impugnación inadmisibles por falta de requisitos o de presupuestos de admisibilidad como a la impugnación infundada respecto al fondo. Pero ocurre, en primer lugar, que el ordenamiento

jurídico no carece de instrumentos razonables para sancionar el ejercicio de acciones de impugnación inadmisibles e infundadas. Y, en segundo lugar, nada contiene el “Código Conthe” y nada sabemos, al margen de ese texto, sobre el fenómeno que, conforme a los transcritos términos de la recomendación 7.^a, nos debería preocupar: que se admitieran y triunfaran con alguna frecuencia impugnaciones viciadas por defectos de procedibilidad o que, también con frecuencia significativa, se estimasen demandas de impugnación desprovistas de fundamento. Resulta, así, doblemente extraño que se recomiende una reforma para afrontar el ejercicio indebido de un derecho. La recomendación no es más extraña, pero tampoco menos, que la que previniese contra el uso indebido de los derechos de crédito.

En cuanto al denominado “uso excesivo”, es de señalar que ese adjetivo “excesivo” connota número de impugnaciones que se reputa superior al deseable, sin que resulte posible, no ya saber, sino ni siquiera intuir con qué parámetros se establece lo deseable. Y aun más: no disponemos de datos fiables sobre número de impugnaciones de acuerdos de Juntas generales, por lo que no cabe atribuir un significado relevante y digno de consideración a este fundamento de la recomendación del “Código Conthe”.

Finalmente, la recomendación se basa en el “uso abusivo”. En este caso, podemos entender que se refiere a casos subsumibles en los supuestos de hecho del apartado 2 del art. 7 del Código Civil (CC).

Sobre la mera hipótesis de que los casos de ejercicio abusivo de las acciones de impugnación entorpezcan con frecuencia la buena marcha de las sociedades cotizadas (hipótesis que habría que verificar), se someten a la consideración de los participantes en este Seminario algunas posibles reformas en el régimen de la impugnación judicial de acuerdos de tales sociedades. Naturalmente, como no atañen a nuestro asunto condicionamientos constitucionales de la legislación ordinaria sobre sociedades anónimas, constituye una opción legislativa abierta la modificación indirecta del régimen de impugnación de acuerdos por la vía de no atribuir el derecho de impugnación a todas las clases de acciones.

De esta posibilidad no voy a tratar aquí. En cambio, seguidamente expondré algunas posibilidades de reforma en el sentido de la recomendación del “Código Conthe”. Pero, antes de entrar en tal exposición, se me ocurre, por un lado, recordar la protección contra demandas abusivas o claramente infundadas, que suponen, a título de prevención indirecta, las normas del precitado art. 7.2 CC, del art. 11.2 de la Ley Orgánica del Poder Judicial y las del art. 247 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (LEC).

REFORMAS POSIBLES DEL RÉGIMEN LEGAL
DE IMPUGNACIÓN JUDICIAL DE ACUERDOS
DE LAS JUNTAS GENERALES DE ACCIONISTAS

Primera: control judicial, *in limine litis*, de la probabilidad de estimación de las demandas de impugnación de acuerdos

Tradicionalmente, es ajeno a nuestro Ordenamiento jurídico un control preliminar de la fundamentación de las demandas, que implique su temprano rechazo. Sólo excepcionalmente encontramos algo distinto, en realidad, de tal control, aunque también dirigido a evitar en lo posible demandas completamente infundadas: la exigencia de la aportación de determinados documentos, no con la sanción de la preclusión de su aportación, sino con la de una resolución de inadmisibilidad. Esta tradición jurídica, fundada en la aversión a los prejuicios sobre el fondo y en preferir el riesgo de demandas desprovistas de todo fundamento al riesgo de denegaciones de justicia sumarias, se expresa ahora en el apartado 1 del art. 406 LEC: “Las demandas sólo se inadmitirán en los casos y por las causas expresamente previstas en esta ley”. Es el apartado 3 de ese mismo art. 406 el que liga la inadmisibilidad a la no aportación de ciertos documentos, en casos como, por ejemplo, de demandas de alimentos, retracto, actual equivalente del “interdicto de adquirir”, impugnación o declaración de la filiación, la paternidad y la maternidad.

Un juicio inicial de “prosperabilidad” de la demanda nos parece injustificado para casos de impugnación de acuerdos de Juntas generales de sociedades, cotizadas o no. Y no nos parece aceptable tampoco la exigencia de una aportación de documentos con la demanda, de los que se desprendiese una suerte de *fumus boni iuris*. No vemos que existan, en los casos que nos interesan, documentos típicos cuya aportación pudiera exigirse.

Segunda: supresión o modificación de la legitimación de terceros para impugnar acuerdos contrarios a la ley

En cambio, en la regulación de las acciones de impugnación de acuerdos de las Juntas de Accionistas advertimos un punto que consideramos dudoso y sobre el que podría proyectarse una reforma legislativa. Nos referimos a la legitimación de terceros para impugnar acuerdos contrarios a la ley, que esta-

rían viciados de nulidad radical⁽²⁾. Nos parece discutible, en efecto, que la oposición de un acuerdo a la ley y la consiguiente nulidad radical deba seguir siendo, por sí solo, un factor de legitimación activa, que únicamente exija, como hoy lo hace el art. 117.1 *in fine* LSA, el añadido de acreditar un interés legítimo, sin necesidad de ser accionista.

Sin duda, el concepto de “interés legítimo”, a efectos de impugnación, no es completamente inaprehensible, sino delimitable, pero, con todo, resulta en exceso amplio y susceptible de entendimientos tales que atribuirían legitimación para la impugnación a demasiadas personas físicas y jurídicas, sujetos jurídicos cuya contribución a la vida de la sociedad anónima podría ser mínima o, más aun, inexistente. Por tanto, cabría eliminar la legitimación de terceros o, cuando menos, exigir que acrediten un interés legítimo *directo* y *cierto* como consecuencia del acuerdo que impugnen por contrario a la ley. Por interés directo y cierto habría que entender el relacionado con un daño o perjuicio derivado inmediatamente para los terceros con toda seguridad y no sólo relativo a un daño o perjuicio posible o probable.

Tercera: presupuesto temporal en la condición de accionista

El caso probablemente más claro de ejercicio ilegítimo de acciones de impugnación es el de quienes adquieren una o varias acciones, ya anunciada la Junta general (aunque no necesariamente convocada con todas las formalidades), con la finalidad aparente de impugnar uno o varios acuerdos. Se trata de los que la doctrina alemana denomina *räuberische Aktionäre* (accionistas ladrones), que en muchos casos pretenderían, al margen de todo resultado influyente en la sociedad, extraer beneficios personales de la amenaza de demanda o de la demanda ya interpuesta, a cambio de no impugnar, de desistir del proceso o de alcanzar una transacción.

A fin de evitar estas impugnaciones de modo razonable, cabría negar legitimación para impugnar acuerdos (tanto si se aduce su nulidad como si se pretende anularlos) a los accionistas que no acrediten haber adquirido sus acciones con algún tiempo (quince días, un mes...) de antelación al momento en que se anunció la posible celebración de la Junta de Accionistas. No se propone exigir sólo una adquisición de acciones previa a la *convocatoria* de dicha Junta: este *dies a quo*, asumido por la UMAG alemana, se revela inconducente, porque la muy probable o segura celebración de una Junta es cognoscible, con

⁽²⁾ Marginalmente a la cuestión que se me ha encomendado abordar, me permito el atrevimiento de sugerir una revisión crítica del dualismo nulidad radical-nulidad relativa de los acuerdos según vulneren la ley o los estatutos o lesionen los intereses de la sociedad en beneficio individual de accionistas.

frecuencia, mucho antes de su formal convocatoria. Es verdad, empero, que la fórmula que acabamos de proponer sería especialmente eficaz respecto de acuerdos de Juntas extraordinarias, dada la periodicidad fija y consiguiente previsibilidad de muchas Juntas ordinarias (art. 95 LSA). Sin embargo, algún resultado impeditivo de acciones de impugnación abusivas, movidas por interés antisocial o ilegítimo se lograría probablemente con la exigencia de una adquisición previa de las acciones, como sugerimos.

La justificación de esta reforma no consiste sólo en la evitación de demandas o anuncios de demandas a cargo de extorsionadores. Parece razonable defender que la adquisición de acciones de sociedades cotizadas es perfectamente legítima con fines de especulación económica, en operaciones de compra y venta dentro de períodos relativamente cortos de tiempo. Así, el accionista, desde que lo es, adquiere derechos o expectativas legítimas en el plano estrictamente económico-dinero. En cambio, la legitimación para impugnar acuerdos de la Junta de Accionistas puede racionalmente ligarse a una cierta permanencia del accionista, que denote interés por la marcha de la empresa a medio y largo plazo.

Esta innovación, de introducirse, habría de reflejarse en el art. 117 LSA, pero quizá también en el apartado 2, letra c) del art. 48 del mismo cuerpo legal. Además, cabría exigir que, con la demanda, se acreditase documentalmente la antelación en la condición de accionista. De no acompañarse ese documento, la demanda sería inadmitida.

Por otra parte, sería deseable además que un nuevo texto legal aclarase que la legitimación activa para la impugnación exige la permanencia en la condición de accionista durante todo el proceso.

CONCLUSIONES

Pertenece al ámbito de lo meramente fáctico enjuiciar si, como se desprende de la recomendación 7.^a del llamado “Código Conthe”, existen en verdad motivos de seria alarma y grave preocupación ante el régimen actual de impugnación de acuerdos de Juntas generales de sociedades anónimas, cuando éstas cotizan en Bolsa. Y requiere un juicio prudencial resolver si, siendo posibles, resultan hoy necesarias o muy convenientes reformas del tan repetido régimen de impugnación de acuerdos de Juntas. Como es sabido, este juicio requiere poner en relación los datos de la realidad histórica de que se trate con ideas o criterios generales o abstractos.

Cuando, como ya hemos dicho, no se poseen datos fiables —no impresiones subjetivas, propias o ajenas, sino datos— de la realidad de las impugnaciones de acuerdos de sociedades cotizadas, resulta imposible pronunciarse cate-

góricamente en favor de una reforma que reduzca de forma apreciable la posibilidad jurídica de impugnación de los acuerdos de las Juntas, por mor del interés general de las sociedades cotizadas e incluso de la vida mercantil en su conjunto, pero en detrimento cierto, mayor o menor, de la protección jurídica del accionista.

Sin embargo, las propuestas de revisión de la legitimación de terceros y de exigencia de antelación en la condición de accionista respecto del anuncio y la celebración de las Juntas generales nos parecen dotadas de consistencia y justificación suficientes para que sean objeto de ulterior consideración y, por añadidura, no sólo respecto de las sociedades anónimas cotizadas, sino probablemente, respecto de cualquier sociedad anónima.

LA JUNTA GENERAL EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS

(Algunas referencias empíricas sobre sus aspectos principales)

JUAN SÁNCHEZ-CALERO,
ISABEL FERNÁNDEZ Y MÓNICA FUENTES (*)

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN: EL INTERÉS DE LA INFORMACIÓN SOCIETARIA.
- II. MÉTODO UTILIZADO Y FUENTES CONSULTADAS.

BLOQUE 1: DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS Y FOMENTO DE LA ASISTENCIA Y PARTICIPACIÓN A TRAVÉS DE LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS.

- A) PRELIMINAR: DETERMINACIÓN DEL ÁMBITO OBJETIVO DEL ESTUDIO.
- B) INICIATIVA Y DETERMINACIÓN DEL CONTENIDO DE LAS CONVOCATORIAS DE LA JUNTA.

- 1. Iniciativa en la realización de la convocatoria.**
- 2. Determinación del orden del día de la Junta.**

(*) Los autores son Profesores del Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho. Universidad Complutense de Madrid y han realizado el trabajo en el marco del Proyecto de Investigación SEJ2004-03259/JURI, titulado “Las grandes empresas entre el Derecho de sociedades y el mercado de valores II”, que ha sido financiado por el Ministerio de Educación y Ciencia.

C) DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS.

1. **Carencias informativas: grado de cumplimiento de las exigencias informativas impuestas por la Circular 1/2004.**
2. **Ampliación de la información proporcionada al accionista.**
 - 2.1. Publicidad de la convocatoria.
 - 2.2. Publicidad del acto de celebración de la Junta.
 - 2.3. Tratamiento del derecho de información del accionista *ex art. 112 de la Ley de Sociedades Anónimas.*

D) CELEBRACIÓN DE LA JUNTA.

1. **Constitución de la Junta.**
2. **Derecho de asistencia a la Junta.**
 - 2.1. Limitaciones al derecho de asistencia.
 - 2.2. Participación en las Juntas.
 - 2.3. Asistencia y distribución del capital.
3. **Participación electrónica en las Juntas generales.**
 - 3.1. Asistencia por representación o por medios telemáticos.
 - 3.2. El voto por medios telemáticos.
4. **Restricciones al derecho de voto.**
5. **Reunión y desarrollo de los debates.**
6. **Medidas adoptadas para garantizar la independencia y el buen funcionamiento de la Junta; en especial el Reglamento de la Junta.**

BLOQUE 2: INDEPENDENCIA Y PODER EFECTIVO DE LA JUNTA RESPECTO DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN.

A) PODER DE CONTROL DE LA JUNTA SOBRE EL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN.

1. **Nombramiento efectivo de los administradores.**
2. **La separación del administrador de su cargo.**
3. **La retribución de los administradores.**

III. CONCLUSIONES GENERALES

I. INTRODUCCIÓN: EL INTERÉS DE LA INFORMACIÓN SOCIETARIA

A lo largo de los últimos años el debate sobre el gobierno corporativo en España ha alcanzado un notorio grado de madurez. Las distintas Recomendaciones y la traducción normativa de algunas de ellas, persiguiendo principalmente la efectividad del principio de transparencia han tenido como una de sus principales consecuencias la disposición actual de una ingente información societaria. A pesar de que en ese proceso los trabajos se han orientado principalmente a analizar un mejor funcionamiento del Consejo de Administración y que, como consecuencia de ello, la mayor parte de la información disponible se refiere a ese órgano, nos encontramos con que también están a disposición de los estudiosos e interesados numerosos datos que permiten una aproximación a la realidad de la Junta general en las sociedades cotizadas.

En estos últimos años, la Junta general ha sido destinataria de distintas disposiciones legales cuyo desarrollo reglamentario y aplicación práctica deparan una valiosa información sobre cómo se cumple por cada una de las sociedades cotizadas el propósito que animaba al legislador al impulsar aquellas normas. Así, resulta obligada la mención en este punto al impacto que tuvo la Ley 26/2003, de 17 de julio, conocida como de Transparencia. Deben ser mencionadas, en especial, la introducción y difusión del Reglamento de la Junta general (art. 113 de la Ley del Mercado de Valores —en adelante LMV—), las referencias que a su funcionamiento se exigían dentro del contenido mínimo del informe de gobierno corporativo [art. 116.4.e) LMV] y, por último, la difusión de información a través de la página web, destinada a atender el ejercicio por parte de los accionistas de su derecho de información y la creciente difusión de información relevante.

La elaboración de esa información por cada una de las sociedades, su ordenación sistemática y su difusión por medio de Registros públicos, cuyo acceso se ha simplificado extraordinariamente merced a Internet, animaban a hacer un esfuerzo de recopilación y depuración de datos referidos a las Juntas generales de las principales sociedades cotizadas españolas⁽¹⁾. A esos efectos,

(1) Es justo señalar que la CNMV ha llevado a cabo una importante labor en este campo. Primero, por medio de sus distintas encuestas y la posterior difusión de análisis de los resultados que en materia de buen gobierno se referían a los ejercicios 1999, 2000 y 2001. Más relevancia tiene por su actualidad y por el contenido sintético que ofrece el resultado de una revisión general plasmada en CNMV, Informe de Gobierno Corporativo de las Entidades Emisoras de Valores Admitidos a Negociación en los Mercados Secundarios Oficiales, diciembre 2005, 177 páginas (disponible en www.cnmv.es). Se trata de un documento que sintetiza los datos referidos

se ha considerado que ese grupo de sociedades es el que queda encuadrado en el índice IBEX-35.

II. MÉTODO UTILIZADO Y FUENTES CONSULTADAS

Al llevar adelante esta investigación, nuestra atención se ha orientado hacia los hechos que depara la Junta general. Hacia el conjunto amplio y heterogéneo de cuestiones que la preparación y celebración de las reuniones de la Junta, y el ejercicio de las competencias y derechos vinculados que conllevan. Ese análisis de la realidad de la Junta se ha querido poner en conexión con el Derecho positivo aplicable en cada caso, en los distintos apartados que siguen. Creemos que ello se justifica por cuanto sigue en vigor la autorizada opinión que ensalzaba como último fin del estudio de las sociedades mercantiles, el de la mejor interpretación del Derecho vigente ⁽²⁾.

Ciertamente, esa interpretación y su conexión con los datos que a continuación se facilitan implican una valoración de las normas analizadas. No en vano la iniciación de esta investigación coincidió con los distintos estudios que trataban de analizar el declinar de la Junta general en las sociedades cotizadas españolas y, en qué medida, ello resultaba atribuible a las normas en vigor o a razones metalegislativas. Hemos pretendido conectar algunas conclusiones empíricas con las valoraciones insertas en las disposiciones correspondientes. Con ello debía facilitarse la comprobación de hasta qué punto la aplicación de las normas coincide con aquellas valoraciones.

Recuérdese que la regulación de la Junta en la Ley de Sociedades Anónimas (en adelante LSA) está plagada de preceptos que manifiestan una valoración del legislador. Con carácter general, esa previa valoración se ha dicho que se concreta de distintas formas: como la opción legislativa a favor de uno de los intereses en conflicto, como la protección absoluta de ciertos bienes, mientras que a otros se las ofrece escasa o nula tutela, como la preferencia de unos intereses sobre otros, o como la prohibición de conductas o la restricción de

a sociedades cotizadas, cajas de ahorro y otras entidades emisoras y que además ofrece unos anexos de gran interés.

También, desde el ámbito privado, existen investigaciones que deben de ser indicadas: FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS, Observatorio de gobierno corporativo de las grandes sociedades cotizadas en el mercado de valores español (IBEX-35) 2004, (dir. Olcese Santonja), Papeles de la Fundación 14 (2005), también disponible a través de la página www.fef.es.

⁽²⁾ Véase GIRÓN, en el Preliminar a Derecho de Sociedades, t. I, Madrid, 1996, p. XXVIII.

derechos⁽³⁾. No resulta difícil vincular alguna de esas categorías con precisas disposiciones dentro de los arts. 90 y siguientes de la LSA.

Este documento no pretende ofrecer una imagen exhaustiva del funcionamiento de la Junta general en las sociedades cotizadas españolas. Acabamos de indicar que nuestro trabajo se ha concentrado en las sociedades del IBEX-35, esto es, aquellas sociedades que cumplen determinados requisitos referidos a la negociación de sus valores⁽⁴⁾. Esto obedece a que, incluso en el mercado continuo, existen diversas sociedades o grupos de sociedades que, sobre todo a partir de un alto grado de concentración de su capital, resultan difíciles de reconducir a lo que cabe enunciar como rasgos característicos comunes a las grades corporaciones cotizadas.

Además, las cuestiones en las que hemos considerado que la evidencia empírica tenía un especial valor y a las que hemos también constreñido nuestro análisis, son aquellas en las que atisbamos —en especial porque así lo vienen apuntando la doctrina y, en alguna medida, la jurisprudencia— una disparidad entre la inspiración de las distintas normas que con respecto a la Junta formula la LSA y la específica aplicación de las mismas. Disparidad que nos parecía interesante sobre todo en aquellos aspectos en los que se debaten los propios principios esenciales de la sociedad anónima, así como en los que se advierte una singular probabilidad de conflictos entre, de un lado, los accionistas (mayoría y minoría) y, de otro, entre éstos y los administradores.

También nos hemos ocupado de la concreción de los diversos derechos que al accionista concede la Ley, así como en qué forma se suele ejercitar cada uno de esos derechos. Todo ello, teniendo en cuenta que la finalidad inmediata de la investigación era su presentación en el marco del Seminario Complutense y su necesaria vinculación con las distintas ponencias presentadas.

Por último, nuestra investigación ha considerado también que muchas de las innovaciones que se proponen en torno al régimen de la Junta general en las sociedades cotizadas se insertan en el debate más amplio del buen gobierno corporativo, que vive en estos momentos en España una nueva etapa con oca-

(3) Véase LARENZ, K., *Metodología de la Ciencia del Derecho* (traducida y revisada por M. Rodríguez Molinero), Barcelona, 1994, pp. 203-204.

(4) El IBEX-35 es el más seguido por inversores y profesionales en la Bolsa española. Lo integran los 35 valores más representativos del mercado continuo, por ser los más líquidos y con mayor volumen de contratación. La relación de sociedades integrantes del IBEX-35 se revisa y actualiza cada seis meses y también como consecuencia de operaciones de fusión, exclusión, OPAS u otras operaciones que reduzcan significativamente la liquidez de un valor. Dadas esas periódicas modificaciones, puede suceder que alguna referencia contenida en este documento o en fuentes citadas en el mismo consideren sociedades que hayan abandonado posteriormente el IBEX-35.

sión de la aprobación y posterior difusión del conocido como Código Conthe o Código Unificado de Buen Gobierno⁽⁵⁾, cuyo contenido ya se había anticipado sustancialmente con la presentación de la Propuesta del mismo⁽⁶⁾. La Propuesta y el posterior Código resultan de interés por cuanto son distintas las Recomendaciones que se ocupan de la Junta general, ampliando el alcance objetivo de los previos Informes Olivencia y Aldama. Conviene recordar, además, que esas Recomendaciones son de naturaleza diversa, pues no sólo tienen por destinatarias a las propias sociedades cotizadas, sino que algunas de ellas apuntan a posibles reformas normativas de incuestionable relevancia para la Junta⁽⁷⁾. A algunas de esas Recomendaciones se vinculará la información empírica que sigue, precisamente para permitir una más adecuada valoración de la coincidencia entre las medidas que se proponen y la realidad a la que van destinadas.

Como también creemos que la información recogida puede ser relevante para proyectarla sobre otro de los aspectos de interés en el debate de nuestro Derecho societario, cual es la relación entre la ley y la libertad estatutaria, que puede ser propuesta desde distintas perspectivas: su compatibilidad, su alternancia o su contradicción.

Son varios e importantes los aspectos de la organización, funcionamiento y adopción de acuerdos de la Junta en los que existe un margen para su regulación estatutaria. Los datos que la realidad ofrece permitirán conocer en qué medida la aplicación de esa libertad estatutaria ha tenido resultados coincidentes con la valoración que en su día hizo el legislador que la consintió. Como también permitirán comprobar esos datos, en aquellos aspectos que el legislador no contempló, si la realidad de los mercados y las sociedades reclama la actuación de aquél y, en tal caso, de qué naturaleza.

Las fuentes principalmente consultadas han sido los Registros públicos dependientes de la CNMV, a través de los que se facilita el acceso público a las

(5) Véase GRUPO ESPECIAL DE TRABAJO SOBRE BUEN GOBIERNO, Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las sociedades cotizadas, Código Unificado de Buen Gobierno, 19 de mayo de 2006, 71 pp.

(6) Véase GRUPO ESPECIAL DE TRABAJO SOBRE BUEN GOBIERNO, Proyecto de Código Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, 18 de enero de 2006, 33 pp.

(7) Nos referimos a algunas de las Recomendaciones Complementarias (en concreto, las número 3, 4 y 5) contenidas en el Código Unificado y que tienen como destinatarios a instituciones financieras españolas, la CNMV y el Gobierno.

iniciativas generales adoptadas o en curso en materia de buen gobierno⁽⁸⁾, así como a la situación que en cada una de las sociedades se ofrece a partir del cumplimiento de las disposiciones legales y del seguimiento de aquellas recomendaciones hasta ahora aprobadas⁽⁹⁾. Es preciso advertir que la mayor parte de las fuentes que se han utilizado se refieren a los ejercicios 2004 y 2005 (facilitando en algunos aspectos un análisis comparativo, si bien cabe que en relación con alguno de los puntos específicamente tratados, se haga referencia a hechos posteriores y más recientes que han quedado reflejados en los documentos disponibles.

Para una más fácil exposición de la información utilizada, el trabajo se ha estructurado en dos bloques. En el primero se trata sobre los varios e importantes aspectos de la preparación y celebración de la Junta. Al hacerlo, se relaciona la información obtenida con la sistemática seguida por la legislación societaria con respecto a cada uno de esos momentos y, de manera particular, con relación a la vigencia y efectividad que en cada uno de ellos pueda tener el catálogo de derechos del accionista reconocidos por la LSA.

El segundo bloque es más breve y se ocupa del problema que plantea la evidencia del funcionamiento de la Junta general con respecto al diseño legislativo de las relaciones entre la Junta y el Consejo de Administración. Se parte del diseño normativo que presume la subordinación de los administradores a la Junta como órgano supremo de la sociedad, lo que prueba la normativa al atribuir a esta última las principales decisiones en materia de administradores. Frente a ello, la evidencia de la vida societaria refleja cómo, en realidad, el diseño del legislador se ha subvertido y son los administradores los que controlan la Junta. Siendo estas consideraciones conocidas desde hace muchos años, lo que estimamos más interesante de nuestra investigación es la aportación de datos concretos que permiten una mejor evaluación del alcance que tiene el alejamiento de la realidad societaria frente a la valoración y soluciones que quedaron plasmadas en las disposiciones de la LSA.

(8) A través del enlace que en la página www.cnmv.es existe al “*Buen Gobierno Corporativo*” (en adelante IBG).

(9) En la información sobre cada entidad emisora que es accesible a través de la página www.cnmv.es puede consultarse dentro del apartado “*Información sobre Gobierno Corporativo*” (en adelante IGC) distinta información actualizada, entre la que destacan los Informes Anuales de sucesivos ejercicios y los Reglamentos de la Junta y del Consejo de Administración.

*BLOQUE 1: DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS
Y FOMENTO DE LA ASISTENCIA Y PARTICIPACIÓN A TRAVÉS
DE LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS*

A) PRELIMINAR: DETERMINACIÓN DEL ÁMBITO OBJETIVO
DEL ESTUDIO

Como ya ha quedado referido en la introducción, nuestro estudio empírico se ha efectuado fundamentalmente sobre los IGC de 2004 y 2005 y la documentación acerca de la convocatoria de las Juntas generales celebradas durante esos años que cada sociedad del IBEX-35 ha remitido a la CNMV. Habrá así que tener en consideración que el marco legal vigente en ese momento —sin perjuicio de algunos apuntes que se añadirán, aun cuando queden fuera del ámbito de estudio, sobre las Juntas celebradas en 2006— es anterior a la última reforma de la LSA que ha introducido la Ley 19/2005, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España.

El primer aspecto que hemos afrontado es, lógicamente, la determinación exacta del ámbito objetivo de nuestra investigación, esto es, la tipología de la Junta objeto de estudio. A este respecto, hemos podido comprobar que la inmensa mayoría de las sociedades sólo han celebrado en estos dos años una única Junta general, la ordinaria, si bien, en todos los casos ésta ha adoptado acuerdos que no son los específicos de su competencia ordinaria. Así, sólo tres sociedades en 2004 y una en 2005 convocaron Juntas de carácter extraordinario, además de la ordinaria correspondiente; todas ellas tenían su causa en operaciones de aumento o reducción de capital o en recabar autorización de los accionistas para la adquisición de otra sociedad.

De esta forma, el estudio empírico se encuentra referido, fundamentalmente, a la —única— Junta general ordinaria que cada sociedad ha celebrado a lo largo de los ejercicios sociales referidos.

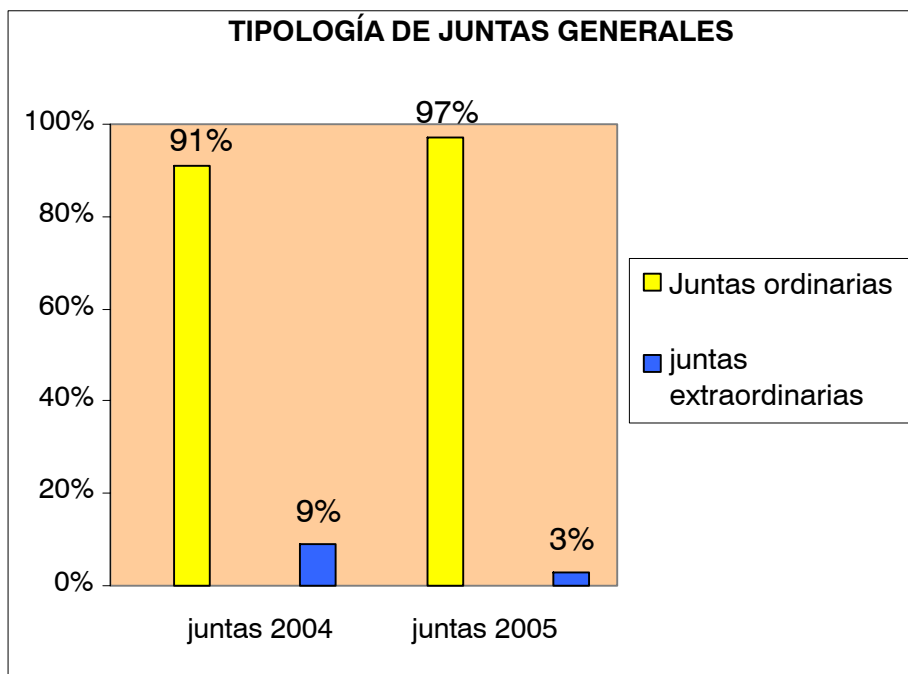


GRÁFICO 1

B) INICIATIVA Y DETERMINACIÓN DEL CONTENIDO DE LAS CONVOCATORIAS DE LA JUNTA

1. Iniciativa en la realización de la convocatoria

Como es sabido, nuestra LSA establece que las Juntas generales, ordinarias o extraordinarias, han de ser convocadas por los administradores de la sociedad, quienes son también los encargados de definir el orden del día de la Junta.

No obstante, tanto la convocatoria como la determinación del orden del día de las Juntas extraordinarias puede quedar también en manos de los accionistas que, representando un 5% del capital, así se lo soliciten a los administradores (cfr. art. 100 de la LSA). Asimismo, hay que tener en cuenta que, tanto si la Junta general ordinaria no es convocada dentro del plazo legal previsto, como si los administradores hacen caso omiso de la petición por parte de los accionistas de convocatoria de Junta general extraordinaria, el juez (a petición de los socios) podrá convocarla.

Hemos considerado interesante estudiar la incidencia práctica en el seno de las sociedades cotizadas de esta previsión legal. La conclusión a la que se ha llegado ha sido rotunda: una ausencia total de iniciativa por parte de los accionistas minoritarios para instar la convocatoria de Juntas generales extraordinarias, así como inexistencia de convocatoria judicial alguna.

Ciertamente, la escasa —rectius, nula— movilización de los accionistas minoritarios para convocar una Junta extraordinaria ya se podía presumir del dato analizado en el anterior apartado A (donde quedaba reflejado el escasísimo número de Juntas generales extraordinarias celebradas durante el período de tiempo analizado).

Entendemos que, en buena parte, la ausencia de datos reveladores en la práctica a este respecto obedece a la dificultad de alcanzar el umbral mínimo del 5% del capital en el seno de una sociedad cotizada.

2. Determinación del orden del día de la Junta

Como ya apuntábamos, en el ámbito temporal al que se refiere la documentación analizada (años 2004 y 2005) nuestro ordenamiento vigente únicamente otorgaba a los accionistas la posibilidad de influir en la determinación del orden del día en el supuesto de solicitud de Junta extraordinaria (cfr. art. 100 de la LSA). Como es sabido, esta cuestión ha cambiado recientemente tras la reforma de la LSA introducida por la Ley 19/2005, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España, en virtud de la cual se ha incorporado a nuestro ordenamiento el derecho de los accionistas (que representen el 5% del capital) a presentar un complemento a la convocatoria de la Junta, lo que les otorga otra vía para influir en la determinación de su contenido. De observarse las formalidades —quizá demasiado estrictas— en cuanto a plazo y forma del ejercicio de este derecho (notificación fehaciente por parte de los accionistas del complemento en los 5 días siguientes a la publicación de dicha convocatoria), los administradores quedarán obligados a incluir y publicar el complemento con 15 días de antelación a la celebración de la Junta, bajo pena de su nulidad (cfr. art. 97.3 y 4 de la LSA).

Aun cuando esta mención no se encuentre incluida en los documentos estudiados, en tanto su previsión se ha manifestado en las Juntas celebradas ya en el ejercicio 2006, cabe destacar y valorar muy positivamente que muchas sociedades han incluido en esas convocatorias (en concreto, 18 de ellas) una mención expresa al derecho al complemento de convocatoria que asiste a los accionistas. Y ello, aun cuando el art. 97.3 de la LSA, no exige incluir la mención expresa de ese derecho en el texto de la convocatoria. Resulta evidente que la intención —que debe merecer una recepción elogiosa— de muchas de estas sociedades IBEX-35 es informar expresamente a sus accionistas del nuevo derecho que les asiste, aun cuando la ley no les requiera efectuar esta labor.

A pesar, como decíamos, de no estar vigente ese derecho al complemento de convocatoria en el período temporal objeto de análisis, la documentación nos ha puesto de manifiesto que muchas de las sociedades del IBEX-35 reconocen expresamente a los accionistas un derecho a efectuar sugerencias con posterioridad a la celebración de la Junta sobre cualesquiera asuntos que, siendo competencia de la Junta, puedan ser tratados en ella. No obstante, esta mención se ha recogido de dos formas bien distintas, o mejor dicho, con un alcance bien distinto, que merece ser objeto de distinción:

(i) Un número representativo de sociedades (en concreto 11 de las 35 sociedades) reconoce de forma expresa a sus accionistas (sin imponer un umbral mínimo de titularidad de capital) un derecho a emitir sugerencias de asuntos a tratar en la Junta⁽¹⁰⁾. No obstante, tales sugerencias no se conciben o reconocen como un imperativo para los administradores a la hora de incorporarlas al orden del día, sino como una simple facultad para éstos (en atención a que estimen que puedan ser de interés) o, incluso, dada la naturaleza de la sugerencia, los administradores pueden decidir simplemente informar o deliberar sobre el tema sugerido (sin que resulte necesaria la adopción de acuerdo ninguno al respecto). De esta forma, el derecho que se otorga a los accionistas tiene un alcance ciertamente limitado y alejado del espíritu de la reciente reforma de nuestra LSA (donde, como veíamos, su inclusión en el orden del día representa un deber para el administrador).

(ii) Sin embargo, cabe destacar que existe una sociedad en la que el reconocimiento de este derecho al accionista no se traduce únicamente en una “*posibilidad*” de inclusión de sus sugerencias en el orden del día subordinada al juicio de conveniencia emitido por los administradores, sino en una obligación para éstos, en tanto necesariamente “deberán incluir” en dicho orden del día los asuntos planteados por los accionistas (que representen el 5% del capital). Se trata por tanto de un caso en el que se reconoce algo similar al anteriormente referido “*derecho a complemento de convocatoria*” por parte del accionista. No obstante, el supuesto analizado no es tanto un “*derecho al complemento de convocatoria*” como un “*derecho al complemento del orden del día*”, en tanto fija un distinto momento —en relación con el reformado art. 97 de la LSA— para el ejercicio de este derecho: debe ser previo a la convocatoria realizada

(10) Llama la atención algún supuesto, como el del BANCO DE SANTANDER, en que el Presidente envió una carta particular alentando a los accionistas a formular sugerencias de temas a ser tratados en Junta.

por los administradores, y no posterior a ella, tal y como dispone la reforma indicada ⁽¹¹⁾.

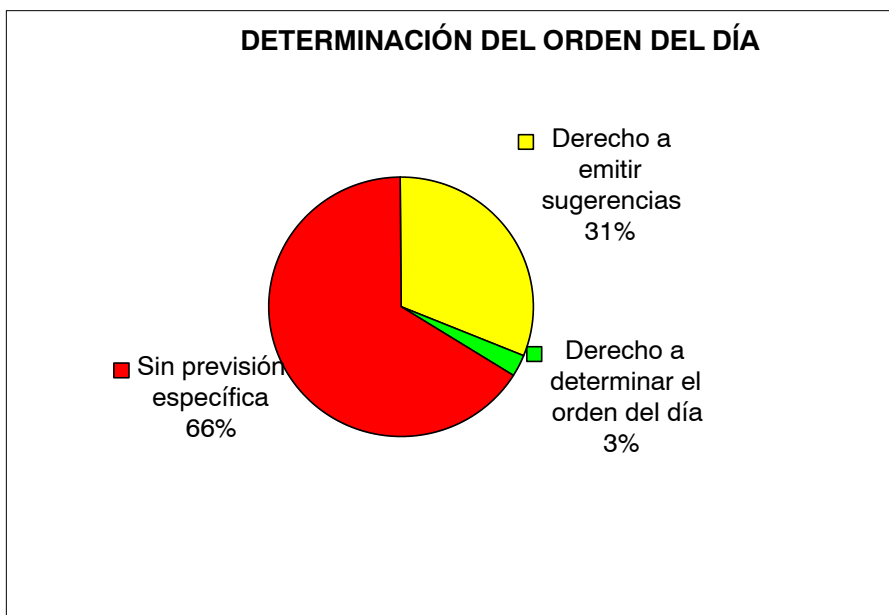


GRÁFICO 2

Finalmente, es importante tener en cuenta que el Derecho europeo proyectado (Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo presentada el 5 de enero de 2006, sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE) recoge expresamente el derecho de los accionistas “a incluir puntos en el orden del día de las Juntas generales y a presentar proyectos de resolución”, exigiendo que estos derechos se ejerzan “con suficiente antelación a la fecha de la Junta general para permitir que otros accionistas reciban o tengan acceso al orden del día revisado o a las resolucio-

(11) RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA establece en su IGC que “los socios titulares de un 5% del capital social podrán solicitar al Consejo, con carácter previo a la convocatoria, la inclusión de algún punto en el Orden del Día de la próxima Junta general. El Consejo de administración deberá incluir, a tal efecto, los asuntos solicitados en la forma que mejor se acomoden al interés social, siempre que se refieren a materias que se encuentren en el ámbito de la competencia de la Junta”.

nes propuestas antes de que se celebre la junta general” (sin especificar un plazo, que, lógicamente, será determinado por cada Estado Miembro)⁽¹²⁾.

No obstante, aunque la reforma operada en nuestro Derecho atiende a los principios informadores de la citada Propuesta, lo cierto es que, de salir ésta adelante en los términos en que está actualmente planteada, parece que nuestro Derecho de sociedades deberá ser nuevamente modificado. Esto se debe a que aunque la Propuesta (que parte de una concepción más amplia del ejercicio de este derecho, sin imponer en su texto umbrales mínimos de titularidad del capital), admite que los Estados miembros supediten su ejercicio —tal y como ha ocurrido en nuestro país— “a la condición de que el accionista o los accionistas pertinentes posean una participación mínima en el capital social del emisor”, señalando dos límites máximos (cumulativos): el 5% del capital social y un valor nominal de 10 millones de euros. Este último límite, no ha sido incorporado en la reforma introducida por la Ley 19/2005.

Además hay que tener en cuenta una segunda cuestión, cual es que el contenido del derecho que la Propuesta otorga a los accionistas es más amplio que nuestro reformado art. 97 de la LSA: se les reconoce un derecho no sólo a añadir puntos en el orden del día, sino también a “*presentar proyectos de resolución*” (es decir, propuestas de acuerdos) con anterioridad a la celebración de la Junta, aspecto que tampoco nuestro ordenamiento ha recogido en la última reforma.

C) DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS

Como es sabido, el régimen legal del derecho de información del accionista comprende, fundamentalmente, tres aspectos: (i) el régimen legal de la convocatoria de la Junta general objeto de estudio, muy especialmente en lo que respecta a su contenido (arts. 97, 212, 144 de la LSA); (ii) las obligaciones de información y publicidad impuestas a través de la página web a las sociedades cotizadas (régimen definido, muy especialmente, por la Circular 1/2004 de la CNMV); y, sobre todo, (iii) el que la doctrina denomina “*derecho de información en sentido estricto*”, recogido por el art. 112 de la LSA, donde se explicita el tiempo y el modo en que los accionistas pueden recabar y recibir información.

Partiendo de estas tres premisas, nuestro estudio ha identificado dos cuestiones que merecen ser resaltadas:

(12) Cfr. art. 6 Propuesta de Directiva.

1) Por un lado, hemos podido comprobar que no todas las sociedades cumplen con algunas de las exigencias de publicidad a través de la página web que la Circular 1/2004 impone;

2) Por otro lado, hemos advertido que algunos IGC observan medidas satisfactorias que, apartándose de lo establecido en nuestro Derecho positivo (si bien lo hacen para ampliar —en beneficio de los accionistas— las previsiones en él contenidas) se traducen en: (i) una mayor y mejor difusión publicitaria de las convocatorias de las Juntas generales, (ii) la retransmisión en directo del desarrollo de las mismas e, incluso —aunque ocasionalmente—, (iii) una ampliación del derecho de información en sentido estricto que recoge el art. 112 de la LSA.

A tales conclusiones se ha llegado, en primer lugar, a través del análisis de la información publicada en la misma página web de las convocatorias y otros documentos complementarios a ellas exigidos por la Circular 1/2004. En segundo lugar, a través del estudio de tres cuestiones concretas a las que numerosos IGC suelen hacer referencia: a) la publicidad que se da a las convocatorias de Junta (en concreto, los medios de publicidad a que se recurre para darlas a conocer); b) la publicidad que se da al acto de celebración de la Junta y (iii) el específico tratamiento que hacen los IGC del derecho de información del accionista recogido en el art. 112 de la LSA (con el objeto de identificar una posible ampliación —o, en su caso, restricción— del contenido de este derecho).

1. Carencias informativas: grado de cumplimiento de las exigencias informativas impuestas por la Circular 1/2004

Como hemos indicado, las obligaciones de información y publicidad impuestas a través de la página web a las sociedades cotizadas cuentan con un régimen definido, muy especialmente, por la Circular 1/2004.

Este régimen pretende ampliar la información con que el accionista cuenta con carácter previo a la celebración de la Junta. En concreto, el Anexo III de la citada Circular exige que la página web de cada sociedad anónima cotizada incluya determinadas informaciones que agrupa bajo la denominación genérica de “*Gobierno corporativo*”, y que se encuentran en buena medida relacionadas con la celebración de las Juntas generales de accionistas: (i) reglamento de la Junta; (ii) detalle de los cauces de comunicación existentes entre la sociedad y los accionistas —con explicaciones pertinentes para el ejercicio del derecho de información—; (iii) texto íntegro de la convocatoria y orden del día de la Junta; (iv) textos completos de las propuestas de acuerdos y de la documentación disponible para el accionista con anterioridad a la Junta; (v) información sobre los medios y procedimientos para conferir la representación en la Junta; (vi) información sobre los medios y procedimientos para ejercer el voto a distancia

—incluidos los formularios correspondientes—; (vii) información sobre la composición de la Junta y acuerdos adoptados, y (viii) pactos parasociales.

Aun cuando es justo señalar que la mayor parte de las sociedades cumplen con todos estos requisitos, lo cierto es que hemos encontrado algunas cuestiones relacionadas con las propuestas de acuerdos que los administradores deben publicar en la página web antes de la celebración de la Junta, que nos han parecido reseñables por los siguientes motivos:

En primer lugar, aun cuando resulte preceptivo, algunas sociedades incumplen con ese deber de publicar esas propuestas de acuerdos (limitándose algunas a incorporar en su página web los informes preceptivos emitidos por los administradores sobre los asuntos que legalmente lo requieran, v.gr. modificaciones estatutarias).

En segundo lugar, merecen ser destacadas dos menciones contenidas en los IGC (y reiteradas en los Reglamentos de Junta respectivos) que han merecido críticas por parte de nuestra doctrina, por cuanto se duda de su acomodación a la exigencia de la Circular 1/2004 citada y consideran que debilita el derecho de información del accionista previo a la celebración de la Junta que tal Circular pretendía reforzar: (i) la primera, hace referencia a que muchas sociedades declaran expresamente que queda en manos del Consejo la decisión de publicar o no aquellas propuestas de acuerdos respecto de las que “la ley o los estatutos no exijan su puesta a disposición de los accionistas desde la fecha de la convocatoria, por entender que concurren motivos excepcionales para no hacerlo” (circunstancia que, en principio, no parece ajustarse a la exigencia de la Circular 1/2004, que se refiere expresamente a la preceptiva publicación de “todas” las propuestas de acuerdos); (ii) la segunda, se refiere a una mención expresa a la facultad del Consejo para modificar esas propuestas “hasta la fecha de la celebración de la junta, cuando sea legalmente posible” (lo que podría afectar, lógicamente, a los votos a distancia emitidos por algunos accionistas con anterioridad a la celebración efectiva de la Junta).

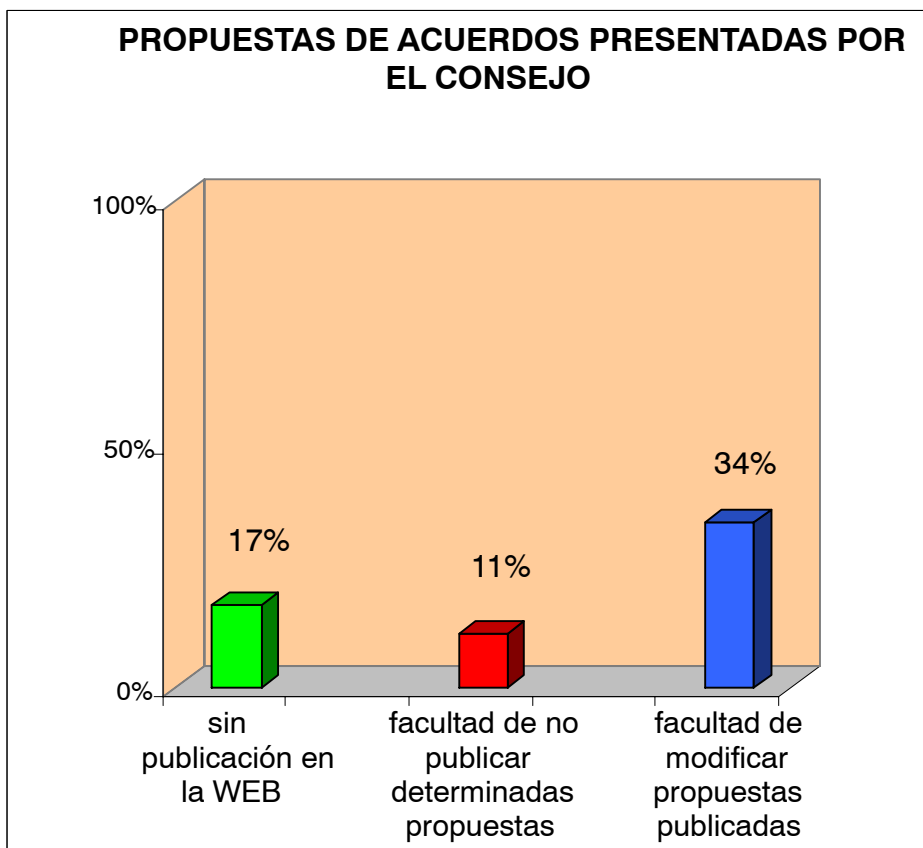


GRÁFICO 3

2. Ampliación de la información proporcionada al accionista

2.1. Publicidad de la convocatoria

Como es sabido, en la actualidad nuestro ordenamiento exige que las convocatorias de las Juntas generales se anuncien en el BORME, un periódico de gran circulación en la provincia (art. 97 de la LSA), y, en el caso de sociedades

cotizadas, en la página web de la sociedad (a partir del art. 117.2 de la LMV)⁽¹³⁾.

Nuestro estudio nos ha permitido concluir que tales premisas legales no sólo se cumplen correctamente, sino que más de la mitad de las sociedades analizadas han previsto un refuerzo o ampliación de las medidas de publicidad de sus convocatorias de Junta en aras de proporcionar una mayor y más accesible información a sus accionistas. Este refuerzo se lleva a cabo de tres distintas maneras:

1) Aproximadamente, la tercera parte de las sociedades prevén la publicación de las convocatorias de las Juntas generales en más periódicos de los previstos legalmente (en concreto, 8 sociedades de las 35).

2) En ocasiones se prevé anunciar de forma anticipada las fechas en las que previsiblemente el Consejo publicará la convocatoria de la Junta general (en concreto, 3 sociedades de las 35).

3) También en algunos casos se ha previsto el envío de una carta personal al accionista haciéndole llegar la convocatoria de la Junta (en concreto, 4 sociedades de las 35). Esta mención es especialmente destacable, en tanto atiende a una de las obligaciones de información que el Derecho proyectado europeo pretende imponer a la sociedad cotizada: remitir una notificación personal a cada accionista con información exhaustiva sobre la Junta general a celebrarse⁽¹⁴⁾.

(13) La Circular 1/2004 exige en su Norma 7 que las sociedades anónimas cotizadas deben incluir en el contenido de su página web, entre otras cuestiones, “los documentos relativos a las Juntas generales ordinarias y extraordinarias y los hechos relevantes”, debiendo éstos encontrarse directamente referenciados en el mapa o cualquier otro índice de contenidos de la web. No obstante, es discutido entre nuestra doctrina si la convocatoria debe quedar incluida en esta exigencia.

(14) Cfr. art. 5 de la Propuesta de Directiva.

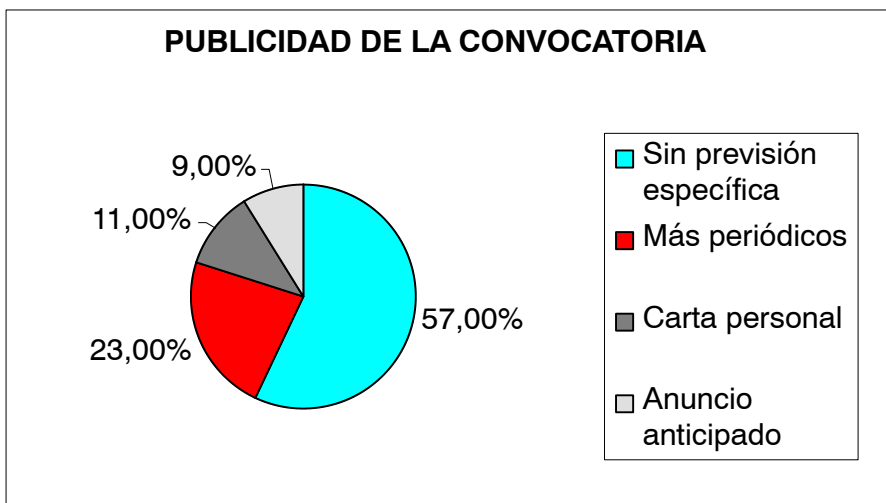


GRÁFICO 4

2.2. Publicidad del acto de celebración de la Junta

Aunque nuestra legislación no exige nada al respecto, del estudio de la documentación referida nos ha llamado la atención un hecho que puede resultar significativo por lo que se refiere a la transparencia informativa de la celebración de las Juntas generales: algunas sociedades prevén la retransmisión en directo a través de la web de la celebración de la Junta general (en concreto, 4 de las 35).

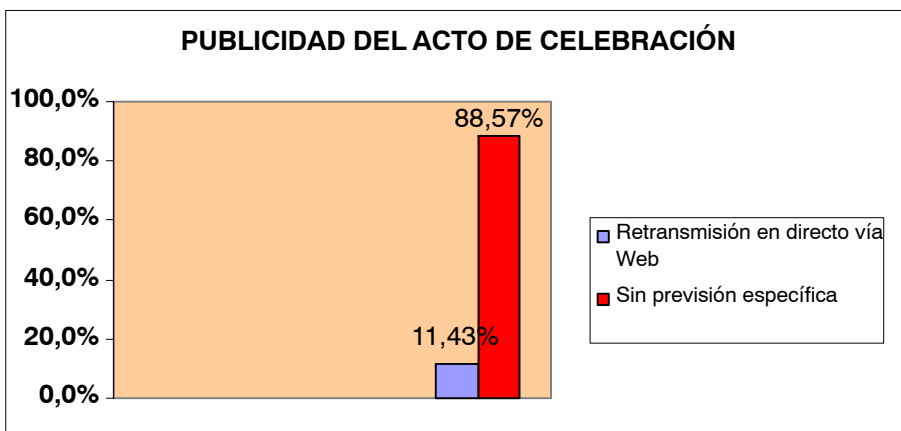


GRÁFICO 5

Sin duda, es una medida a celebrar, por lo que supone de mayor transparencia en un sentido estricto. Ahora bien, debe advertirse que esta posibilidad que se ofrece al accionista no debe confundirse con la de asistir telemáticamente a la Junta general. Entendemos que la retransmisión en directo a través de la página web, simplemente, se prevé como un mecanismo de publicidad y garantía del buen funcionamiento de la Junta.

La asistencia telemática (la denominada Junta “*virtual*”), recientemente acogida por nuestro legislador tras la reforma introducida por la Ley 19/2005 (cfr. art. 97. 5 de la LSA), reconoce al accionista la facultad de asistir telemáticamente a la Junta siempre que (i) se garantice debidamente la identidad del sujeto, (ii) los estatutos lo prevean, y (iii) en la convocatoria se incorporen unas menciones mínimas (plazos, formas y modos de ejercicio de los derechos de los accionistas previstos por los administradores para permitir el ordenado desarrollo de la Junta). Con ello, nuestro Derecho positivo ha atendido, con carácter previo a su posible promulgación, otra de las menciones recogidas en el Derecho proyectado europeo: “*Los Estados miembros no prohibirán la participación de accionistas en la Junta general por medios electrónicos*”⁽¹⁵⁾, permitiendo, no obstante —tal y como hace nuestra reformada LSA—, que se impongan unos requisitos mínimos a tal participación para garantizar la identificación de los accionistas y la seguridad de la comunicación electrónica.

Cabe señalar, como se indica más adelante⁽¹⁶⁾, que algunos IGC ya preveían, con anterioridad a la reforma indicada, una modificación de sus Reglamentos de Junta a los efectos de incluir la posibilidad de celebración de la denominada Junta “*on-line*” o “*virtual*”. Ciertamente, son muchos los interrogantes que la hipotética celebración —que no mera retransmisión— de una Junta telemática, como bien ha señalado ya nuestra doctrina, puede llegar a plantear. Nosotros, por el limitado ámbito de nuestro estudio, no podemos abordar los variados y complejos aspectos que, en el acto de celebración de la Junta, se suscitan a debate en este contexto y que nos limitamos a apuntar: colegialidad, identificación del accionista, determinación de la “*idoneidad*” de los medios técnicos a esos efectos, las consecuencias de un fallo técnico durante la celebración, etcétera. Nos limitaremos a señalar el dato estadístico de su previsión reglamentaria por parte de algunas sociedades del IBEX-35⁽¹⁷⁾.

(15) Cfr. art. 8 Propuesta de Directiva.

(16) Véase infra IV.6.

(17) Véase infra IV.6.

2.3. Tratamiento del derecho de información del accionista *ex art. 112 de la Ley de Sociedades Anónimas*

Como es sabido, el art. 112 de la LSA reconoce un derecho del accionista a solicitar información a los administradores sobre los asuntos a tratar en la Junta general, tanto con carácter previo a su celebración, como durante su desarrollo.

Con carácter general, los IGC de las distintas sociedades analizadas se limitan a recoger la literalidad de la norma citada y de las exigencias añadidas por la Circular 1/2004 de la CNMV. No obstante, cabe destacar el tratamiento especial que de este derecho de información realizan algunos de los Informes a que hemos tenido acceso:

En primer lugar, hemos identificado 6 sociedades cuyos Informes podría entenderse que amplían el ámbito subjetivo (pasivo) del derecho de información a que se refiere el primer párrafo del art. 112 de la LSA, por cuanto convierte en destinatarios de la información que los administradores quedan obligados a proporcionar ante la solicitud de un determinado accionista, a todos los demás, y no únicamente al accionista que la solicitó, como, a juicio de la doctrina, parece deducirse del texto legal. No obstante, es importante señalar que, en estos supuestos mencionados, tal difusión informativa queda, en última instancia, en manos de la voluntad de los administradores, quienes únicamente se encuentran obligados a hacer públicas tales cuestiones cuando consideren que éstas son “significativas” o “de interés general para el conjunto”⁽¹⁸⁾.

En cualquier caso, procede señalar que estas previsiones comentadas son coherentes, en parte, con el Derecho proyectado europeo, que introduce la exigencia⁽¹⁹⁾ de que las respuestas dadas por los administradores no se ofrezcan únicamente al accionista que las solicitó, sino que se pongan “a disposición de todos los accionistas a través del sitio Internet del emisor”. Sería conveniente por tanto que nuestro Derecho positivo recogiese esta ampliación del sujeto pasivo “receptor” de tal información.

No obstante, quizá aun más destacable son las menciones que hacen dos sociedades. Una de ellas, en su IGC expresamente observa que: “además, con la intención de facilitar que los inversores institucionales y los accionistas con una

(18) V. gr., el IGC de INDITEX establece expresamente que “las respuestas otorgadas a cuestiones significativas que sean facilitadas a los accionistas con anterioridad a la fecha de la reunión, serán puestas a disposición de todos los accionistas concurrentes a la Junta al comienzo de la sesión, y se divulgarán igualmente en la página web de la sociedad”. En sentido similar, el de ACCIONA, indica que “la información facilitada en respuesta a una petición de un accionista que pueda ser de interés general para el conjunto, se incluirá en la página web de la sociedad, y si fuera procedente, se comunicará a la CNMV”.

(19) Cfr. art. 9.3 Propuesta de Directiva.

participación significativa, directa o indirecta, en su capital social, contribuyan de la forma más activa a la formación de la voluntad social, la sociedad les ofrecerá la posibilidad de hacer pública en la página web su política de participación o no en la Junta general y el sentido de su voto en relación con cada punto del orden del día (...)”⁽²⁰⁾. En una línea similar cabe destacar también el reconocimiento expreso por parte de una de las sociedades analizadas del derecho de los accionistas a presentar y hacer públicas sus propuestas de acuerdos antes de la celebración de la Junta, siempre que tengan, eso sí, relación con el orden del día publicado (exigiéndoseles, además, que reúnan el 10% del capital desembolsado). Tales propuestas de acuerdos, que podrán ser presentadas por los accionistas a través de la página web, una vez aceptadas, serán trasladadas a los demás accionistas⁽²¹⁾.

La facilitación de la puesta en común de las posiciones de los accionistas, permitiéndoles comunicar a los demás sus posturas respecto de las distintas decisiones que van a ser adoptadas en la sociedad reviste una enorme trascendencia, en tanto permite que éstos se coordinen y puedan obtener con carácter previo a la celebración de la Junta, adeptos a sus propuestas de acuerdos. Entendemos que ello representa un fortalecimiento sustancial de la posición política del socio (en la línea de lo ya apuntado por la Propuesta de Directiva). Además, estos dos casos referidos vienen a recoger anticipadamente —aunque sólo sea en parte, como matizaremos más adelante— la idea informadora de la Recomendación 5.^a del Código Conthe. En ella se propone articular mecanismos que faciliten la coordinación entre los pequeños accionistas de las sociedades cotizadas, con el fin de darles más voz en las Juntas generales y facilitarles el ejercicio de los derechos de minoría que reconoce la legislación vigente (...). A título indicativo se incluyen los siguientes mecanismos de información: (i) crear un Foro electrónico de accionistas, inspirado en la idea recientemente aprobada en Alemania para facilitar que los accionistas y las agrupaciones de accionistas puedan invitar a otros a adherirse, con carácter previo a la Junta general, a las propuestas que tengan intención de formular o a otorgarles su representación; (ii) crear un registro voluntario de agrupaciones de accionistas de sociedades cotizadas.

Sin embargo, aunque menciones como las referidas merecen una valoración muy positiva, y sin duda, promueven la coordinación, fortalecimiento y facilitación del ejercicio de los derechos políticos de los accionistas, no beneficia a los quizá más necesitados de este tipo de previsiones, los accionistas minoritarios (como persigue el Código Conthe), sino a los mayoritarios (recor-

(20) Así, el IGC del BANCO POPULAR.

(21) Así, el caso del BANCO SABADELL (Cfr. Reglamento Junta, punto 9.^o).

demos el umbral del 10% exigido) e institucionales. En cualquier caso, entendíamos que era una mención digna de ser destacada.

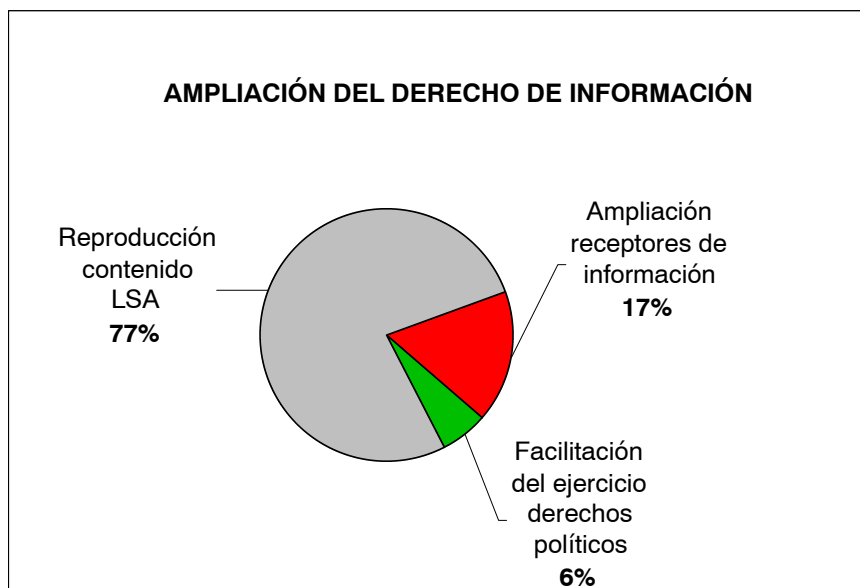


GRÁFICO 6

D) CELEBRACIÓN DE LA JUNTA ⁽²²⁾

1. Constitución de la Junta

Nuestro estudio empírico muestra que en 7 sociedades del IBEX-35, es decir, en el 20,5% (ejercicio 2005), los quórum de constitución previstos en los estatutos difieren respecto del régimen legal. Se observa que ese porcentaje ha ido en clara disminución desde 2003 en el que ascendía a 25,71%, o en 2004 que representaba un 23,53%. En los casos de mayor dispersión del capital (o que tienen un porcentaje más elevado de capital flotante) suelen establecerse cláusulas que modifican significativamente el porcentaje de capital presente o representado que debe concurrir para entender válidamente constituida una

(22) En relación con este apartado se ha prescindido a efectos de cálculos de porcentajes de la sociedad ARCELOR dadas sus particularidades.

Junta⁽²³⁾. De esta manera, en los casos en que existen dos o más accionistas relevantes con participaciones significativas o muy significativas y similares en cuanto a su importe o porcentaje, es necesaria la presencia de todos ellos para poder constituirse en Junta⁽²⁴⁾.

En la mayoría de los supuestos, las modificaciones que recogen los estatutos afectan al quórum de constitución del art. 103 de la LSA, es decir, el previsto por la Ley para los supuestos especiales. No obstante, se observa que entre 2003 y 2004 ese porcentaje disminuyó siendo menor el número de sociedades que recogen en los estatutos modificaciones a los quórum legalmente establecidos, tal y como revela el gráfico 7 A) En 2004, en un 17,65% de las sociedades, el quórum modificado ha sido el del art. 103 de la LSA, frente a un 11,76% de modificaciones del art. 102 de la LSA. En el ejercicio 2005, el número de sociedades que cuyos estatutos establecen un quórum de constitución del art. 103 de la LSA diferente asciende a 6 (el 17,65%) y en los estatutos de 4 sociedades (el 11,7%) se establece un quórum de constitución diferente para el art. 102 de la LSA.

En relación con las modificaciones del art. 103 de la LSA, que son las más numerosas, éstas suelen ser de dos tipos: o bien incrementan el porcentaje mínimo exigido para la válida constitución de la Junta o quórum (es ésta la modalidad más frecuente) o los estatutos recogen o añaden supuestos no contemplados por el legislador⁽²⁵⁾ para los que es necesario un quórum reforzado

(23) *Vid.* Cuadro 2.

(24) Tal es el caso de INDITEX, IBERIA, IBERDROLA o FCC.

(25) No se ha considerado como una modificación de quórum de constitución aquellos casos en que junto a los supuestos recogidos en el art. 103 de la LSA, han incluido la disolución voluntaria de la sociedad por cuanto aunque éste no se mencione en el art. 103 de la LSA, el supuesto está expresamente recogido en el art. 260.1 de la LSA.

Como muestra recogemos algunos ejemplos de modificación del quórum de constitución. Así, ACCIONA, incluye entre los supuestos para los que es necesario el quórum de constitución reforzado del art. 103 de la LSA: la emisión de *warrants* u opciones (solos o unidos a obligaciones), de obligaciones o bonos simples, convertibles o canjeables y de participaciones preferentes.

El BBVA determina en su artículo 25 de los estatutos sociales que "... Se impone un quórum reforzado del 70% del capital social con derecho a voto y que el acuerdo se adopte con la mayoría de, al menos, el 70% de los votos, para modificar la Disposición Transitoria de los Estatutos sociales".

También puede citarse el caso de INDITEX en cuyo artículo 21.1 de los Estatutos sociales incluye entre los supuestos especiales para los que se requiere un quórum reforzado, la adopción de un acuerdo de escisión total o parcial, la cesión global del activo y del pasivo y la sustitución del objeto social.

En términos similares, los estatutos sociales de IBERDROLA (artículo 21.2) incluyen entre los supuestos especiales para los que es necesaria la concurrencia de un quórum reforzado, la sustitución del objeto social.

de constitución. Se constata que en 3 de las sociedades que modifican lo dispuesto en el art. 103 de la LSA se refuerza el porcentaje de capital necesario para la válida constitución de la Junta a la vez que se incorporan supuestos especiales no contemplados por el legislador (salvo en un único caso en que se mantienen los porcentajes pero se alteran los supuestos especiales). En el resto de los casos, se modifica sólo el porcentaje exigido para la válida constitución de la Junta.

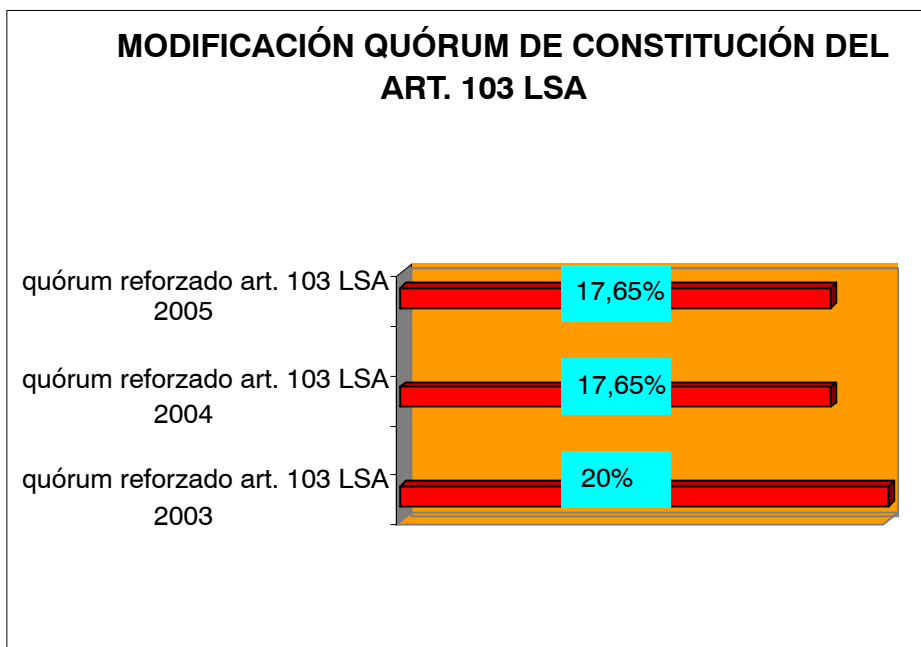


GRÁFICO 7.A)

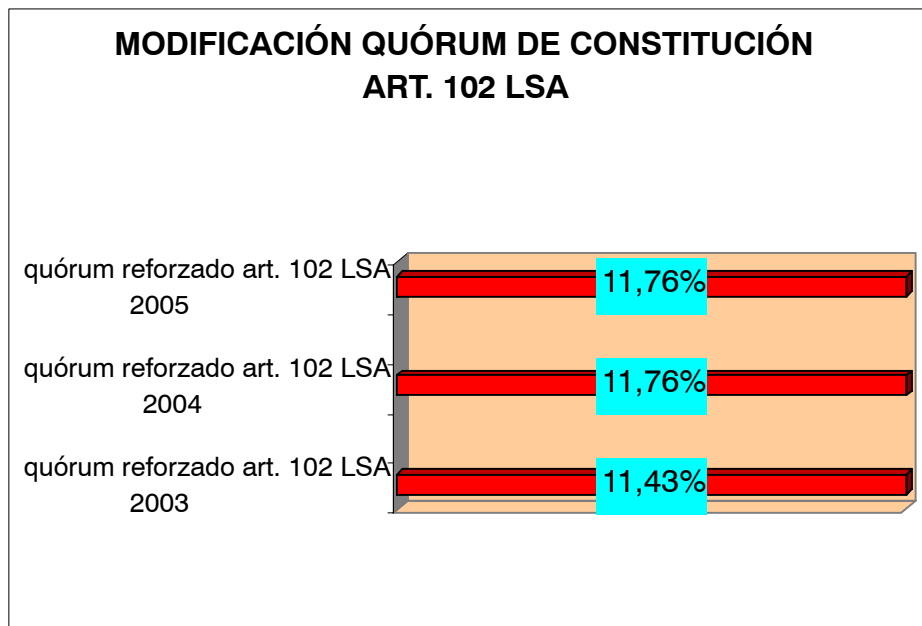


GRÁFICO 7.B)

Un razonamiento muy similar se puede deducir también de la mayoría exigida para la adopción de determinados acuerdos sociales (que en orden a conseguir los objetivos anteriormente descritos, en ocasiones se incrementan)⁽²⁶⁾ y que se modifican en un 23,53% de las sociedades en 2004 frente a tan sólo un 14,70% en 2005. No obstante, es preciso advertir que no todas las sociedades que han modificado el quórum de constitución han elevado las mayorías necesarias para adoptar cierto tipo de acuerdos. Así, se observa que tan sólo 5 sociedades han alterado el régimen legal u ordinario y que éstas no se corresponden necesariamente con las que han modificado su quórum de constitución.

Las modificaciones del quórum y del régimen de adopción de acuerdos deben conectarse directamente con la propia estructura de la propiedad de las sociedades que integran el IBEX-35.

(26) *Vid.* Cuadro 2.

2. Derecho de asistencia a la Junta

2.1. Limitaciones al derecho de asistencia

Nuestro estudio empírico demuestra que este tipo de cláusulas son muy frecuentes en las sociedades cotizadas que integran el IBEX-35, si bien ha de advertirse que el número de acciones exigidas para poder asistir o el valor nominal del capital social mínimo para poder asistir no suele ser elevado. Aproximadamente, el 88% de las sociedades consultadas, es decir, 30 sociedades, incorporan limitaciones al derecho de asistencia del accionista pero, en general, el número de acciones exigido para asistir es poco significativo o, expresado en otros términos, el nivel económico de inversión que se requiere al accionista para disfrutar del derecho de asistencia es poco elevado⁽²⁷⁾. Desde esta perspectiva, parece que las sociedades no dificultan la participación de los accionistas en las Juntas generales.

En efecto, las sociedades que integran el IBEX-35 —a excepción de un caso aislado en el que se exige el máximo legalmente permitido (el 1%)⁽²⁸⁾—, exigen un número de acciones poco elevado (lo que representa un 2,9%). La clasificación por tramos sería la siguiente:

— en 6 sociedades del IBEX el límite mínimo se sitúa entre 500 y 10000 acciones si bien, conviene advertir que el número mínimo más alto encontrado entre las sociedades que integran el IBEX-35 es de 2000 acciones⁽²⁹⁾ lo que representa un 17,6%;

— en 4 sociedades del IBEX-35, no existe ninguna restricción⁽³⁰⁾ lo que representa el 11,7%;

— y, en 23 sociedades del IBEX-35, el número mínimo para asistir es inferior a 500 acciones (siendo muy frecuentes los casos en los que se requieren 100 o incluso menos acciones), lo que representa el 67,64%.

(27) Frente al 94% en 2003 ó el 91% en 2004.

(28) Como excepción puede destacarse el BANCO POPULAR.

(29) BANKINTER nominal: 1.5; ACERINOX nominal: 0.25; ABERTIS nominal 3; FCC nominal: 1; BBVA nominal: 0.49; GAS NATURAL nominal 1.

(30) ALTADIS, BANCO SANTANDER, RED ELÉCTRICA, INDITEX.

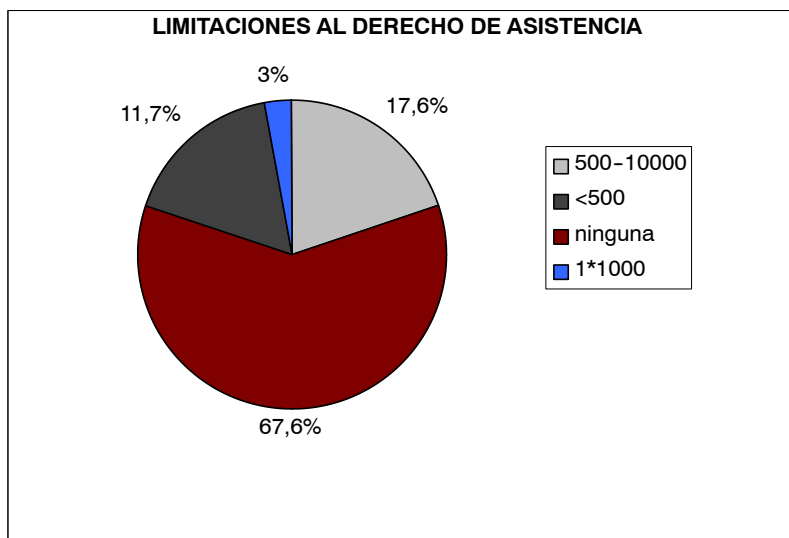


GRÁFICO 8

2.2. Participación en las Juntas

La medida anteriormente descrita parece querer fomentar la participación de los accionistas en las Juntas. No obstante, la otra cara de la moneda tiene su reflejo en el estudio de la asistencia a las Juntas celebradas tanto en el 2004 como en el 2005. El estudio realizado revela que la presencia física de los accionistas es relativamente escasa en las Juntas celebradas en las sociedades que integran el IBEX-35. Más aun, se constata un cierto abstencionismo, quizás debido al elevado porcentaje de capital flotante que se alcanza en las sociedades estudiadas, el 54,4%.

El porcentaje de asistencia por representación es muy elevado en el caso de las sociedades cotizadas, sobre todo, en las sociedades en las que la estructura de la propiedad se encuentra dispersa.

El Informe de Gobierno Corporativo de Entidades Emisoras de Valores 2004, presentado por la CNMV el 22 de diciembre de 2005, precisa que el promedio de participación en las Juntas de las compañías del IBEX-35 celebradas en el año 2004 se situó en un 65,2% del capital, registrándose una mayor participación por representación (35,9%) que por presencia física de los accionistas (29,3%). El Informe pone de manifiesto que para el resto de las sociedades cotizadas se registró una mayor participación: 73,2%, y a diferencia del IBEX-35, con una menor participación por representación (28,6%) que por presencia física (44,6%). El promedio de participación es el que refleja el Gráfico 9.

Las medidas que introducen las sociedades en sus IGC para incentivar la asistencia son escasas. En algunos casos, se hace referencia a la entrega de regalos u obsequios por asistir a la Junta y, excepcionalmente, se ha encontrado un caso en el que el incentivo era de carácter económico, una prima. Pero ha de advertirse que todos ellos son casos aislados.

Con el fin de incentivar la participación de los accionistas en la Junta, el Código Conthe y la Propuesta de Directiva Comunitaria coinciden al señalar que sería conveniente uniformar las tarjetas de asistencia, para lo cual quizás debería establecerse la necesidad de que fueran las propias sociedades y no los intermediarios financieros los que las emitan.

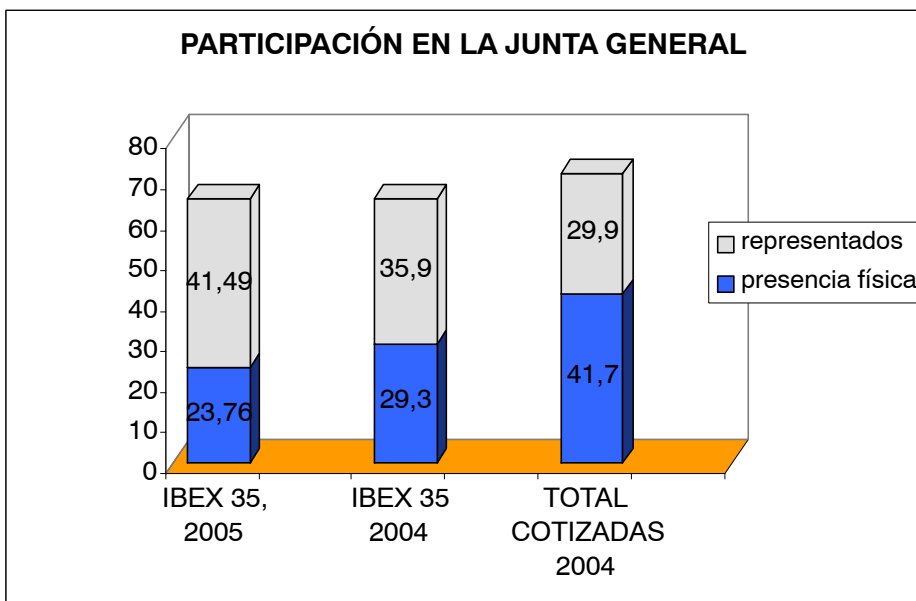


GRÁFICO 9

El gráfico pone de manifiesto que la asistencia a las Juntas generales del año 2005 por presencia física ha disminuido sensiblemente con respecto a las cifras recogidas en el año 2004; así, la participación por presencia física se ha visto reducida en torno a un 5,5% (hasta alcanzar un total de 23,76%, siendo el resultado del año 2004 de 29,30%). Esa disminución se ha visto compensada por una mayor participación por representación que en el año 2005 ha aumentado hasta alcanzar el 41,49% (lo que representa un incremento del 5,5%).

Estos datos deben conectarse con el cuadro 2 que adjuntamos sobre la estructura de la sociedad. El análisis de los datos de asistencia en relación con la estructura de la propiedad revela que en las sociedades en las que el capital se

encuentra muy disperso —aunque en las sociedades que integran el índice IBEX-35 es éste, como veremos más adelante, un supuesto extraordinario— la presencia física en las Juntas Generales se reduce de forma sustancial, siendo muy elevada la asistencia por representación (tal es el caso, en líneas generales, de las entidades bancarias). Asimismo, la presencia física aumenta hasta alcanzar unos porcentajes muy elevados en los casos en los que existe una estructura de la propiedad concentrada o muy concentrada, especialmente en aquellos supuestos en los que una persona física o jurídica posee la mayoría del capital (sociedades de corte familiar o sociedades participadas por otra sociedad incluida a su vez en el IBEX-35) o ejerce o puede ejercer el control⁽³¹⁾. En 6 compañías del IBEX-35 existe un accionista de control.

En las sociedades donde se produjo una mayor participación, el porcentaje de capital de los accionistas que asistieron a la Junta fue superior al representado.

Asimismo, conviene destacar que el promedio de votos a favor de los acuerdos fue del 95,63%.

2.3. Asistencia y distribución del capital

Tal y como hemos adelantado, en las sociedades del IBEX-35 cuya participación en las Juntas fue inferior al 50% del capital social, los accionistas presentes controlaban, en promedio, un porcentaje en torno al 10% y en el resto de las sociedades cotizadas un 23,6%. El porcentaje de capital en poder de los accionistas significativos se sitúa en el 31,1% del capital social.

Entre las sociedades que cotizan en el IBEX-35, el número de sociedades en las que existe alguna persona física o jurídica que ejerza o pueda ejercer el control sobre la sociedad de acuerdo con el art. 4 de la LMV asciende a 10 —lo que representa el 28,6%— y tres de ellas con porcentajes superiores al 60%, siendo el accionista de control otra sociedad del IBEX-35⁽³²⁾.

En 7 compañías del IBEX la suma de las participaciones declaradas, incluyendo los paquetes accionariales en poder del Consejo de Administración, superan el 50% del capital social⁽³³⁾.

El promedio de los paquetes accionariales en manos del Consejo de Administración en las Compañías del IBEX-35 asciende al 13,7%. Los paquetes

⁽³¹⁾ Como por ejemplo, el GRUPO ENTRECANALES.

⁽³²⁾ TELEFÓNICA MÓVILES (controlada por Telefónica), CINTRA (controlada por Ferrovial), ABERTIS (controlada por la Caixa), TPI (controlada por Telefónica). *Vid.* Cuadro 2.

⁽³³⁾ ABERTIS, GRUPO FERROVIAL, MAPFRE, TELECINCO, TELEFÓNICA MÓVILES, TPI, PRISA.

accionariales del Consejo de Administración⁽³⁴⁾, distribuidos por tramos de participación en el capital son los siguientes:

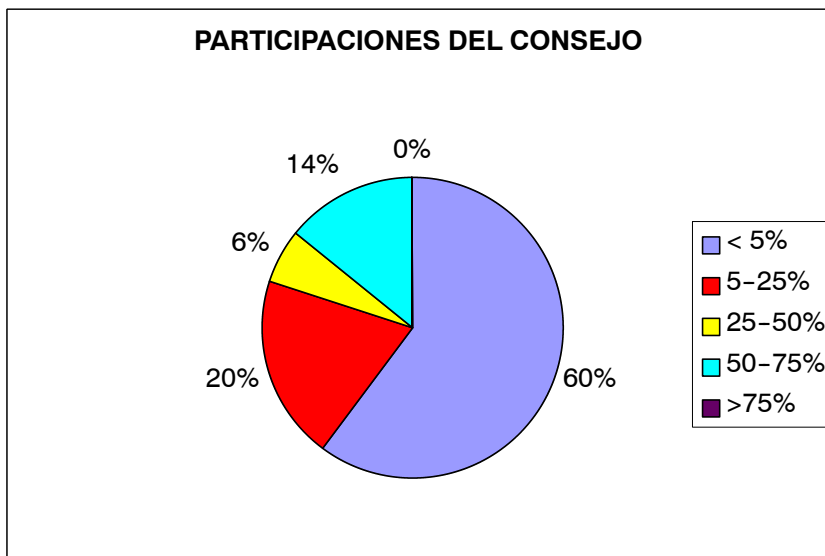


GRÁFICO 10

Para las sociedades del IBEX-35 el porcentaje de capital en manos de los accionistas significativos no consejeros asciende al 31,1% del capital social.

Dentro del IBEX-35 existe solamente una sociedad en la que los accionistas no consejeros tienen un participaciones inferiores al 5% y en la que el Consejo controla el 58,8% del capital. El número de compañías cotizadas que son accionistas de otras sociedades cotizadas se eleva a 10 y el número de entidades cotizadas en las que participan las anteriores asciende a 15.

Las cajas de ahorros mantienen también participaciones significativas o relevantes en el capital de otras sociedades cotizadas. Dentro del IBEX-35, 18 Cajas de Ahorros controlan paquetes accionariales superiores al 5% del capital

⁽³⁴⁾ En un total de 21 de las 35 sociedades, la participación conjunta del Consejo es inferior al 5%. En otras 7 sociedades, dicha participación oscila entre el 5 y el 25%. En 2, entre el 25 y el 50% y, por último, en las 5 restantes, el Consejo posee una participación elevada que varía entre el 50 y el 75%.

en 13 compañías. Dos Cajas son, respectivamente, accionistas significativos de 6 y 5 sociedades que forman parte del índice selectivo⁽³⁵⁾.

Al cierre del ejercicio 2004, las compañías del IBEX-35 mantenían una autocartera equivalente, en promedio al 0,8%:

- inferior al 1%, 15 sociedades.
- entre el 1% y el 2%, 4 sociedades.
- entre el 2% y el 3%, ninguna.
- entre el 3% y el 4%, 1 sociedad.
- entre el 4% y el 5%, 3 sociedades.

El promedio de capital flotante en las compañías del IBEX-35 se sitúa en torno al 54,4% mientras que para el resto de las sociedades cotizadas que no forman parte del Índice selectivo, el promedio se sitúa en torno al 35,4% del capital social. La distribución por tramos sería la siguiente:

- Inferior al 5%, ninguna sociedad.
- Entre el 5% y el 25%, 5 sociedades (un 14,28%).
- Entre el 25% y el 50%, 12 sociedades (un 34,28%).
- Entre el 50% y el 75%, 10 sociedades (un 28,57%).
- Más del 75%, 8 sociedades (un 22,85%).

Ello significa que prácticamente el 85,7% de las sociedades del IBEX-35 (28 sociedades) tienen un capital flotante superior al 40% de las acciones en circulación. No obstante, el capital flotante de 3 compañías es inferior al 15% y en las 4 restantes se sitúa en una franja comprendida entre el 25% y el 40%. Las sociedades que componen nuestra muestra presentan una elevada concentración accionarial, de forma similar a como ocurre en otros países de nuestro entorno⁽³⁶⁾. Así, en las sociedades con mayor capitalización bursátil, la participación media del primer accionista alcanza casi el 30% (29,45%), siendo la participación media de los cinco mayores accionistas superior al 45% (47,87%).

(35) La Caixa; Caja Madrid.

(36) Los accionistas significativos que poseen, como media, una mayor participación accionarial, son las empresas no financieras (15,99%), seguidas por las familias (13,32%), entidades bancarias y de seguros (13,76%) y los inversores institucionales (7,45%) —estos últimos aunque con una participación no elevada, participan casi en un 50% de las sociedades—. *Vid.* Informe de la Fundación de Estudios Financieros, de diciembre de 2005.

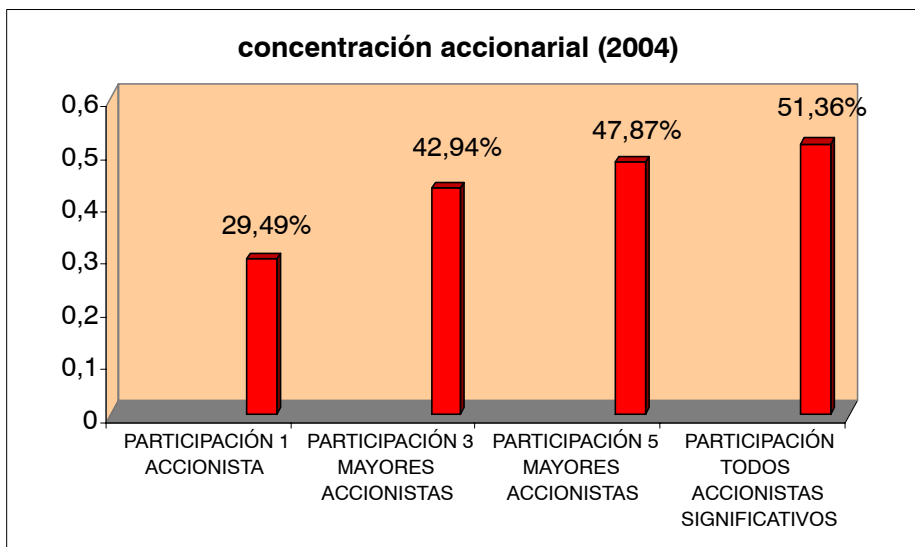


GRÁFICO 11

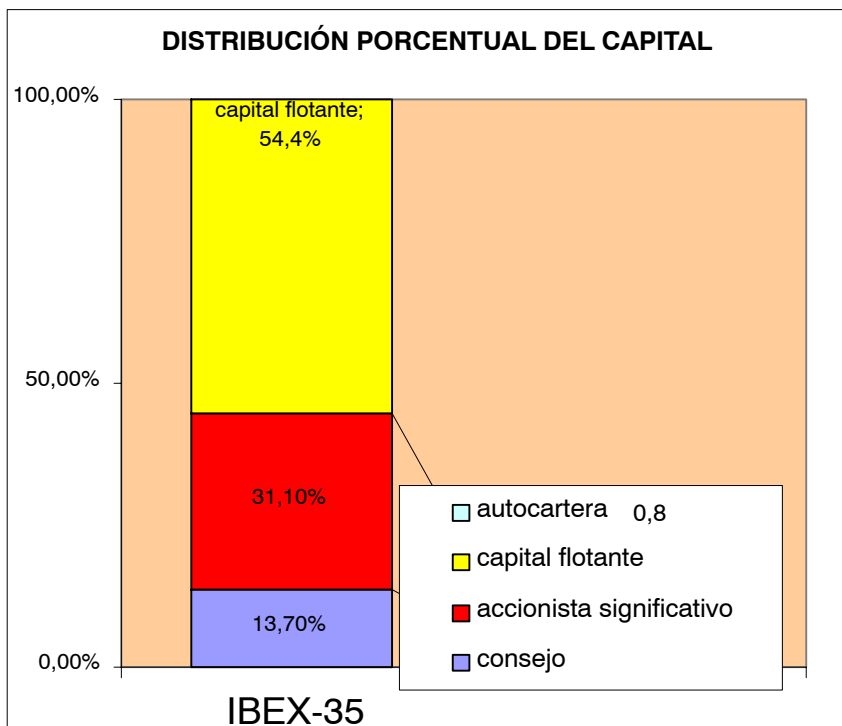


GRÁFICO 12

3. Participación electrónica en Juntas generales

3.1. Asistencia por representación o por medios telemáticos

En las sociedades cotizadas y, especialmente, en las sociedades que integran el índice IBEX-35 constituye una práctica consolidada la atribución al presidente del Consejo de Administración de la presidencia de la Junta; así sucede en 32 sociedades de las que forman el IBEX-35 —es decir, en el 94,11%—. En relación con este aspecto no se ha producido ningún cambio de tendencia respecto de los resultados del ejercicio anterior, manteniéndose en el mismo nivel.

Continuando con el análisis de la figura del Presidente de la Junta, se observa que en un porcentaje muy elevado de sociedades, concretamente en 16 sociedades (lo que representa un 47%) se ha convertido en una práctica muy frecuente el atribuir al Presidente del Consejo la representación en caso de falta de indicación en la tarjeta presumiendo en esos casos que la falta de instrucción equivale al voto en sentido favorable a las decisiones del Consejo.

El resto de las sociedades suele guardar silencio respecto a su sistema o política de delegación de voto. Es decir, en el 53% restante de las sociedades se constata que tanto los IGC como los Reglamentos de la Junta guardan silencio acerca de las personas en quien se entiende delegado el voto o de cuál ha de ser el sentido del voto en caso de ausencia de instrucciones.

En consecuencia, se observa una cierta falta de transparencia en el sistema desde el momento en que, como hemos visto, constituye una práctica habitual atribuir al Presidente del Consejo de Administración la presidencia de la Junta lo que implica el control por parte del Consejo de la Junta y la mitad de las sociedades reconocen que a falta de indicación se entenderá la delegación atribuida al Presidente de la Junta.

Aunque el Código Olivencia y el Informe Aldama señalaban que sería conveniente que se arbitraran medidas encaminadas a hacer más transparente el mecanismo de delegación del voto, lo cierto es que del estudio empírico se deduce que no ha sido así.

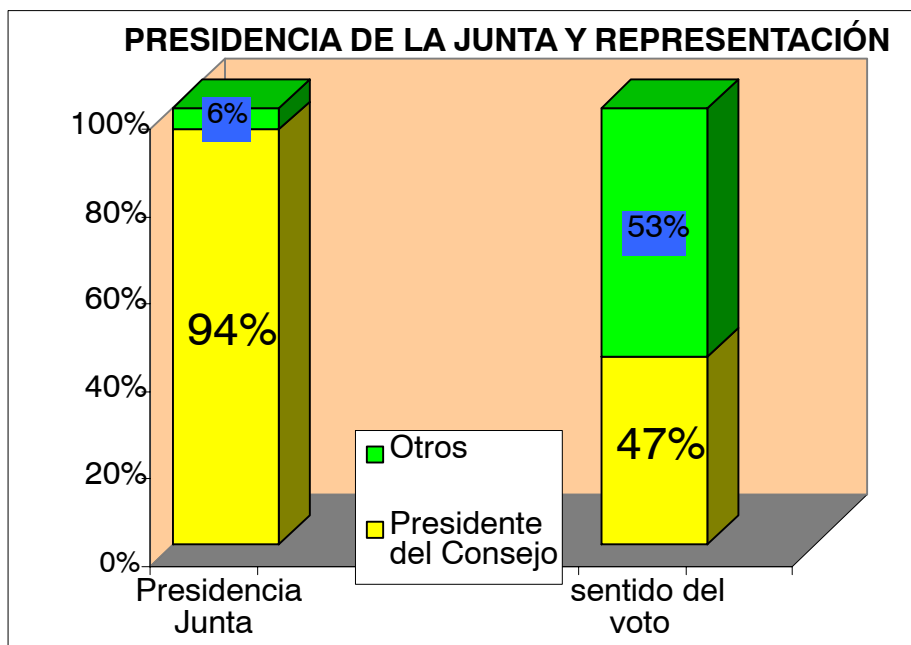


GRÁFICO 13

En cuanto a la asistencia virtual a la Junta debe advertirse que sólo con carácter excepcional se hace mención a esta posibilidad⁽³⁷⁾.

3.2. El voto por medios telemáticos

El ejercicio a distancia del voto puede adoptar dos modalidades: voto previo a la celebración del acto o voto simultáneo emitido en tiempo real durante el desarrollo de la Junta si la sociedad ha organizado un sistema de retransmisión en vivo vía *webcam* o similar. Como quiera que el sistema de seguimiento en vivo de las Juntas ha sido instaurado en pocas sociedades del IBEX-35, los votos a emitir serán generalmente previos a la celebración.

⁽³⁷⁾ Así, a modo de ejemplo, BANCO DE SANTANDER e IBERDROLA prevén la Junta “virtual” u “on-line”.

El estudio empírico realizado refleja que el número de votos emitidos a distancia en el ejercicio 2004 fue prácticamente inexistente⁽³⁸⁾.

El ejercicio 2005 refleja un cambio de tendencia radical. Así, en 13 sociedades del IBEX-35 se han producido votos a distancia, en 2 sociedades no se informa ni en sentido positivo ni afirmativo sobre este aspecto, por lo que dejando a un lado ARCELOR, el porcentaje de sociedades en las que se ha emitido el voto a distancia asciende a un 40%. Ciertamente, en la mayoría de los supuestos, el porcentaje de votos emitidos a distancia es muy reducido pero existen algunos casos en los que el porcentaje es bastante significativo⁽³⁹⁾.

Todo ello a pesar de que la entrada en vigor del voto a distancia es una norma dispositiva no imperativa. Los IGC e incluso los Informes Anuales y Reglamentos de la Junta publicados por la CNMV hablan de fomentar la participación de los accionistas favoreciendo el voto a distancia (por correspondencia postal, electrónica o por cualquier otro medio de comunicación) garantizando la identidad del sujeto que ejerce su derecho de voto. Además, es preciso que se establezcan procedimientos eficaces, útiles, de fácil comprensión y sencilla utilización para cualquier accionista, y que se difundan las ventajas y posibilidades que ofrecen los sistemas implantados para facilitar el voto a distancia del capital flotante que, como hemos visto antes, asciende al 54,4%.

Algunas sociedades del IBEX-35 ya habían desarrollado en 2004 sistemas informáticos para permitir a sus accionistas ejercer el derecho de voto a distancia por medios electrónicos (así en 2004, la delegación de voto postal es recogida en los Estatutos y Reglamentos de las Juntas en un 64,7% y la delegación de voto electrónica en un 75,53% de las sociedades). Sin embargo, tal y como hemos tenido ocasión de comprobar, el uso de los dispositivos telemáticos de voto a distancia fue prácticamente marginal en ese período. Las sociedades, quizás, no lo habían puesto en práctica por diversos motivos, tal y como se recoge en la Exposición de Motivos de la Propuesta de Directiva sobre el ejercicio de los derechos de voto de los accionistas: “la tecnología no está lo suficientemente avanzada para permitir la participación electrónica activa en todos los casos con las garantías de seguridad necesarias y, además, los instrumentos son costosos de introducir”. Por estos motivos la Propuesta en la EM señala en el

(38) Sólo cabe destacar en ese año el caso del BANCO SANTANDER, si bien el porcentaje fue sólo de 0,003% en la Junta celebrada el 19 de junio de 2004; mientras que en la Junta del mismo banco celebrada el 21 de octubre de 2004, cuyo objeto fundamental era el de aprobar la operación de adquisición por el Banco de Abbey Nacional plc, el porcentaje de voto a distancia emitido aumenta sustancialmente hasta alcanzar el 5,435%.

(39) Tal es el caso, por ejemplo, del BBVA (26,03% y 14,7%), de BANKINTER (15,46%) y de GAMESA (8%).

punto 4 de los objetivos perseguidos por la Directiva, que “los emisores no deberán verse obligados a ofrecer esta posibilidad a sus accionistas”⁽⁴⁰⁾.

No obstante, a pesar de tratarse de una norma de carácter dispositivo, lo cierto es que las sociedades están implantando los mecanismos necesarios para que pueda ejercitarse el voto a distancia con las garantías y la seguridad necesarias tal y como demuestra el importante incremento porcentual de sociedades en las que se ha emitido voto a distancia.

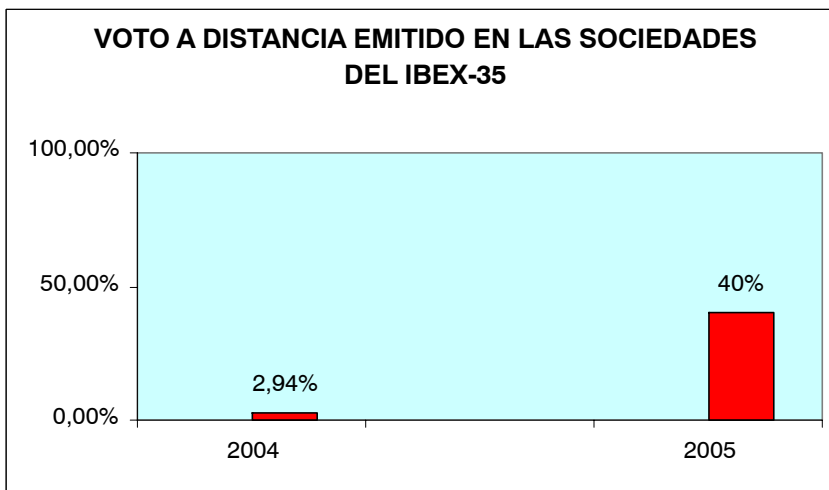


GRÁFICO 14

4. Restricciones al derecho de voto

En 7 sociedades del IBEX-35 se han incluido cláusulas restrictivas al derecho de voto, lo que representa un 20,58% de las sociedades (frente al 29,41% en 2004 y el 31,43% de 2003). Lo normal es que esas restricciones alcancen el 10% de los derechos de voto⁽⁴¹⁾; no obstante, en algún supuesto extraordinario se concede un derecho de voto por cada 10 acciones o, en otro caso, un derecho de voto por cada 100 euros de inversión.

Estas cláusulas, generalmente, se incluyen en las sociedades en las que existen diversos accionistas significativos con participaciones accionariales de

⁽⁴⁰⁾ Vid. art. 12 de la Propuesta de Directiva.

⁽⁴¹⁾ Vid. Cuadro 2.

similar entidad y en las sociedades en las que la propiedad no está excesivamente concentrada⁽⁴²⁾.

Aunque en la intención del legislador esta previsión debía servir para diluir el poder de los grandes accionistas y para reforzar en términos relativos el derecho de voto de los minoritarios, lo cierto es que en la práctica esta habilitación estatutaria ha servido predominantemente en las sociedades cotizadas como cláusula anti-OPA destinada a evitar posibles operaciones no deseadas de toma de control, ya que en virtud de dicha limitación el socio que se hiciese con la mayoría del capital no tendría garantizada la mayoría de votos⁽⁴³⁾.

5. Reunión y desarrollo de los debates

Nuestro estudio empírico muestra que es una práctica muy habitual la de atribuir la Presidencia de la Junta al Presidente del Consejo. Esto es así prácticamente en el 95% de los casos analizados⁽⁴⁴⁾. Sólo hay dos sociedades que se separan de esta práctica⁽⁴⁵⁾.

De hecho, los IGC consultados ponen de manifiesto que es frecuente convertir en régimen estatutario el sistema legal supletorio. Esta práctica favorece la constitución de las Juntas por cuanto el sistema de designación por los propios asistentes puede llegar a constituir un obstáculo importante. Sin embargo, la otra cara de la moneda es que el Consejo acaba teniendo un mayor control sobre la Junta.

La función principal del Presidente es asegurar el normal funcionamiento de la Junta. Sus competencias y facultades pueden agruparse en torno a los tres momentos fundamentales en que se descompone el procedimiento asambleario: constitución, deliberación y votación y, finalmente, la constatación de los resultados.

Los Informes, en su apartado relativo a las medidas adoptadas para garantizar la independencia y buen funcionamiento de la Junta general o en el que se refiere a las modificaciones del Reglamento de la Junta, e incluso los propios reglamentos de la Junta consultados, no suelen contener menciones acerca de la

(42) IBERDROLA, ACERINOX, TELEFÓNICA, BANCO POPULAR, RED ELÉCTRICA, REPSOL YPF.

(43) Ha de advertirse que el Informe Conthe, a pesar de las críticas que la cuestión suscitó, ha mantenido en su versión, la prohibición de cláusulas que contengan limitaciones del derecho de voto, ni otras medidas anti-OPA (*Vid.* al respecto Apdo. II recomendación primera).

(44) *Vid.* Gráfico 13.

(45) BANCO DE SABADELL y BANCO POPULAR.

función del Presidente en la constitución de la sociedad (aunque existen casos aislados) o la constatación de los resultados, pero en algunas ocasiones (pocas, más bien se trata de algo extraordinario) las sociedades hacen alusión expresa al modo en que debe ejercitarse el derecho de voz del accionista estableciendo una duración mínima de las intervenciones, turnos de réplica, prórrogas de las intervenciones, etcétera. En definitiva, se ocupan del papel moderador del Presidente de la Junta como persona que ha de ordenar y dirigir los debates y la votación. Concretamente, así sucede en 11 sociedades, es decir, en el 32,35% de ellas. No obstante, como tendremos ocasión de analizar más adelante, el desarrollo de esta materia en los IGC y Reglamentos correspondientes es desigual (nos remitimos a lo que se comenta en el siguiente apartado).

En una línea similar, la Propuesta de Directiva sobre el ejercicio de los derechos de voto de los accionistas se ocupa en el art. 9 del *“Derecho a hacer preguntas”* a la dirección en las Juntas generales. Este derecho se vería vacío de contenido si no se estableciese la obligatoriedad por parte del emisor de contestar a las preguntas, condicionado al buen orden de la Junta o la protección de los intereses empresariales (a este respecto no establece ningún porcentaje mínimo o umbral a partir del cual sea necesario contestar). En línea con lo anterior, y como ya ha sido mencionado, el Código Conthe recomienda al Gobierno que adopte mecanismos que faciliten la participación de los pequeños accionistas con el fin de darles más voz y facilitar así el derecho de la minoría reconocido en la Ley asegurándose de que tales mecanismos son utilizados de buena fe, en defensa del interés social, no de forma arbitraria y con el fin de bloquear o perturbar el buen funcionamiento de la sociedad. Como soluciones o mecanismos el Proyecto señala los siguientes: creación de un Foro electrónico de accionistas y creación en la CNMV de un Registro Voluntario de Agrupaciones de Accionistas de Sociedades Cotizadas⁽⁴⁶⁾.

6. Medidas adoptadas para garantizar la independencia y el buen funcionamiento de la Junta; en especial el Reglamento de la Junta

Con la aprobación de los Reglamentos de Junta y la asistencia de un Notario a la celebración de éstas, las sociedades analizadas consideran que están

⁽⁴⁶⁾ Vid. Código Conthe, Anexo III *“Recomendaciones complementarias al Gobierno, CNMV e Instituciones financieras”*.

adoptando una medida de independencia y garantía del buen funcionamiento de la Junta General⁽⁴⁷⁾.

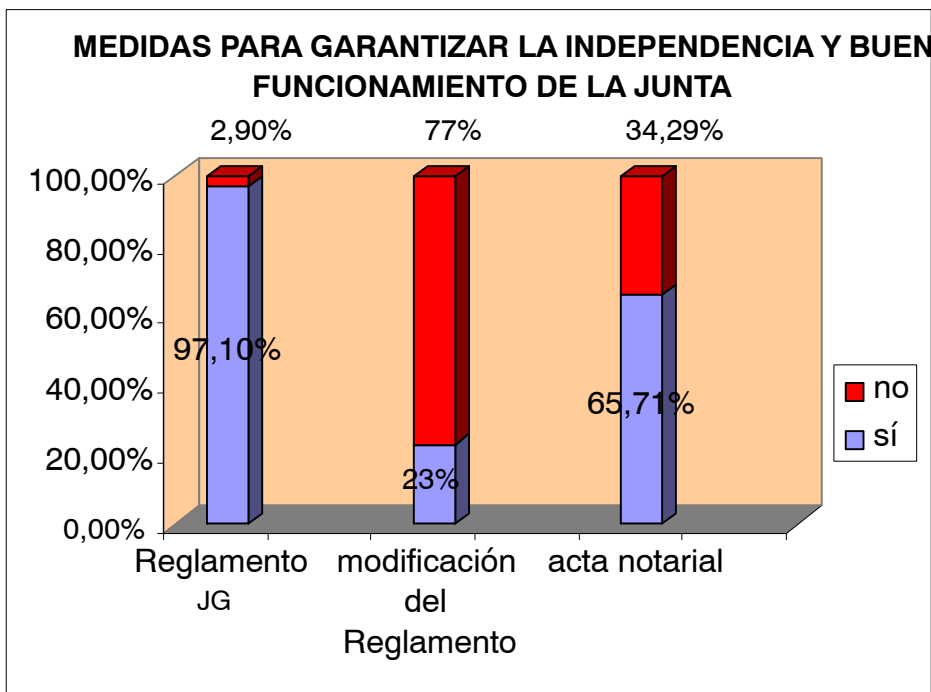


GRÁFICO 15

El art. 113 de la LMV establece la obligatoriedad de adoptar un Reglamento de la Junta para las sociedades cotizadas. De ello han dado cumplimiento todas las sociedades del IBEX-35 excepto de una⁽⁴⁸⁾.

Ahora bien, más problemática es la determinación de su contenido respecto del cual el art. 113 de la LMV guarda silencio. El carácter abierto del referido precepto tiene su reflejo en los IGC que, en ocasiones, en su Epígrafe E.5., recogen o repiten el contenido de dichos Reglamentos, y de cuya lectura se infiere que éstos reiteran en la mayoría de los casos lo dispuesto en los estatutos

(47) Llama la atención el caso de ACERINOX que en el apartado de su informe, dedicado a las medidas para garantizar la independencia y el buen funcionamiento de la Junta, señala que “según el artículo 15 de los Estatutos sociales, el Presidente del Consejo presidirá las Juntas Generales de los accionistas”.

(48) Tal es el caso de ARCELOR que como Reglamento de la Junta tiene un documento titulado “estatutos coordinados” que no responden al contenido de un Reglamento tipo.

que, a su vez, no son sino una copia de la propia Ley. La misma conclusión se deduce de la propia lectura de los Reglamentos de la Junta de las distintas sociedades.

A la luz del examen de los Reglamentos de la Junta pensamos que, quizás, hubiera sido conveniente que la LMV o mejor aun, la propia LSA estableciera unas materias de regulación preceptiva, como sucede en relación con el art. 9 de la LSA en materia de estatutos societarios o el art. 200 de la LSA para la memoria de las cuentas anuales, e incluso la propia Ley de Transparencia respecto del Informe Anual de Gobierno Corporativo en el art. 116.

A lo largo del ejercicio 2004, 8 sociedades del IBEX-35 modificaron su Reglamento de la Junta ⁽⁴⁹⁾ (un 23,25%). Se trata de sociedades que adaptándose o en previsión de la Ley de transparencia se habían anticipado y aprobado ya un Reglamento ⁽⁵⁰⁾, y que tras la aprobación de la Ley de transparencia han procedido a la adaptación de sus Reglamentos a las exigencias establecidas en la referida norma legal.

Las modificaciones introducidas en todos los casos —generalmente coinciden las 4— se refieren a las siguientes cuestiones: (i) derecho de información, (ii) representación y voto a distancia o por procedimientos telemáticos, (iii) la página web y (iv) asistencia remota ⁽⁵¹⁾.

El análisis de los artículos de los distintos Reglamentos relativos al derecho de asistencia establece pocas diferencias respecto al régimen legal. Por el contrario, se constata un cierto interés o preocupación por parte de las sociedades por incorporar medidas que realmente fomenten la participación de los accionistas por medios a distancia.

Según establecen los propios Informes, se trata de cuestiones o medidas implementadas para mejorar el funcionamiento de la Junta, entre ellas y de manera especial, el voto y delegación por procedimientos electrónicos (internet) o voto por correo. La adopción de medidas de este carácter no surtió en

⁽⁴⁹⁾ ACERINOX, BANCO SANTANDER, ENDESA, ENAGAS, INDRA, REPSOL YPF, INDITEX, RED ELÉCTRICA.

⁽⁵⁰⁾ Tal es el caso por ejemplo del Banco Santander que aprobó su Reglamento el 21 de junio de 2003. Un 32,35% de las sociedades aprobaron dicho Reglamento en 2003.

⁽⁵¹⁾ Así, el IGC del BANCO DE SANTANDER establece en su apartado E.6. que: “Las diferencias entre ambos textos se refieren fundamentalmente al derecho de información, delegaciones, emisión de voto y representación mediante medios de comunicación a distancia, votaciones de las propuestas de acuerdos y posibilidad de asistencia remota en tiempo real a la Junta (Junta *on line*)”.

2004, en la mayor parte de los casos, los efectos deseados por las sociedades⁽⁵²⁾ pero ha tenido, como hemos visto, unos efectos beneficiosos en el ejercicio 2005. De hecho, algunas de las sociedades que modificaron sus Reglamentos en 2005, lo hicieron para facilitar los mecanismos de delegación por medios de comunicación a distancia y de emisión del voto a distancia⁽⁵³⁾.

En general los Reglamentos que fueron modificados en el ejercicio 2004, hacen referencia al papel moderador del Presidente y consideran ésta una buena medida para garantizar la independencia y buen funcionamiento de la Junta. Sin embargo, sólo algunos de estos Reglamentos regulan con un cierto detenimiento la figura del Presidente y el desarrollo del debate⁽⁵⁴⁾.

Es preciso poner de manifiesto que tan sólo cuatro sociedades del IBEX-35 han introducido modificaciones en sus Reglamentos en el ejercicio 2005 pero éstas no son muy relevantes.

La conclusión que se puede deducir de ello es la siguiente: los Reglamentos de la Junta, cuyo contenido no especifica el legislador, parecen constituir un elemento extraño para las sociedades.

Por lo que se refiere a la necesidad de presencia de un Notario en la Junta, tan sólo 12 sociedades aluden a ello expresamente.

(52) A excepción, quizás, del BANCO SANTANDER, en cuyas Juntas generales celebradas en el año 2004 se emitieron votos a distancia. No obstante, puede ser interesante destacar que el incremento de los votos a distancia se produjo sobre todo en la Junta celebrada el 21 de octubre de 2004 donde llegó a superar el 5% y en la que se hizo uso —como expresamente destaca el IGC—, además del voto por medios electrónicos, del mecanismo del voto por correo.

(53) Así ha sucedido, por ejemplo, en el caso de GAS NATURAL y de UNIÓN FENOSA.

(54) RED ELECTRICA, ENAGAS, INDITEX Y ENDESA.

No obstante, quizás, el supuesto más interesante de todos y de todas las modificaciones introducidas en los reglamentos en 2004 sea el de INDITEX, que con el fin de “fomentar y facilitar la participación de los accionistas en la Junta a fin de contribuir a una formación transparente de la voluntad social ... b) Se incluyen en el artículo relativo a las competencias exclusivas de la Junta la de separar a los auditores de cuentas (junto con la de nombrarlos, que ya figuraba) y la de acordar la cesión global del activo y del pasivo (a la que ya se hacía referencia en el precepto que regula el quórum de constitución de la Junta general para supuestos especiales)”.

*BLOQUE 2. INDEPENDENCIA Y PODER EFECTIVO DE LA JUNTA
RESPECTO DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN*

A) PODER DE CONTROL DE LA JUNTA SOBRE EL ÓRGANO
DE ADMINISTRACIÓN

En el modelo legal, las relaciones entre la Junta y los administradores vienen condicionadas por la propia posición que éstos ocupan en la estructura orgánica del ente societario. Así, el órgano de socios se configura como la instancia suprema de la sociedad. Esa posición de preeminencia deriva de la concurrencia de tres factores y, entre ellos, la situación de dependencia en que respecto de ella se encuentra el órgano de administración. Esta relación de dependencia se constata si tenemos en cuenta que la Junta está facultada para nombrar y revocar “*en cualquier momento*” (art. 131 de la LSA) a los miembros del órgano de administración (se trata de la influencia indirecta de la Junta a través del nombramiento y revocación de los administradores).

1. Nombramiento efectivo de los administradores

Cuando la administración se confía a un Consejo —caso de las sociedades cotizadas— las vacantes que se produzcan en el órgano podrán cubrirse también por el sistema de representación proporcional al amparo de lo establecido en el art. 137 de la LSA desarrollado por el RD 821/1991, de 17 de mayo, cuyo art. 5 determina que en el momento de someterse a votación en la Junta la cobertura de las vacantes, los accionistas agrupados nombrarán a los miembros del Consejo que correspondan proporcionalmente a la suma del valor nominal de la agrupación.

El sistema de la representación proporcional no parece tener sentido en las sociedades cotizadas dada la dispersión del accionariado. La posesión de una participación significativa puede ser un instrumento de control más que un medio de representación de la minoría. Así, nuestro estudio empírico demuestra que el nombramiento de consejeros por este sistema constituye un modo de elección nada habitual en las sociedades cotizadas, más bien todo lo contrario.

De los IGC analizados e incluso de las convocatorias de las Juntas generales se deduce que constituye una práctica habitual en las sociedades cotizadas la cobertura de las vacantes mediante la utilización del sistema de cooptación sometiéndolo posteriormente a ratificación por la Junta. Por lo tanto, la realidad demuestra que la Junta no interviene directamente en la designación de los administradores sino que es el propio Consejo quien nombra al nuevo administrador quien es posteriormente ratificado por la Junta.

2. La separación del administrador de su cargo

El análisis de esta materia puede centrarse en dos aspectos claramente diferenciables: por un lado, el cese voluntario del consejero en los supuestos en los que éste presenta su dimisión (que puede deberse bien a un desacuerdo con la política de la sociedad, bien por la presencia en la persona del consejero de una circunstancia que pueda afectar negativamente al funcionamiento del Consejo o al crédito y reputación de la sociedad) o por razones de edad; y, por otro lado, en la separación del administrador por acuerdo de la Junta.

Nuestro estudio empírico demuestra que lo más habitual —casi en la totalidad de las sociedades— es que sea el propio administrador el que presente su dimisión (los casos analizados comprenden el período 2000-2004) no habiendo encontrado en relación con ese mismo período de tiempo supuestos de separación por la Junta.

Tampoco tenemos constancia —a través del análisis de los acuerdos adoptados en Junta en los ejercicios 2004 y 2005— de la existencia de ningún ejercicio de acciones de responsabilidad frente a los administradores sociales o de acuerdos de separación de los administradores adoptados por la Junta.

La conclusión que de estos dos aspectos puede deducirse es que el modelo empírico de la sociedad anónima cotizada se separa del modelo legal diseñado, produciéndose en el primero una subversión de facto de la distribución de competencias entre la Junta y el órgano de administración. La Junta realmente no interviene ni en el nombramiento, ni en la separación de los administradores ni tampoco se le informa convenientemente sobre la existencia de las cláusulas de blindaje más aún en 2004 tan sólo en el 33,33% de las sociedades la política de remuneración de los administradores constituía un punto del orden del día⁽⁵⁵⁾.

3. La retribución de los administradores

La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas españolas ha dado lugar a algunos conflictos y procedimientos similares a los registrados en otras jurisdicciones. La falta de información a los accionistas sobre determinadas retribuciones pagadas a los administradores cesados o dimisionarios o de las cantidades por éstos reclamadas han estado en el origen de la mayoría de los citados procedimientos. Esto explica la tendencia a fomentar una mayor intervención de los accionistas a través de la Junta general en la aprobación de las retribuciones de los administradores, lo que supone un reco-

(55) *Vid.* Cuadro 3

nocimiento de la insuficiencia a esos efectos de las medidas establecidas en el art. 130 de la LSA y en las demás disposiciones societarias.

El art. 130.1 de la LSA establece que la retribución debe ser fijada en los estatutos, lo que supone que quien determina dicha retribución y quien la conoce es la Junta general. Sin embargo, este conocimiento está limitado a ciertas formas de retribución que, además, como consecuencia de lo determinado por el art. 200, regla 12 de la LSA, sólo deben de aparecer recogidas en la memoria de manera agregada. Lo mismo rige con relación a otros tipos de retribución de los administradores fundados en relaciones laborales o de servicio. Por su parte, el art. 130.2 de la LSA supuso una reacción legislativa ante la proliferación de la retribución por medio de acciones u opciones sobre acciones, consistente en someter a la Junta dicha forma de retribución.

Las disposiciones legales que se han adoptado en el marco del buen gobierno corporativo han supuesto un avance sustancial en cuanto a la información disponible⁽⁵⁶⁾. A pesar de mantenerse por la mayoría de las sociedades el criterio de informar globalmente, el detalle de la información recogida en los IGC ofrece una imagen especialmente precisa sobre cómo, cuánto y a quién retribuyen las sociedades del IBEX-35.

Así, si se examinan los distintos conceptos retributivos que las citadas sociedades tienen obligación de incluir en esa información, se observa cómo, precisamente, los tipos de retribución contemplados por el art. 130.1 de la LSA representan un porcentaje decreciente o, sencillamente, inexistente. Así, las atenciones estatutarias no se contemplan en un total de 23 sociedades cómo supuesto de retribución. En 11, los administradores no reciben dietas. Entre las anteriores, son 7 las sociedades que no pagan ni atenciones estatutarias ni dietas.

Como se observa en el presente cuadro, la participación en los resultados prevista en los estatutos pierde cada vez más significación, como solución vigente en las sociedades del IBEX-35. No sólo porque un número de 23 no las reconozca, sino porque en las 12 en las que existe una retribución por esa vía estatutaria, su importancia es relativa si se compara con la remuneración agregada del Consejo.

(56) Véase la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el Informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades y Circular 1/2004 de la CNMV y las diversas referencias que contiene con respecto *“a la remuneración agregada de los consejeros”*.

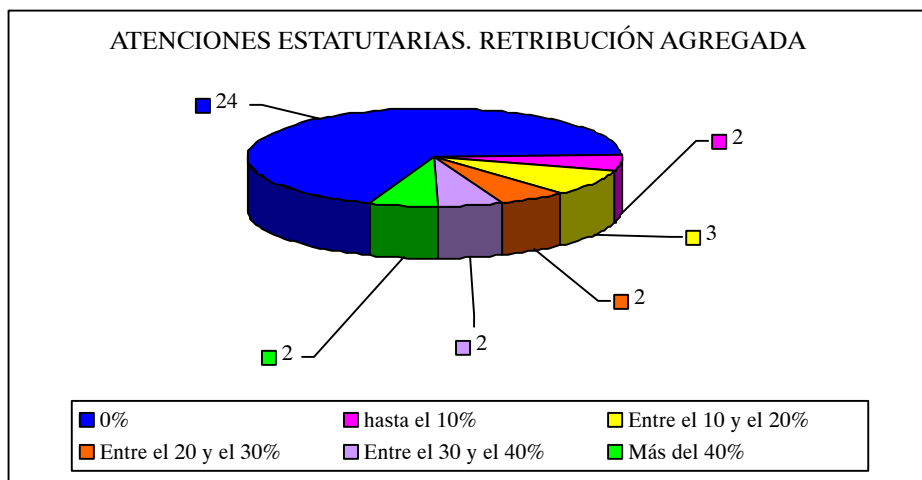


GRÁFICO 16

Es esa misma información la que permite contemplar la retribución con respecto a cada una de las categorías o clases de consejeros. Desde esa perspectiva, se advierte que la mayor parte de la retribución agregada se destina a los consejeros ejecutivos. Así, lo ha puesto de manifiesto la CNMV en su Informe 2005:

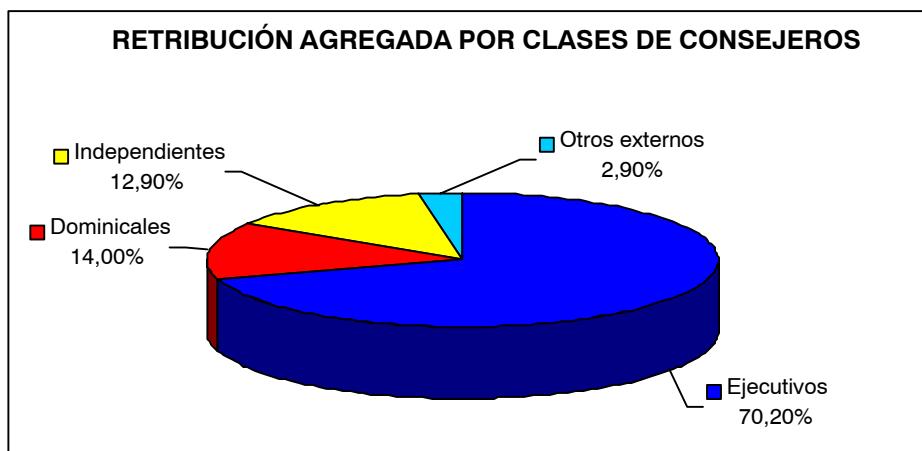


GRÁFICO 17

Los anteriores datos ponen de manifiesto que la retribución agregada no ofrece una adecuada información sobre la retribución de los consejeros, en particular por la falta de fundamento que se advierte de la presunción generali-

zada según la cual conlleva la simple condición de administrador en una sociedad cotizada una cuantiosa retribución. Así, los distintos estudios disponibles ponen de manifiesto que la retribución media en 2004 en las sociedades del IBEX-35 para los consejeros externos ascendía a 101.000 euros⁽⁵⁷⁾, o a 159.000 euros⁽⁵⁸⁾. Por contra, la retribución de los consejeros ejecutivos aparece como materialmente mayor.

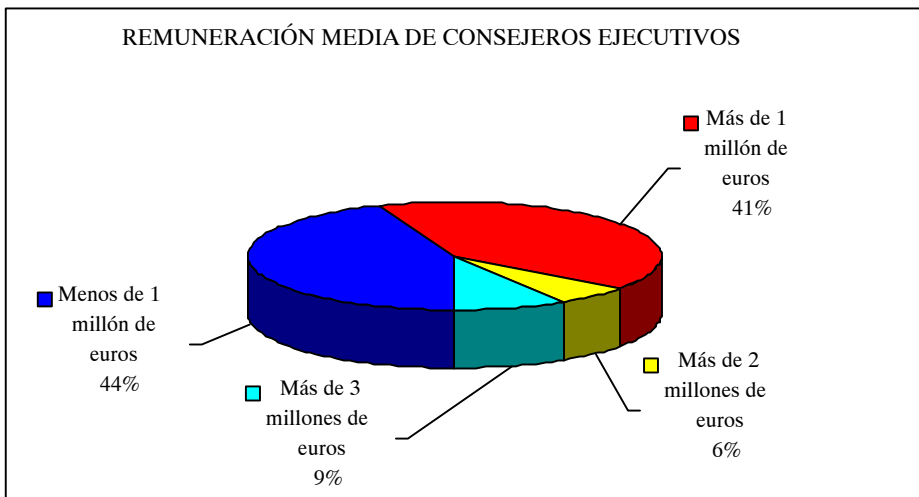


GRÁFICO 18

En el caso de los ejecutivos, el problema no radica sólo en la cuantía de la retribución, sino de forma especial en la correspondiente de sus indemnizaciones. Normalmente, éstas han quedado plasmadas en documentos que sólo son conocidos por la Comisión de Retribuciones y por el Consejo, pero de las que no se ha informado a la Junta general. Ello no ha impedido que algunas sociedades sí hayan optado por informar a la Junta general también de este concepto,

(57) Véase FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS, Observatorio de gobierno corporativo de las grandes sociedades cotizadas en el mercado de valores español (IBEX-35) 2004, *op. cit.*, p. 34. Allí se añade que la retribución media de esos consejeros ascendía a 70.000 euros si no se tomaba en cuenta la pertenencia a Comisiones y, además, que se había producido una sustancial subida con respecto a esa misma retribución media en 2003, que alcanzaba 50.000 euros.

(58) Véase CNMV Informe 2005, p. 37. Cabe considerar que esa diferenciación radica en que se tomaba en cuenta también las remuneraciones percibidas por el consejero de otras sociedades del grupo.

que ha estado en el origen de algunos procedimientos judiciales especialmente notorios de los últimos años⁽⁵⁹⁾.

Es previsible que la forma de informar en materia de retribución cambie radicalmente en breve. El motivo de ello será la incorporación de la Recomendación de la Comisión 2004/913/CE, de 14 de diciembre de 2004⁽⁶⁰⁾. El Código Conthe ha adoptado los criterios de la Recomendación que, en síntesis, imponen la elaboración de un informe o documento especial en esta materia y, sobre todo, que en el mismo se detalle la retribución que por todos los conceptos corresponde a cada uno de los consejeros, incluso tomando en consideración las retribuciones recibidas en otras sociedades del grupo. Sobre ese documento, la Junta general deberá pronunciarse por medio de un acuerdo, si bien cabe la posibilidad de dar al voto de los accionistas en este tema un carácter meramente consultivo.

III. CONCLUSIONES GENERALES

Hemos podido constatar que, en la práctica, la Junta general extraordinaria tiene una presencia poco significativa en la vida de las sociedades cotizadas. Todas ellas prefieren aprovechar el acto de celebración de la Junta de carácter ordinario para incluir esas cuestiones que, en teoría, son propias de las Juntas extraordinarias. Las motivaciones son varias: coste de la celebración, requisitos formales de publicidad a cumplir en relación con cada una de ellas, accionistas minoritarios con participaciones insuficientes para solicitar la convocatoria de una Junta extraordinaria (lo que explica que en las escasas celebradas, la iniciativa haya correspondido a los administradores).

Asimismo, la participación de los accionistas en la determinación del contenido de las Juntas, esto es, en la posible configuración de su orden del día, es poco relevante (situación que, entendemos, cambiará en futuros estudios que abarquen períodos temporales posteriores a la reforma incorporada por la Ley

(59) En los IGC el seguimiento de este punto es sencillo, toda vez que el apartado B.1.10 informa sobre qué órgano autoriza las “cláusulas de garantía o blindaje” y si se informa a la Junta general sobre las cláusulas.

De los IGC correspondientes a 2004, resulta que en una mayoría de las sociedades es el Consejo de Administración quien autoriza esas cláusulas, aunque son varias las que no detallan este extremo. En 28 sociedades, no se informó a la Junta de este tipo de cláusulas. Ha de indicarse que con ocasión de las Juntas aprobatorias de las cuentas anuales del año 2005, son cada vez más las sociedades que han optado informar a la Junta de este tipo de cláusulas.

(60) Recomendación relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los Consejos de las Empresas con cotización en Bolsa (DOUE L 385 de 29 de diciembre de 2004, pp. 55 y ss.).

19/2005). No obstante, es de destacar que, en muchos casos, se reconoce al accionista el derecho a emitir sugerencias sobre los asuntos a tratar, si bien, goza de un alcance poco significativo, ya que la inclusión de estos asuntos queda en última instancia sometida al juicio de los administradores, que son quienes deciden la conveniencia o interés que tales sugerencias revisten y, por consiguiente, si se incluyen o no en el orden del día correspondiente.

La regulación del derecho de información de los accionistas ocupa una parte esencial del contenido de los IGC. Aun cuando es reprochable el incumplimiento —en algunas sociedades— de la obligación de publicitar a través de la página web las propuestas de acuerdos que los Consejos elaboran con anterioridad a cada Junta, justo es decir que la preocupación de las sociedades del IBEX-35 respecto a este derecho de información se encuentra omnipresente tanto en sus IGC como en sus Reglamentos de Junta general. De hecho, casi todas ellas se ocupan de determinar con detalle el contenido de este derecho de información de los socios con el fin de mostrar que su autogobierno persigue un talante orientado a su “*ampliación*” respecto del contenido básico especificado en la Ley. Desafortunadamente, esta presunta “*ampliación*”, la mayor parte de las veces, no se hace efectiva, y los IGC únicamente se limitan a recoger —de forma, eso sí, muy profusa— los derechos básicos que ya ha reconocido nuestro ordenamiento. No obstante, debemos destacar que, en contadas ocasiones, se introducen algunas menciones interesantes que sí se traducen en una —modesta— ampliación del derecho de información de estos accionistas.

También es destacable que, en ocasiones, un número más o menos significativo de sociedades amplía o refuerza —tímidamente— las medidas de publicidad de las convocatorias de las Juntas u opta por la retransmisión en directo con el fin de reforzar la transparencia de todo el proceso para los accionistas; se puede por tanto decir que acogen anticipadamente, entre las normas que definen su autogobierno, algunas de las propuestas que contiene el Derecho proyectado europeo.

El Informe Aldama señala que uno de los principales objetivos del gobierno corporativo es la potenciación del papel de la Junta como órgano de decisión y control básico para la vida de la sociedad y la tutela de los intereses de los accionistas.

La Junta es el órgano supremo a través del cual se articula el derecho de los accionistas a intervenir en la toma de decisiones esenciales para la sociedad y censurar la gestión de los administradores. Para ello debe facilitarse la representación de los accionistas que no asistan a la Junta y la expresión de sus intereses a través del derecho de voto: ejercicio y delegación del voto por medios electrónicos o a distancia (art. 105 de la LSA), la representación por medios de comunicación a distancia (art. 106 de la LSA). En la práctica, estas medidas de potenciación de la participación de los accionistas en la toma de decisiones no

se han hecho efectivas. Lo que sucede es que ni todas las medidas que son necesarias, ni todas las medidas proyectadas por el legislador europeo han sido atendidas por nuestro legislador español.

Nuestro estudio empírico demuestra que la Junta ha perdido hoy en día gran parte de su protagonismo habiéndose subvertido de facto la jerarquía orgánica legalmente diseñada. La Junta no participa en la adopción de las decisiones que afectan al nombramiento de los administradores (limitándose a ratificar los efectuados por cooptación por el propio Consejo) y tampoco se han encontrado casos de acuerdos de cese o destitución de administradores.

Mostramos un cierto escepticismo sobre la efectividad de las medidas que se proponen para estimular o potenciar la participación en las Juntas.

En esta revitalización de la Junta podrían desempeñar un papel importante los Reglamentos siempre y cuando se profundice en materias de importancia, pudiendo ser una de ellas la que se refiere a las relaciones de los socios con la sociedad incluyendo las competencias implícitas de la Junta. Tal es el caso —aunque aislado— de INDITEX (el Código Conthe sí recoge en sus disposiciones adicionales una cláusula sobre esta materia). En general las cláusulas de los Reglamentos suelen limitarse a reiterar lo dispuesto en la ley o en los estatutos y las modificaciones introducidas en materia de asistencia, voto, información sobre todo a distancia son de escasa relevancia. Más aun, se reiteran normas de carácter dispositivo que podrían haber sido modificadas.

CUADRO N.º 2

“INFLUENCIA DE LA ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD EN LA CONSTITUCIÓN DE LA JUNTA Y EN LA ADOPCIÓN DE ACUERDOS” EN SOCIEDADES DEL IBEX-35

Sociedad	Estructura de la propiedad	Modificación quórum legal	Régimen adopción acuerdos	Restricción derecho voto
Acs	Concentrada 1	No	No	No
Abertis	Muy conc 2	No	No	No
Acciona	Concentrada 3	Sí	No	Sí (1/10)
Acerinox	Concentrada 4	No	No	Sí (10%)
Altadis	Concentrada 5	No	No	No
Antena3TV	Concentrada 6	No	No	No
B. Popular	Concentrada 7	No	Sí	No
B.Sabadell	Concentrada 8	No	No	100 €
B.Santander	Dispersa	No	No	No
BBVA	Dispersa	Sí	Sí	No
Bankinter	Dispersa	No	No	No
Cintra	Muy conc 9	No	No	No
Enagas	Conc. 10	No	No	No
Endesa	Dispersa 11	No	No	No
Fcc	Muy conc 12	Sí	No	No
Ferrovial	Muy conc 13	No	No	No
Gamesa	Conc. 14	No	No	No
Gas Natural	Conc. 15	No	No	No
Iberdrola	Conc. 16	Sí	Sí	Sí (10%)
Iberia	Conc. 17	Sí	No	No
Inditex	Conc. 18	Sí	No	No
Indra	Conc. 19	No	No	No
Mapfre	Muy conc. 20	No	No	No
Metrovacesa	Conc.21	No	No	No
Prisa	Muy conc. 22	No	No	No
Red Eléct.	Conc. 23	No	No	Sí (3%)
Repsol YPF	Conc. 24	No	Sí	Sí (10%)
Sacyr Valleh	Conc. 25	No	No	No
Sogecable	Conc. 26	No	No	No
Telecinco	Muy conc. 27	Sí	No	No
Telefónica	Conc. 28	No	No	Sí (10%)
Telefónica M	Muy conc. 29	No	Sí	No
Tpi	Muy conc. 30	No	No	No
Unión Fenosa	Conc.31	No	No	No

ANEXO AL CUADRO 2

ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD

1. LA CAIXA 23,96%, ACS 17,57%, CAIXA D'ESTALVIS 5,69%, SITREBA SL 5,50%
2. G. ENTRECANALES 59,51%
3. CF ALBA SA15,52%,CF ARLOR SA 9,29%, INVERSIONES VERSAN 5,97%
4. N. STEEL CORP, LMT 10,93%, CF ALBA 10,50%, OMEGA K SL 9,87%, EGERTON DOLLAR FUND 1,05%, EGERTON EQUITY FUND 1,02%
5. CHASE NOMINEES 15,14%, EC NOMINEES10,24%, FRANKLIN RESS 5,39%, FIDELITY 3.98%
6. BSCH 10%, KORT GEDING 33,51%, RTL GROUP 17,26%
7. ALLIANZ 9,06%, TOP BREACH HOLDING 5,37%
8. LA CAIXA 14,75%, BCO COMERCIAL PORTUGUÉS 3%
9. GRUPO FERROVIAL 62,03%
10. GAS NATURAL 26,10%, CAJASTUR 5%, ATALAYA INVERSIONES 5,022%, BP ESPAÑA 5%
11. CAJA MADRID 5,010%, LA CAIXA 5,004%, CHASE 5,732%
12. ACCIONA 15,05%, B 1998 SL 52,607%
13. PORTMAN 40,53%
14. IBERDROLA 6,001%, CORPORACIÓN IBV SERVICIOS Y TECNOLOGÍAS 25,779%, NEFINSA 21,285%
15. LA CAISA 23,96%, ACS 17,57%, CAIXA D'ESTALVIS 5,69%, SITREBA SL 5,50%
16. BBVA 8,6%, BBK 7,5%, CAJA ESPAÑA 0,66%, CAJA DUERO 0,59%, CAJA BURGOS 0,36% y 3 CAJAS MÁS CON 0,1% CADA UNA
17. CAJA MADRID 9,7%, BA 9,7%, BBVA 7,4%, LOGISTA 6,5%, CORTE INGLÉS 2,9%, CORP. FINAN.GALICIA 3,4%
18. ROSALÍA MERA 6,993%, ROSP CORUNNA PARTICIPACIONES EMPRESARIALES 6,993%
19. CAJA MADRID 10,026%, CHASE NOMINES LTD 10,081%, STATE ST. BANK 6,49%, FIDELITY INT. LTD 1,846%

20. MAPFRE MUTUALIDAD 55,7%
21. GRUPO EMPRESAS HC 5%, CRESA PATRIMONIAL 11,239%, EXPON-AN 5,66%, PGGM PRISIONES FONDOS 8,62%, BANCAJA 6,013%.
22. ARTISAN PARTNERS LTD. PART 5,155%, PROMOTORA PUBLICACIONES, S.L. 44,535%, TIMÓN, S.A. 18,421%
23. SEPI 28,5%
24. CAIXA 14,12%, BBVA 5,17%, PETROLEOS MEXICANOS 4,8%, CHASE NOMINES LTD 9,356%
25. FINAVAGUE, S.L. 5,257%
26. TELEFÓNICA, S.A. 23,831%, PRISA 23,004%, CAJA MADRID 5,025%, CORPORACIÓN GENERAL FINANCIERA 3,873%, EVENTOS, S.A. 3,23%
27. BERLUSCONI 50,135%, VOCENTO 13%, CHASE NOMINES LTD 5,018%
28. CAIXA 5,377%, BBVA 5,731%
29. TELEFÓNICA S.A. 92,457%
30. TELEFÓNICA 59,899%
31. BSCH 22,022%, CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRÁNEO 4,04%, BCO PASTOR 3,81%, CAIXANOVA 4%, CORPORACIÓN CAIXA GALICIA 5,369%

NOTICIAS

1. MODIFICACIÓN DE LA SEGUNDA DIRECTIVA EN MATERIA DE SOCIEDADES

La Directiva 2006/68/CE (publicada en el DO de la Unión Europea de 25.9.2006) ha modificado la segunda Directiva en materia de sociedades (77/91/CEE de 13 de diciembre de 1976), que tenía por finalidad la protección de los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como el mantenimiento y la protección de su capital.

La finalidad de la modificación de la segunda Directiva es su pretensión de liberar a las sociedades anónimas de determinadas medidas que restringen su régimen y a las que ya se hizo referencia en el informe de la cuarta fase del “proceso de simplificación de la legislación del mercado interior” (SLIM, de septiembre de 1999, documento XV/6037/99), que fueron aludidas en la Comunicación de 21 de mayo de 2003 de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo sobre “Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea-Un plan para avanzar” (documento COM, 2003, 284 final). La propuesta de Directiva de la Comisión (de 29.10.2004, COM 2004/740), tras el informe del Comité Económico y Social de 13 y 14 de julio 2005 (DO de la UE de 25.11.2005 y el Informe del Parlamento Europeo de 28.2.2006 (A6-0050/2006) ha sido finalmente aprobada por el Parlamento y el Consejo como Directiva y publicada en la fecha indicada.

a) El primero de los puntos a los que se refiere la Directiva que modifica la anterior, se centra esencialmente, en primer lugar, en la facultad de los Estados miembros de no aplicar la garantía de la valoración de las aportaciones no dinerarias por medio de la intervención de un experto independiente designado por una autoridad administrativa o judicial, cuando el objeto de aportación sean valores mobiliarios negociados en mercados organizados ⁽¹⁾ o instrumentos del

⁽¹⁾ Designados en la traducción francesa e italiana como “valores mobiliarios” definidos por la Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros “como: a) acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, asociaciones u otras entidades y certificados de depósito representativos de acciones; b) obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los certificados de depósito representativos de tales valores; c) los demás valores que dan derecho a adquirir o a vender tales valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas.

mercado monetario⁽²⁾ siempre que estos valores o instrumentos financieros sean valorados a un precio medio ponderado durante un período de tiempo que se determinará en la legislación nacional. También los Estados miembros podrán acordar admitir la validez de aportaciones no dinerarias de otros bienes sin intervención de un experto independiente designado por una autoridad judicial o administrativa, cuando exista un acuerdo del órgano de administración o de dirección siempre que se cumplan las condiciones de que el bien haya sido valorado por un “experto independiente reconocido”⁽³⁾ (no se habla de su designación por la autoridad administrativa o judicial) a un precio razonable en una fecha no superior a los seis meses de la aportación y tal valoración se ha efectuado de acuerdo con los principios y normas generalmente reconocidos en el Estado miembro aplicables a los bienes que se aportan. Los Estados miembros podrán optar porque la decisión del órgano de administración o de dirección a la aportación no dineraria mediante bienes (diversos a los valores o instrumentos financieros indicados) se efectúe sin intervención del experto independiente, siempre que el valor razonable de cada uno de los bienes que se aportan resulte de las cuentas anuales del ejercicio anterior que hayan sido sometidas a una auditoría externa de acuerdo con la Directiva 2006/43/CE.

En el caso de que nuevas circunstancias puedan modificar de modo sensible el valor razonable de los bienes en el momento de su aportación, deberá efectuarse una nueva valoración por iniciativa y bajo la responsabilidad del órgano de administración o de dirección, mediante la intervención de un experto independiente autorizado por la autoridad administrativa o judicial. Si no se hiciera esta nueva valoración a iniciativa del órgano de administración o de dirección, el accionista o los accionistas que posean más del 5% del capital social podrán solicitar antes de la fecha en que se realice la aportación, que se efectúe esa valoración por un experto independiente designado por las autoridades judicial o administrativa.

Cuando la aportación no dineraria (en bienes diversos a los valores o instrumentos financieros indicados) se efectúe sin intervención de experto independiente designado por la autoridad competente, habrá de publicarse un infor-

(2) Definidos por la Directiva 2004/39/CE citada anteriormente como “las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario, como bonos del Tesoro, certificados de depósito y efectos comerciales, excluidos los instrumentos de pago”.

(3) La versión inglesa emplea los términos de un *recognised independ expert*, la italiana de un *esperto indipendente abilitato*, la francesa omite calificativo alguno pues habla sólo de un *expert indépendant*, la portuguesa de *perito independente reconhecido*, la alemana de *anerkannten unabhängigen Sachverständigen*. Quizá, conforme el artículo 346 de la LEC, el carácter de “reconocido” haya de referirse a la posesión del título oficial que corresponda a la materia objeto del dictamen” de valoración del bien que se aporte.

me en el que se describa la aportación no dineraria, su valor, el origen de esa valoración y, en su caso el método de valoración seguido, la precisión de que el valor asignado ha cubierto el valor nominal de las acciones y, en su caso, la prima de emisión que han implicado, así como que no han aparecido nuevas circunstancias respecto a la valoración original. Tal informe habrá de inscribirse en el Registro mercantil y publicarse su inscripción en el BORME.

Regula la Directiva el régimen de las aportaciones no dinerarias sin informe del experto independiente autorizado por autoridad administrativa o judicial, en el caso de aumento de capital autorizado [frente al criterio del artículo 153.1.b), de la LSA que lo limita a las aportaciones dinerarias] cumpliendo las normas de la Directiva. En tal caso, en el anuncio de la convocatoria de la junta general referente al aumento de capital los administradores habrán de publicar, además, el informe antes indicado.

La Directiva establece que todo Estado miembro ha de adoptar las garantías adecuadas para el cumplimiento de lo que en ellas se prevé para el caso de aportaciones no dinerarias (en bienes diversos a los valores o instrumentos financieros indicados) sin intervención de un experto independiente.

b) Un segundo aspecto del que se ocupa esta Directiva es el de regular, con respeto al principio de paridad de tratamiento de los accionistas que se encuentren en situaciones idénticas, la adquisición por la sociedad de acciones propias, bien directamente o por medio de una personas que actúe en nombre propio pero por cuenta de la sociedad. Adquisición que se ha de efectuar en todo caso respetando las normas de la Directiva 2003/6/CE relativa al abuso de informaciones privilegiadas y a la manipulación del mercado (abuso de mercado). A estos efectos, conviene recordar que esta Directiva declara en sus consideraciones preliminares que la estabilización de los instrumentos financieros o la negociación con acciones propias en programas de recompra “pueden ser legítimas, en determinadas circunstancias, por razones económicas, y no deben por tanto considerarse en sí mismas como abuso del mercado. Deben elaborarse —sigue diciendo ese considerando— unas normas comunes para proporcionar una orientación práctica” (número 33). El artículo 8 de esa Directiva 2003/6/CE establece que las prohibiciones que establece no se aplicarán a las operaciones con acciones propias en programas de recompra ni a la de estabilización de un instrumento financiero, siempre que la operación se realice “de acuerdo con las medidas de ejecución adoptadas de conformidad con el procedimiento mencionado en el apartado 2 del artículo 17” (precepto que prevé la posibilidad de dictar la Comisión normas reglamentarias). Puede hacerse notar, que el Proyecto de Ley sobre modificación del régimen de las OPAS y de la transparencia de los emisores que se encuentra en nuestro Congreso de Diputados contiene un nuevo artículo 53 bis de la LMV sobre la publicidad de las operaciones de la sociedad respecto a las acciones propias, con remisión a normas reglamentarias.

La Directiva 2006/68/CE ofrece una nueva redacción del apartado 1.º del artículo 19 de la segunda Directiva, partiendo de la libertad de los Estados miembros de permitir o no a las sociedades la adquisición de sus propias acciones. La primera parte de ese apartado mantiene un régimen semejante al precedente con relación a la adquisición de las propias acciones, pero tal régimen se completa y altera de forma importante en la segunda parte de ese apartado 1. Uno de los aspectos más llamativos es que mientras la segunda Directiva establecía que la prohibición de la autocartera superase en cualquier caso el 10% del capital social, el nuevo régimen establece que en el caso de que la adquisición de las propias acciones se declare lícita por el Estado miembro, éste podrá fijar un límite, pero “no podrá ser inferior al 10% del capital suscrito”. De manera que ese porcentaje del 10% ha pasado de ser un límite máximo, a ser uno mínimo. Además la nueva Directiva establece respecto a la adquisición de las propias acciones la posibilidad de una autorregulación de esta materia por los estatutos sociales, fijando determinadas pautas de la misma, que aluden a las menciones que deben recogerse en los estatutos. Es importante hacer notar que la Directiva declara que este régimen de adquisición de las propias acciones que establezcan los estatutos tiene el límite de que no puede perjudicar los intereses de los acreedores.

c) Otro aspecto regulado por la nueva Directiva radica en el cambio radical que introduce respecto al régimen sobre la asistencia financiera por parte de la sociedad para la adquisición de sus acciones por terceros. Frente al principio de la prohibición existente en la segunda Directiva de asistencia financiera por parte de la sociedad para la adquisición de sus acciones, el nuevo apartado 1.º del artículo 23 que introduce la Directiva de modificación autoriza a la legislación del Estado miembro para que permita a la sociedad, directa o indirectamente, adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantía para la adquisición de sus acciones por un tercero. Esta asistencia financiera se somete sin embargo a ciertas condiciones que en esencia son que las transacciones deben hacerse por los administradores a precios de mercado, que los administradores deben presentar las transacciones a la aprobación previa de la junta general, que la asistencia financiera total concedida a los terceros no pueda en ningún momento tener efecto de reducir el activo neto de la sociedad por debajo de importe del capital social. Además se establece que el tercero ha de adquirir, o en su caso suscribir, las acciones de la sociedad a un precio razonable.

Añade esta Directiva un artículo 23 bis que se refiere al supuesto de que el beneficiario de la asistencia financiera sea un miembro del órgano de administración o de dirección de la sociedad o de la sociedad dominante o bien, la propia sociedad dominante. En tal caso el Estado miembro debe garantizar, mediante las medidas de salvaguardia adecuadas, que esa operación no será contraria a los intereses de la sociedad.

d) Finalmente la nueva Directiva hace referencia a dos aspectos de menor alcance. Por un lado, el artículo 32.1 mantiene el derecho de oposición de los acreedores en el caso de reducción de capital en términos similares a la segunda Directiva, pero añade un segundo párrafo que obliga a los Estados miembros a fijar las condiciones, para que las autoridades administrativas o judiciales faciliten el ejercicio de ese derecho por los acreedores. Por otro, el artículo 41.1 contiene alguna precisión de detalle, siguiendo una línea similar al de la segunda Directiva, sobre la posibilidad de que los Estados miembros puedan no aplicar alguna norma de los artículos que menciona cuando fuere necesario para favorecer la participación de los trabajadores o de otras categorías de personas determinadas en el capital de las empresas.

Fernando Sánchez Calero

2. INFORME DEL TAKEOVER PANEL SOBRE EL EJERCICIO 2005-2006

Puntual a su cita, el *Takeover Panel* (en adelante, “el *Panel*”) ha publicado el Informe relativo al ejercicio 2005-2006, cerrado a 31 de marzo de 2006, donde, junto a una exposición sucinta de la estructura y funciones del *Panel*, se recapitulan sus actividades durante el referido período en su función de administración del *City Code on Takeovers and Mergers* (en adelante, “el *Code*”).

En su relato de los hechos más destacados del ejercicio, Peter Scott, Presidente del *Panel*, subraya el crecimiento en el número de ofertas, que han pasado de 114 a 151 en el ejercicio cerrado. Enfatiza cómo, desde que es Presidente, no puede evitar hacer referencia a la Decimotercera Directiva (Directiva de OPA’s), respecto de cuya transposición por medio del Proyecto de Reforma de la Ley de Sociedades está satisfecho, en la medida en que se salvaguarde la independencia del *Panel*, si bien éste tiene provisionalmente asumidas algunas funciones regulatorias en tanto no concluya la tramitación parlamentaria de la Ley. Alude, igualmente, a los cambios producidos en el organigrama rector del *Panel* durante el ejercicio.

En su informe, Donald Brydon, Presidente del *Code Committee*, expone los trabajos de revisión y propuestas de modificación del *Code*, para adaptarlo al desarrollo del mercado y a los cambios legislativos. Se han publicado en el ejercicio cinco nuevos Documentos de consulta (“*Public Consultation Papers*”

o “PCP”) y seis Declaraciones de respuesta (“*Response Statements*” o “RS”). La RS 2004/4 se publicó en abril de 2005, conteniendo enmiendas para restringir la invocación de condiciones y pre-condiciones de las ofertas. La RS 2005/2, de agosto de 2005, recoge nuevas definiciones de los conceptos de “interés en los valores” (*interests in securities*) y “negociaciones” (*dealings*) en las operaciones de derivados y opciones. En este mismo ámbito, la RS 2005/3 abordó diversas enmiendas en relación con cuestiones de control, equiparando las posiciones sobre opciones y derivados a posiciones accionariales, manifestándose en la misma (así como en la RS 2005/2) que el *Panel* revisará todo el régimen vigente en junio de 2007. Por su parte, la RS 2005/4, de abril de 2006, eliminó las SARs (Reglas sobre Adquisiciones Relevantes de Acciones) —excepto la SAR 4 relativa a las ofertas— a partir de 20 de mayo de 2006, por considerar inapropiado mantener reglas que impidieran adquirir o enajenar acciones en casos en que no hubiera un cambio de control. Aparte de esas actividades, el Comité examinó igualmente los cambios precisos para adaptarse a la nueva regulación derivada de la Decimotercera Directiva, incluyendo una nueva introducción y nuevos principios generales, así como nuevas definiciones y cambios detallados en las reglas, novedades que entraron en vigor igualmente el 20 de mayo de 2006. También en el ejercicio, el Comité adoptó nuevas reglas de procedimiento del Comité de Audiencias (el *Hearings Committee*, que revisa las decisiones del *Executive* y resuelve cuestiones disciplinarias), y llevó a cabo enmiendas misceláneas (entre otras, para adaptar algunas reglas a la Directiva sobre el Folleto Informativo), por medio de la RS 2006/1.

El nuevo Director General, Mark Warham, expone también los hechos más relevantes del ejercicio, comenzando —cómo no— con la Decimotercera Directiva, agradeciendo la colaboración del *Department of Trade and Industry* para su transposición. Subraya que, a su juicio, ésta no implicará cambios prácticos de profundidad en la actividad diaria del *Executive*. Destaca el cambio en la Regla 8.3 del *Code* (en virtud de la cual ahora se computan también las opciones y derivados a efectos de determinar el umbral de titularidad del 1% de la sociedad opada que obliga a comunicar la participación), que ha llevado a realizar cambios en la configuración de la Lista de Comunicaciones del *Panel* y que ha supuesto que el 12% de las operaciones se hayan comunicado (en especial por *hedge funds*) como consecuencia de la nueva regulación. Tras una revisión de los intermediarios que actúan en el mercado de Londres y una ulterior consulta pública, se introdujo el estatuto de Intermediario Reconocido (RI), con el objeto de determinar qué operadores están en condiciones de actuar en el mercado con plenas garantías de igualdad para los clientes. Asimismo, señala que en el ejercicio se publicaron seis Declaraciones de Práctica (*Practice Statements*), que ofrecen orientación informal —no vinculante— sobre los criterios habitualmente aplicados por el *Executive* en la interpretación y aplicación del *Code*. Por último, subraya que en este ejercicio el superávit ha alcanzado la

cifra de 3.239.868 libras (frente a 499.167 libras en el año anterior), y que, con la transposición de la Decimotercera Directiva, se espera una reducción de los gastos profesionales.

Demostrando la solidez de los planteamientos de las decisiones del *Executive*, se subraya que, como en ejercicios anteriores, el *Appeal Committee* no se ha reunido, al no haberse planteado apelación alguna. Actualmente, el Comité de Apelaciones resuelve los recursos contra las decisiones del Comité de Audiencias respecto de revisiones de los acuerdos del *Panel Executive*.

Respecto de los comunicados más importantes emitidos en el ejercicio, cabe destacar los relativos a *Manchester United plc*, *Urbium plc*, *Rentokil Initial plc*, *Somefield plc*, *East Surrey Holdings plc*, *Aegis Group plc*, *London Stock Exchange plc*, *First Technology plc*, *Lookers plc*, *Parity Group plc* y *BAA plc*.

(En relación con informes del *Panel* de años anteriores, cfr., por todas, DOMÍNGUEZ RUIZ DE HUIDOBRO, *RDBB* 100, pp. 256-258).

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

3. NUEVAS ACTUACIONES DE LA CNUDMI EN MATERIA DE REGULACIÓN DE GRUPOS ANTE UN PROCEDIMIENTO CONCURSAL

Es un hecho notorio la atención que los últimos años viene dedicando la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI) a la armonización y unificación del régimen de la insolvencia, de manera que existe un Grupo de Trabajo específicamente creado al efecto [se trata del Grupo de Trabajo V (régimen de la insolvencia)]; para una información general, véase el *Informe de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional sobre la labor realizada en su 39.º período de sesiones*, A/61/17, Nueva York 2006, pp. 38-39]. El Grupo de Trabajo tenía previsto celebrar en el mes de diciembre de 2006 un nuevo período de sesiones en el que resultaba relevante la orientación de sus futuras actuaciones hacia unos concretos temas dentro del catálogo de propuestas que se habían presentado anteriormente a la Comisión en esta materia. Tales propuestas se ocupaban del tratamiento de los grupos de sociedades en un procedimiento de insolvencia [véase mi trabajo “La insolvencia de los grupos como posible labor futura de la CNUDMI”, *ADCo* 6 (2005), pp. 339 y ss.], de los denominados protocolos de

insolvencia transfronterizos, de la financiación posterior a la apertura del procedimiento en supuestos de organización de empresas de ámbito internacional, de las responsabilidades y obligaciones del personal directivo y de los administradores en casos de insolvencia actual o inminente y, por último, del fraude comercial en relación con la insolvencia.

De este catálogo de propuestas la Comisión se propuso dar preferencia al tratamiento de tres cuestiones: los grupos de sociedades, los protocolos transfronterizos y la financiación posterior a la apertura de un procedimiento. Esos temas fueron tratados en un Coloquio Internacional que tuvo lugar del 14 al 16 de noviembre de 2005 y en el que se abordaron aspectos muy interesantes sobre la futura normativa uniforme destinada a los grupos (sobre el desarrollo del Coloquio y un resumen de lo tratado, véase la Nota de la Secretaría de la CNUDMI, de 7 de marzo de 2006, A/CN.9/596). La Comisión ya alertó en ocasiones anteriores, sobre un hecho obvio y es que ninguno de esos temas resultaban completamente ajenos a sus propios trabajos. Así, el problema de los grupos de sociedades y el concurso de las sociedades integradas en los mismos ya había sido abordado en la Guía Legislativa sobre el régimen de la insolvencia, así como la Ley Modelo sobre la insolvencia transfronteriza de 1997 también contenía menciones que guardaban relación con los protocolos de insolvencia transfronterizos (véase al respecto la Nota de la Secretaría de la CNUDMI, de 11 de abril de 2006, A/CN.9/597). La Ley Modelo ha influido sobre las leyes ya aprobadas por numerosos Estados, destacando las regulaciones adoptadas en Estados Unidos y en el Reino Unido [véase la Nota de la Secretaría de la CNUDMI, de 29 de mayo de 2005, A/CN.9/601; también SEALY, L., “Cross-Border Insolvency Regulations 2006 in force”, Sweet & Maxwell’s, Company Law Newsletter 7 (2006), pp. 1 y ss.]. En definitiva, lo que se planteaba era profundizar en lo que habían sido hasta ahora trabajos iniciales en ese campo.

La principal decisión de la Comisión al respecto ha sido precisamente, la de encomendar al Grupo de Trabajo especialmente dedicado a la insolvencia, que dedique durante el año 2006 parte de sus trabajos a analizar las recomendaciones apropiadas que la Comisión debería de llevar a cabo. En esa labor, las orientaciones del Grupo de Trabajo señalan que la cuestión de la financiación posterior al concurso podía abordarse dentro de lo que es el tratamiento general de la insolvencia de grupos de sociedades. Se encomendaba en particular que se lleve a cabo una recopilación de la experiencia práctica por medio de consultas con jueces y profesionales de la insolvencia en el ámbito internacional. A tal efecto, la Secretaría de la Comisión puso a disposición de los miembros del Grupo de Trabajo para esa sesión que iba a tener lugar a finales del año 2006 una interesante documentación que, junto con las deliberaciones oportunas, deberían de permitir concluir los trabajos del Grupo específico elaborando un Informe que debiera de ser presentado a la Comisión para que ésta lo debatiera en el período de sesiones que deberá de tener lugar a principios del año 2007.

De toda esta relación de actividades uniformes, lo que cabe esperar es una mejor contribución al problema relevante de la insolvencia de empresas multinacionales en las que la existencia de distintas sociedades vinculadas es una nota característica (como planteamiento inicial de términos y problemas, *vid.* la Nota de la Secretaría de 4 de octubre de 2006, “Tratamiento de los grupos de sociedades en un procedimiento de insolvencia”, A/CN.9/WG.V/WP.74, 18 pp. Esta tarea se integra en los trabajos de muchas otras organizaciones internacionales que impulsan actividades de armonización y unificación del Derecho concursal (véase una referencia a estos trabajos en la Nota de la Secretaría de la CNUDMI, de 11 de abril de 2006, A/CN.9/598, p. 14 y ss.).

Juan Sánchez-Calero Guilarte

4. FRANCIA ELIMINARÁ LA PROHIBICIÓN DE LOS CLUBES DE FÚTBOL DE COTIZAR EN BOLSA

El pasado 11 de octubre la Asamblea Nacional francesa aprobó la modificación de la Ley número 84-610, de 16 de julio de 1984, relativa a la organización y la promoción de las actividades físicas y deportivas, para permitir a las sociedades anónimas de naturaleza deportiva apelar al ahorro público como modo de financiación. Hasta el momento, su artículo 13 prohibía a este tipo de sociedades cotizar en bolsa, lo que afectaba fundamentalmente a los clubes de fútbol. Esta ley fue refundida junto con otras normas de regulación deportiva en el denominado *Code du Sport (CdS)* francés, de manera que la modificación afectará fundamentalmente a este último.

Partiendo de las peticiones realizadas por varios clubes de fútbol de la Primera División francesa (L1) —entre los que destaca el *Olympique de Lyon*—, y habiendo realizado una primera invitación a las autoridades francesas en abril de 2004 para atenuar la prohibición de cotizar en bolsa para las sociedades anónimas deportivas, la Comisión Europea dirigió en diciembre de 2005 un aviso motivado al Gobierno francés conforme con el procedimiento establecido en el artículo 226 TCE sobre ilegalidad comunitaria. La Comisión exponía que la prohibición de cotizar en bolsa, en los términos en que se encontraba recogida en la normativa francesa, era contraria al artículo 56 del Tratado de la Comunidad Europea (TCE) relativa a la libre circulación de capitales. Si bien las libertades del mercado interior pueden ser objeto de restricciones puntuales por motivos de interés general y siempre conforme con los límites establecidos a

este respecto por la jurisprudencia comunitaria, la Comisión interpretaba que una prohibición absoluta de acudir al ahorro público para financiarse constituía una medida desproporcionada que no se correspondía con los objetivos de protección al accionista o fomento de la igualdad deportiva entre clubes. La inadvertencia del aviso por parte de Francia habría tenido como consecuencia la presentación de un recurso ante el Tribunal de Justicia de Luxemburgo.

Con la intención de adaptar la legislación francesa a los imperativos de la Comisión, el pasado 21 de septiembre de este año fue presentado en Consejo de Ministros un proyecto de modificación de ley conocido como “proyecto *Lamour*”. Las modificaciones que introduce el nuevo texto parten de la derogación del contenido del art. 122-8 CdS, donde aparecía expresamente recogida la prohibición descrita. A partir de ahora, el capital de este tipo de sociedades podrá estar compuesto, además de por acciones nominativas, por acciones al portador cuando la sociedad haga una llamada pública al ahorro (art. 122-5 CdS). De manera complementaria, si bien antes se establecía que el beneficio de las sociedades unipersonales deportivas de responsabilidad limitada y de las sociedades anónimas deportivas habría de estar subordinado a la constitución de reservas que no podían ser objeto de distribución, ahora se hace expresa la excepción a esta regla, de manera que las sociedades anónimas deportivas que coticen en bolsa sí podrán distribuir sus beneficios (art. 122-10 CdS).

Esta modificación, que permite la salida a bolsa de los clubes de fútbol franceses, se encuentra sometida a una condición. Se recoge en la nueva redacción del art. 122-8 CdS. Este precepto dispone que, con vistas a la emisión o la cesión pública de instrumentos financieros que otorguen acceso al capital o a los derechos de voto conforme a lo explicado anteriormente, las sociedades anónimas de carácter deportivo han de insertar en el folleto de admisión (v. L. 412-1 del *Code Monétaire et Financier*), las informaciones relativas a su proyecto de desarrollo de actividad deportiva y de adquisición de activos destinados a reforzar su estabilidad y perennidad. Este artículo tiene una relevancia esencial, por cuanto solamente podrán acudir al mercado de capitales, aquellos clubes que tengan un activo permanente, como pudieran ser sus instalaciones deportivas o, más concretamente, su estadio. Con esta medida se pretende, por un lado, proteger a los inversores, y por otro, obligar a los clubes a desarrollar actividades comerciales complementarias a la estrictamente futbolística, que permitan asentar sus cotizaciones no solamente en los resultados deportivos obtenidos (esto es, títulos de competición conseguidos o fichajes de jugadores), sino en una actividad económica consolidada y diversificada. Un ejemplo a este respecto podría ser el propio *Olympique de Lyon*, cuyos beneficios derivan en gran parte de actividades distintas a las deportivas.

A favor de la apertura a bolsa de las sociedades anónimas deportivas se ha argumentado que la adquisición de capital permitirá un saneamiento de muchos de estos clubes, los cuales, se encuentran en la actualidad sumidos en serias

crisis económicas. A este respecto, se añade que la aplicación eficiente de criterios de actuación propios de las sociedades cotizadas fomentará la transparencia contable, mejorará su gestión y, consecuentemente, su rendimiento financiero.

Por su parte, los argumentos contrarios a la cotización en bolsa de los clubes de fútbol se basan fundamentalmente en que la misma no estaría determinada exclusivamente por la mejor o peor gestión de sus directivos, sino en gran medida, por los resultados obtenidos por los equipos en el terreno de juego. Se habla así de “volatilidad” en las cotizaciones, definida en torno a dos efectos contrapuestos (los denominados “efectos del lunes”): por un lado, se encuentra la infravaloración de los títulos que podría derivar de una derrota puntual o de la pérdida de un título deportivo; por otro, la sobrevaloración de las acciones que podría producirse tras la victoria en un disputado derbi. Otro aspecto a tener en cuenta es la eventual necesidad de comunicar a la autoridad reguladora nacional aspectos tales como los fichajes de jugadores, teniendo en cuenta que habrían de ser considerados como “hechos relevantes” de obligatoria puesta en conocimiento. Esta circunstancia dificultaría las dinámicas actuales de compra y venta de futbolistas en el mercado. Finalmente, existe otra tensión, en este caso no respecto de los inversores, sino de los aficionados de los equipos. Como es lógico, este último grupo se opondrá a que los beneficios de la sociedad sean repartidos entre sus accionistas y no destinados exclusivamente al desarrollo de las actividades deportivas.

El debate sobre la cotización en bolsa de los clubes de fútbol se inició en Inglaterra a principio de los años 90 con la salida a bolsa de equipos tales como el *Manchester United*. Este club ha obtenido un alto rendimiento derivado de esta operación, teniendo en cuenta que cuando salió a bolsa en 1991 tenía una capitalización de 74 millones de euros, y a principios de la presente década, alcanzaba una valoración de 511 millones de euros. Menos fortuna han tenido otros equipos como el *Aston Villa* o el *Newcastle*, quienes han rebajado drásticamente su capitalización. En realidad, de los 20 clubes que han llegado a cotizar en la Bolsa de Londres, solamente un número muy reducido han conseguido resultados positivos. En Italia, varios equipos llegaron a estudiar esta posibilidad. Algunos, como el Bolonia, anunció que cotizaría en la Bolsa de Londres, debido a las restricciones de acceso al mercado que se establecían en Milán. En España, existe cierta reticencia a abrir esta posibilidad de financiación. Si bien clubes como el Atlético de Madrid y el Real Club Deportivo Español han considerado con ambición esta opción, lo cierto es que los clubes directores de la Liga de Fútbol Profesional (Real Madrid C.F. y F.C. Barcelona, fundamentalmente) son radicalmente contrarios a la iniciativa. Como señalábamos anteriormente y recogía la prensa a finales de los 90, el miedo para estos clubes es perder el control efectivo del juego, pues se desconoce realmente si “cotizará la acción o la pasión”.

En cualquier caso, será necesario esperar a ver cuál es el resultado de la modificación en Francia. El texto se encuentra actualmente en el Senado y no verá la luz definitivamente hasta finales de este año. La experiencia en Francia servirá de orientación para modificar en su caso la normativa española en este ámbito.

Juan Ignacio Signes de Mesa

5. ADHESIÓN DE LA COMUNIDAD EUROPEA A LA CONFERENCIA DE LA HAYA DE DERECHO INTERNACIONAL PRIVADO

Con fecha 26 de octubre de 2006, se ha publicado la *Decisión del Consejo de 5 de octubre de 2006 sobre la adhesión de la Comunidad a la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado* (DOUE L 297).

La Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado, creada en 1893, trabaja por la unificación progresiva de las normas del Derecho Internacional Privado. Su estatuto se firmó en esa ciudad holandesa el 31 de octubre de 1951 y entró en vigor el 15 de julio de 1955, habiendo adoptado 37 convenios internacionales hasta el de 30 de junio de 2005. Forman parte de la misma 65 Estados y 120 países están asociados a sus trabajos.

Desde la entrada en vigor —con fecha 1 de enero de 1999— del Tratado de Amsterdam de junio de 1997, la Comunidad Europea tiene competencias para adoptar medidas en el campo de la cooperación judicial en materia civil con implicaciones transfronterizas en la medida necesaria para el correcto funcionamiento del mercado interior. Dado que el artículo 2A del Estatuto revisado de la Conferencia de La Haya permite a la Comunidad, como organización de integración económica regional, ser miembro de aquélla, el Consejo Europeo autorizó el 28 de noviembre de 2002 a la Comisión Europea iniciar las negociaciones y solicitar la adhesión.

Así pues, a la vista del resultado satisfactorio de las negociaciones, se acordó la adhesión a la Conferencia, formalizada mediante la Decisión comentada. Debe destacarse que, en virtud de los derechos que les confieren sus respectivos Tratados de Adhesión, Reino Unido e Irlanda participan en su adopción, en tanto que Dinamarca no, por lo que no queda vinculada ni sujeta por ella.

La Comunidad debe comunicar a la Conferencia las materias en las que los Estados miembros le han cedido competencias, debiendo tomar en considera-

ción que, como se indica por la propia Decisión, el alcance de tales competencias “está sujeto, por su propia naturaleza, a una evolución constante”, lo cual podría dar lugar a cambios en el repertorio de competencias, que habrían de ser comunicadas oportunamente a la Conferencia.

En general, la Comunidad dispone de competencias internas para adoptar medidas generales sobre Derecho Internacional Privado, en particular sobre cooperación judicial en materia civil con implicaciones transfronterizas, referidos a la mejora y simplificación del sistema de notificación o traslado transfronterizo de documentos judiciales y extrajudiciales, la cooperación en la obtención de pruebas, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones en asuntos civiles y mercantiles, incluidas las extrajudiciales; el fomento de la compatibilidad de las normas aplicables en los Estados miembros sobre conflicto de leyes y de jurisdicción; y la eliminación de obstáculos al buen funcionamiento de los procedimientos civiles, fomentando, si fuera necesario, la compatibilidad de las normas de procedimiento civil aplicables en los Estados miembros. Además, cuenta con competencias en ámbitos como el mercado interior, la protección al consumidor, seguros, servicios financieros, propiedad intelectual y ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario.

La Decisión se acompaña de cuatro anexos. El Anexo I es el “Instrumento de adhesión a la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado”, el Anexo II comprende la “Declaración de competencia de la Comunidad en la que se especifican las materias en las que sus Estados miembros le han transferido competencias” (en la que se detallan las referidas materias), el Anexo III constituye la “Declaración de la Comunidad sobre determinadas materias relativas a la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado” (en la que se formaliza el propósito de esforzarse en estudiar la adhesión a los convenios existentes), y el Anexo IV incluye el texto del Estatuto de la Conferencia en sus versiones inglesa y francesa.

Interesa traer a la vista la relación de instrumentos adoptados por la Comunidad en el uso de sus competencias al amparo del artículo 61, letra c), del Tratado CE, que se detallan en el citado Anexo II. Así, el Reglamento (CE) n.º 1346/2000 del Consejo, de 29 de mayo de 2000, sobre procedimientos de insolvencia; el Reglamento (CE) n.º 1348/2000 del Consejo, de 29 de mayo de 2000, relativo a la notificación y al traslado en los Estados miembros de documentos judiciales y extrajudiciales en materia civil o mercantil; el Reglamento (CE) n.º 44/2001 del Consejo, de 22 de diciembre de 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil; el Reglamento (CE) n.º 1206/2001 del Consejo, de 28 de mayo de 2001, relativo a la cooperación entre los órganos jurisdiccionales de los Estados miembros en el ámbito de la obtención de pruebas en materia civil o mercantil; la Directiva 2003/8/CE del Consejo, de 27 de enero de 2003, destinada a mejorar el acceso a la justicia en los litigios transfronterizos mediante el

establecimiento de reglas mínimas comunes relativas a la justicia gratuita para dichos litigios; el Reglamento (CE) n.º 2201/2003, del Consejo, de 27 de noviembre de 2003, relativo a la competencia, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia matrimonial y de responsabilidad parental, por el que se deroga el Reglamento (CE) n.º 1347/2000, y el Reglamento (CE) n.º 805/2004 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, por el que se establece un título ejecutivo europeo para créditos no impugnados.

Aunque no hay ninguna referencia explícita a la competencia externa en el Tratado CE, de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas se deriva que las disposiciones del Tratado CE antes mencionadas constituyen las bases jurídicas no sólo de actos internos de la Comunidad, sino también de la celebración de acuerdos internacionales por la Comunidad. La Comunidad puede concluirlos siempre que ya se haya utilizado la competencia interna para adoptar medidas de aplicación de políticas comunes, según se han enumerado anteriormente, o si el acuerdo internacional es necesario para lograr uno de los objetivos de la Comunidad. La competencia externa de la Comunidad es exclusiva en la medida en que un acuerdo internacional afecta a normas comunitarias internas o altera su alcance. En este caso, corresponde, no a los Estados miembros, sino a la Comunidad celebrar acuerdos con terceros Estados u organizaciones internacionales. Un acuerdo internacional puede estar comprendido totalmente o sólo en parte dentro de la competencia comunitaria exclusiva.

Cabe recordar que la Comunidad Europea es miembro de otras organizaciones internacionales, como, por ejemplo, la Organización Mundial del Comercio, como tal Comunidad Europea, desde el 1 de enero de 1995, aparte de sus Estados miembros. Por el contrario, existen otros casos llamativos, como el Convenio Europeo de Derechos Humanos de 1950, sobre el que el Tribunal de Justicia de la Unión Europea precisó en su Dictamen 2/94, de 28 de marzo de 1996, que la Comunidad no podía adherirse a él dado que el Tratado CE no incluía competencias para dictar normas o celebrar acuerdos internacionales en materia de derechos humanos.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

6. LA REFORMA DEL DERECHO DE SOCIEDADES BRITÁNICO

Tras una larga preparación, el Proyecto de Reforma de la *Companies Act* británica afronta los últimos pasos de su tramitación parlamentaria. Llegado este momento, no faltan opiniones autorizadas que destacan en qué medida el

resultado final de los trabajos parlamentarios va a permitir cuestionar que se haya producido una efectiva reforma del Derecho británico en este ámbito y, en especial, que se hayan cumplido los ambiciosos objetivos que se proclamaban hace casi diez años cuando se puso en marcha todo el proceso prelegislativo [véase FELIÚ REY/RODRÍGUEZ DE LAS HERAS, “La proyectada reforma del Derecho de sociedades en el Reino Unido: *Companies Hill*”, en Derecho de los Negocios 194 (2006), pp. 25 y ss.]. Al respecto, en un breve e interesante artículo, el profesor SEALY [“Is the Companies Bill 2006 on target, or has it lost its Way?”, *Sweet & Maxwell’s, Company Law Newsletter* 18 (2006), pp. 1 y ss.] ha subrayado la distancia existente entre los pronunciamientos de los documentos previos a la reforma y su resultado final.

El punto de partida para ello es la declaración general que el Departamento de Comercio e Industria (DTI) introducía en el documento por el que puso en marcha el proceso de reforma ya en 1998. Aquel documento contenía una gran cantidad de términos que hablaban de la modernización de dicho sector del ordenamiento mercantil, hablando de flexibilización, de reducción de costes, de clarificación, conceptos todos que se discuten por su falta de precisión. En su trabajo, el profesor SEALY va desggranando una serie de aspectos que ponen de manifiesto la diferencia entre lo proclamado y la que realmente va a surgir del Parlamento británico.

Así, en primer lugar, se cuestiona el que se esté ante una reforma propiamente “fundamental”. Se dice que siendo elogiable el largo trabajo prelegislativo y la oportunidad que se ha dado a un amplio sector de la sociedad y de los posibles afectados de manifestar sus posiciones sobre la reforma, esto era difícilmente conciliable con la posibilidad de abordar una reforma en profundidad al igual que se haya podido producir en otros Estados vinculados con el Derecho británico, en los que ha sido el trabajo de reducidas Comisiones el precedente de una genuina y radical reforma del sistema. Como señala el profesor SEALY, más que de una reforma en sentido estricto, lo que se va a producir es un incremento del Derecho de sociedades existente sin afectar a los fundamentos en que se asentaba el sistema.

En segundo lugar, se critica la consecución del objetivo de la llamada simplificación del Derecho de sociedades. La simplificación debería ser esencial y no simplemente en los términos jurídicos. Denuncia que si se compara el estado actual de la reforma y los principios inspiradores de la vigente *Companies Act* de 1985, prácticamente nada ha cambiado al margen de pequeños cambios con respecto al documento fundacional. Frente a la experiencia de algunas otras jurisdicciones con respecto, por ejemplo, a la constitución inmediata de sociedades por medio de las nuevas tecnologías, se reprocha que la Ley británica no haya tomado en consideración ninguna nueva medida.

No menos crítica es su posición con respecto a otro de los postulados de la reforma que subrayaba la conveniencia de comenzar por lo más pequeño (*think small first*). No existe en el Proyecto de Ley ninguna manifestación de que se haya producido esa orientación legislativa consistente en prestar una inicial y especial consideración a la regulación de las pequeñas sociedades, antes de pasar a abordar las grandes compañías como una excepción. Se mantienen una serie de medidas exigibles para las pequeñas sociedades en relación con su administración o con los derechos de los socios que lejos de haber dado lugar a esa consideración especial de las pequeñas empresas, lo que ha hecho es mantener criterios rigurosos que van a obstaculizar el funcionamiento de éstas. Tampoco la modernización parece haberse llevado a efecto a la vista de la gran cantidad de disposiciones e instituciones obstaculizadoras del funcionamiento de las sociedades que se mantienen en el Proyecto de Ley a pesar de que algunas de ellas se remontan al siglo XIX.

Finalmente, se critica también la pérdida de la orientación de la reforma en cuanto a convertir la nueva legislación en un simple Derecho de sociedades esencial. Mientras que el principio perseguido era el establecimiento de unas auténticas bases de la regulación societaria, dejando a procedimientos de desarrollo normativo posterior la profundización del sistema, la consideración parlamentaria de que se está ante una irrepetible oportunidad de reforma del Derecho societario está llevando a incorporar al Proyecto legislativo todo tipo de disposiciones. El resultado es que en lugar de una auténtica declaración de principios reguladores, el Proyecto normativo se está convirtiendo en una norma gigantesca, en la que en el estado actual existe un total de 1.264 artículos y 16 anexos.

Todas estas críticas llevan al autor de esas observaciones a señalar su escepticismo ante la reforma. Así como ésta comenzó con una muy interesante puesta de manifiesto de los problemas en los documentos preparatorios de la reforma, su fase final no anima a una recepción favorable. La conclusión que mantiene el autor es que se ha perdido una oportunidad y toda relación entre los criterios orientadores que la reforma barajó desde su inicio.

Alfonso Guilarte Gutiérrez

7. REACCIÓN DE LA COMISIÓN EUROPEA ANTE LAS DIFICULTADES A LAS FUSIONES BANCARIAS

En estos últimos años, han sido varios los intentos de adquisición de bancos europeos por sus homónimos de otros Estados que han fracasado en gran medida como consecuencia de las dificultades planteadas por parte de las autoridades nacionales del banco destinatario de una propuesta de integración. Basta con recordar recientes casos vividos, por ejemplo, en el mercado italiano (en los que estaban implicadas algunas de las principales entidades españolas), para advertir en qué medida la oposición a ese tipo de fusiones transfronterizas o de integraciones por otras vías se veían obstaculizadas sobre consideraciones estrictamente políticas, dando lugar al llamado “nacionalismo económico”. Con ello se obstaculizaban de forma más o menos abierta operaciones que difícilmente podían amenazar la prudente gestión de las entidades afectadas, que debe ser el criterio rector fundamental en la actuación de las autoridades.

La evidencia de estas situaciones repetidas y la trascendencia que algunas de ellas tienen para la realidad de la creación del mercado interior han llevado, el pasado mes de septiembre de 2006, a la Comisión Europea a proponer reformas en la normativa europea que acoten la facultad que puedan tener las autoridades supervisoras de los distintos Estados miembros a la hora de prohibir ese tipo de operaciones (véase el anuncio de la propuesta de Directiva en MC CREEVY, CH., *Improving the supervisory approval process for mergers and acquisitions*, APEECH/04/487, Bruselas 12 de septiembre de 2006). En ese ámbito, la Comisión ya venía alertando desde tiempo atrás sobre lo que podía calificarse como una aplicación “inconsistente” de las restricciones a la compra de participaciones significativas y los perjuicios inherentes para la construcción europea. Por ello se impulsó en marzo de 2006 un proceso de consulta al respecto (véase *Mergers and acquisitions in the financial sector: Comisión asks for industry's views on how to improve supervisory approval process*, IP/06/320, Brúcelas 16 de marzo de 2006).

El núcleo de la reforma propuesta, que afectará a aquellas Directivas europeas que se ocupaban de introducir mecanismos de control en la adquisición y transmisión de participaciones significativas en entidades de crédito, apunta a la reducción de la arbitrariedad en la denegación de las autorizaciones a este tipo de fusiones y adquisiciones. Por ello, señala la Comisión Europea que la modificación de las Directivas requerirá de las autoridades competentes que su posible intervención en ese tipo de operaciones denegando o condicionando la autorización esté sometida a criterios objetivos vinculados, por ejemplo, con la reputación de los accionistas mayoritarios que vayan a resultar de ella, la reputación o experiencia de los administradores, la capacidad financiera del comprador y, en definitiva, lo que han sido tradicionales principios de limitación de estas operaciones en el Derecho europeo. Es evidente que los criterios

apuntados o el riesgo que esas operaciones puedan implicar frente a políticas de prevención del blanqueo de capitales o de la financiación de conductas criminales son válidos a la hora de plantear objeciones, pero también resulta notorio que el pasado ha reiterado la evidencia de una radical arbitrariedad de las autoridades nacionales correspondientes a la hora de torpedear esas operaciones.

En los próximos meses asistiremos a procesos de reforma de las legislaciones nacionales respectivas [sobre el proceso británico, véase “Treasury consults on review of cross-border mergers of banks”, *Sweet & Maxwell Company Law Newsletter*, 19 (2006) pp. 4-5] que entre nosotros deberían afectar al capítulo correspondiente de la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito y a las normas que lo desarrollan.

Juan Sánchez-Calero Guilarte

8. ESLOVENIA SE INCORPORA AL EURO

Con fecha 9 de noviembre de 2006, se ha publicado el Reglamento (CE) n.º 1647/2006, del Consejo, de 7 de noviembre de 2006, por el que se modifica el Reglamento (CDE) n.º 974/98, sobre la introducción del euro (DOUE L 309), en virtud del cual, a partir del 1 de enero de 2007, Eslovenia adoptará el euro como moneda, procediendo en la misma fecha a introducir los billetes y las monedas de euro con curso legal, sin acogerse al período de “desaparición gradual” que le proporcionaba el citado Reglamento de 1998.

Así pues, Eslovenia se convierte en el primero de los diez Estados miembros que se adhirieron a la Unión Europea en mayo 2004 en incorporarse a la moneda única europea, y el segundo (tras Grecia) que lo hicieron con posterioridad a la introducción original del euro acordada en mayo de 1998, cuando se acordó que Bélgica, Alemania, España, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia cumplieran las condiciones necesarias para la adopción del euro el 1 de enero de 1999, recordando que sólo comenzó a utilizarse como moneda única de curso legal a partir del 1 de enero de 2002.

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

9. EL PROYECTO DE LEY DE REFORMA DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES EN MATERIA DE OPAS Y DE TRANSPARENCIA

1. Aspectos generales

En el BOCG del pasado 20 de octubre de 2006 (Congreso de los Diputados, Serie A, Proyectos de Ley, Núm. 108-1) se ha publicado el Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores. Se trata de una de las modificaciones más relevantes de la LMV desde su promulgación en 1988, tanto en términos cuantitativos, dado el número de preceptos afectados; como cualitativos, puesto que incide sobre aspectos cruciales en la regulación de nuestro mercado de valores, tales como las OPAs, que han mostrado ineficiencias manifiestas en los últimos tiempos (cierto que debidas no sólo a defectos regulatorios, sino también a interferencias de otro tipo). Pasamos, pues, a dar una noticia sintética de este Proyecto de Ley que dará lugar, tanto en su proceso de tramitación como en su plasmación legislativa, a análisis proporcionados a su importancia.

En términos generales, conviene advertir que la reforma de la LMV será un primer paso cuya aplicación práctica quedará pendiente de los numerosos desarrollos reglamentarios previstos tanto con carácter general mediante la habilitación normativa a favor del Gobierno contenida en la Disposición Final Tercera de la futura Ley de reforma como con carácter particular en los preceptos de la LMV reformados. En este sentido, estamos ante una transposición inicial de dos Directivas comunitarias —la de OPAs y la de transparencia— que se completará cuando se apruebe el citado desarrollo reglamentario (ver su Disposición final primera sobre “incorporación de derecho comunitario”). En relación con lo anterior, destaca que —conforme a su Disposición final cuarta— esta Ley de reforma de la LMV entrará en vigor a los tres meses de su publicación en el BOE

2. La modificación del régimen de las OPAs

La primera materia afectada por la reforma legal venidera será el régimen de las OPAs, hasta ahora contenido en los artículos 34 y 60 de la LMV y en el Real Decreto 1197/1991. De la comparación entre este régimen vigente y el venidero destaca, *prima facie*, el incremento del número de preceptos legales que integrarán el capítulo V del título IV de la LMV, dada la necesidad de dar rango legal a numerosos aspectos hasta ahora —defectuosamente— ubicados en normas reglamentarias.

En general, la reforma de la LMV en esta materia responde al deber del Reino de España de transponer la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Euro-

peo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (la Directiva de OPAs). El carácter inicial de esta transposición se pone de manifiesto especialmente cuando se comprueban las numerosas remisiones legales a ulteriores desarrollos reglamentarios que dejarán pendientes de concreción aspectos esenciales relacionados tanto con las OPAs obligatorias (véanse las remisiones contenidas en los arts. 60.5, 60 ter. 5 y 60 quáter.2), como con las OPAs voluntarias (véase art. 61), así como con las OPAs de exclusión de la negociación (véase art. 34.2).

Dadas las profundas modificaciones que el nuevo régimen legal implicará y los numerosos procesos de cambio de control de sociedades cotizadas que están en marcha en nuestro mercado, conviene llamar la atención sobre el hecho de que este nuevo régimen legal se aplicará a las OPAs presentadas y no autorizadas antes de la entrada en vigor de la Ley de reforma (Disposición transitoria segunda), que se producirá a los tres meses de su publicación en el BOE (Disposición final cuarta).

Entrando ya en las modificaciones concretas del régimen legal de las OPAs —que únicamente podemos mencionar en esta noticia— procede agruparlas en tres grandes categorías, según el tipo de OPAs afectadas:

a) En primer lugar, las modificaciones más relevantes afectan al régimen de las OPAs de adquisición de control obligatorias donde el art. 8 del Proyecto de Ley afecta a los siguientes aspectos esenciales:

— Las características básicas de estas OPAs obligatorias que deberán formularse por quien adquiera el control de una sociedad cotizada al igualar o superar el 30% de los derechos de voto de su capital —ya sea adquiriendo acciones o valores análogos, mediante pactos parasociales o en supuestos análogos— y dirigirse a todos los titulares y por todos los valores (art. 60.1 y 2). Se pasa del régimen vigente de OPA eventualmente parcial a partir de una participación significativa del 25% a uno de OPA total desde una minoría de bloqueo. En cuanto a la contraprestación, deberá consistir en un precio equitativo, con referencias legales a la contraprestación consistente en valores a emitir por la sociedad obligada (art. 60.1 y 4).

— El ámbito de aplicación de estas OPAs obligatorias, que alcanza tanto a las sociedades cotizadas en un mercado secundario oficial español y domiciliadas en España; como a las no domiciliadas en España, pero cuyos valores coticen en un mercado secundario oficial español, si se cumplen determinadas circunstancias; así como a las sociedades domiciliadas en España, pero cotizadas fuera, en los términos que se prevean reglamentariamente (art. 60.1).

— Las consecuencias del incumplimiento de la obligación de formular estas OPAs, empezando por establecer la noción legal de incumplimiento y siguiendo por determinar las consecuencias civiles de tal incumplimiento, en

términos de “desactivación” de los derechos políticos inherentes a las acciones irregularmente adquiridas mediante la nulidad de los acuerdos sociales adoptados con su participación; y las consecuencias administrativas del mismo, en sede del régimen sancionador, donde se tipifican una serie de incumplimientos relevantes para la sanción administrativa [art. 60.3, 99.r) y 110.z)].

— Los deberes de conducta de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y de las de su grupo, que tienen carácter tanto activo, como el de emitir un informe detallado sobre la OPA; como omisivo, tal como el de no iniciar cualquier actuación que pueda frustrar el éxito de la OPA, fuera del curso normal de las actividades de la sociedad o de la búsqueda de otras OPAs, salvo autorización de la junta general de accionistas (art. 60 bis).

— Las medidas de neutralización de las OPAs que pueden adoptar las sociedades afectadas, definiendo el nuevo artículo 60 ter tanto las medidas de que se trata como sus requisitos de eventual aplicación. En el primer sentido, se trata de medidas que consisten tanto en restricciones a la transmisibilidad de los valores afectados durante el plazo de aceptación de la OPA como en restricciones al derecho de voto en la junta general que decida sobre las posibles medidas de defensa, al igual que en ambas tras el éxito de la OPA que lleve al oferente a alcanzar el 75% del capital con derecho a voto. En el segundo de los sentidos indicados, la decisión de adoptar las medidas de neutralización debe ser adoptada por una junta general, reunida con los requisitos del art. 103 de la LSA y comunicada a la CNMV, dando lugar a una compensación adecuada a los titulares de los derechos perjudicados.

— El régimen de las compraventas forzosas de los valores de la sociedad afectada que establece el art. 60 quáter, donde se define tanto el supuesto de hecho (posesión por el oferente, con posterioridad a la OPA, del 90% o más del capital con derecho a voto, con aceptación de la OPA por titulares que representen al menos el 90% del capital con derecho a voto) como la consecuencia jurídica (concesión de un derecho recíproco de venta de los valores remanentes a un precio equitativo tanto al oferente como a los titulares de valores de la sociedad afectada).

— El régimen para determinados aumentos de participación en una sociedad cotizada que obligará a quien posea un porcentaje igual o superior al 30% del capital de una sociedad cotizada e inferior al 50% del mismo, a formular una OPA (Disposición adicional única).

b) En segundo término, la reforma legal venidera afectará a las OPAs voluntarias que deberán dirigirse a todos los titulares de valores con derecho a voto de la sociedad afectada, pero podrán ser parciales. Es importante destacar que la adquisición del control de una sociedad cotizada a través de una OPA voluntaria cumpliendo todos los requisitos legales, eximirá al oferente del deber de formular una OPA obligatoria (art. 61).

c) Por último, fuera del contexto del régimen de las OPAs (capítulo V del título IV de la LMV), se contiene la disciplina de la exclusión de valores de la negociación que puede incidir en las OPAs a resultas del deber de formular una OPA que incumbe a la sociedad afectada. En efecto, estamos ante una OPA excepcional porque su finalidad no es la natural de estas operaciones (adquisición del control de una sociedad cotizada), sino la protección de sus accionistas minoritarios cuando sus órganos deciden solicitar la exclusión de la negociación, dándoles la oportunidad de “coger un último tren” a precio tasado para salir de la sociedad cuyos valores perderán la liquidez con la que fueron adquiridos en su día por el inversor. Por lo anterior, el art. 1 del Proyecto de Ley prevé la reforma del artículo 34 de la LMV estableciendo el régimen de la exclusión de la negociación, tanto si es forzosa y la decide la CNMV, como si es voluntaria y la acuerda la propia sociedad afectada, hipótesis en la que nace del deber de formular una OPA de exclusión.

3. La modificación del régimen de transparencia de los emisores

La segunda materia que resultará afectada por la Ley de reforma de la LMV es la transparencia de los emisores, en particular, de las sociedades cotizadas. También se trata, en este punto, de adaptar inicialmente la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores que se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (Directiva de Transparencia). Y hablamos de transposición inicial porque también aquí la reforma legal será un primer paso que quedará pendiente, para su eficacia práctica, de los desarrollos reglamentarios expresamente previstos tanto en materia de información financiera periódica (ver art. 35.7), como de otro tipo (ver art. 35 bis.1), al igual que de transparencia de participaciones significativas (ver art. 53.7) o de medidas preventivas en general (art. 53 ter.2).

Este nuevo régimen de transparencia de las sociedades cotizadas afectará a los siguientes aspectos:

a) La información financiera periódica, donde se reforma el art. 35 de la LMV para establecer el deber de las sociedades cotizadas de elaborar un informe con frecuencia anual, semestral y trimestral, determinar sus respectivos contenidos y formas de difusión y las sociedades sometidas y excluidas de elaborar aquéllos. Asimismo, el nuevo art. 35 ter establece el régimen de responsabilidad de los emisores por la elaboración y publicación de los informes anteriores y el nuevo art. 85.bis prevé nuevas facultades de comprobación de la información financiera periódica por parte de la CNMV.

b) La información que deben publicar las sociedades cotizadas sobre cambios en los derechos de los valores emitidos y nuevas emisiones de deuda (art. 35 bis).

c) La transparencia de las participaciones significativas, modificando la redacción del artículo 53 de la LMV y añadiendo un nuevo artículo 53 bis que establece las obligaciones informativas del emisor sobre su autocartera.

d) Las medidas preventivas que la CNMV puede adoptar, cuando España sea Estado miembro de acogida y las personas vinculadas por los deberes de transparencia establecidos en los arts. 35, 35 bis, 53 y 53 bis, los incumplan totalmente o los cumplan con irregularidades (art. 53 ter).

e) La información relevante que deben publicar y difundir las sociedades cotizadas (art. 82).

f) La información adicional que deben incluir las sociedades cotizadas en el informe de gestión, añadiéndose un nuevo art. 116 bis a la LMV previendo los aspectos que deben incluirse en dicho informe de gestión y añadiendo el deber del consejo de administración de presentar ante la junta un informe anual explicativo sobre estos elementos.

g) La responsabilidad administrativa derivada del incumplimiento de los deberes de transparencia que imponen tanto a las sociedades cotizadas como a sus accionistas los preceptos legales precedentes, modificándose los tipos de infracciones muy graves y graves correspondientes previstos en los arts. 99 y 100 de la LMV.

Por último, indicar que el art. 11 del Proyecto de Ley prevé la modificación del art. 92 de la LMV, relativo a los Registros públicos sobre los emisores que lleva la CNMV.

Alberto Javier Tapia Hermida

10 OPAS Y POSIBLE UTILIZACIÓN DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA: EL AUTO DEL JUZGADO DE LO MERCANTIL N.º 1 DE BARCELONA

Determinadas Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) que se vienen produciendo en el mercado español están dando lugar a una litigiosidad que resulta interesante por su fundamentación y alcance, al margen de los efectos que los

procedimientos iniciados puedan tener para su tramitación y los intereses vinculados a ellas.

En particular, las distintas OPAs sobre Endesa están dando lugar a numerosos procedimientos mercantiles y administrativos que son conocidos por la repercusión informativa que los acompaña. El último de estos procedimientos es el que se ha iniciado ante un Juzgado de lo Mercantil de Barcelona por parte de la compañía Gas Natural y consistente en la solicitud de una serie de diligencias preliminares. A esa solicitud respondió el Juzgado de lo Mercantil n.º 1 de Barcelona por medio de su auto de 25 de octubre de 2006.

Comencemos señalando que las diligencias preliminares fueron solicitadas por Gas Natural al amparo de las normas especiales que, más allá de lo establecido en la Ley de Enjuiciamiento Civil para dicho trámite, contiene la Ley de Competencia Desleal en su art. 24, y que se remite a su vez a las diligencias de comprobación en la Ley de Patentes. Las diligencias suponen, por lo tanto, la utilización de la disciplina en materia de competencia desleal en el marco de un procedimiento de OPA. Al explicar el fundamento de las diligencias solicitadas, el Auto que reseñamos recoge lo indicado por la sociedad solicitante, para la que se estaría ante conductas que podrían ser incardinadas en el art. 15 de la Ley de Competencia Desleal. Este precepto se ocupa de la deslealtad derivada de la violación de normas, esto es, aquellas situaciones en que un sujeto pretenda prevalerse en el mercado de una ventaja competitiva adquirida mediante la infracción de las leyes.

Citando la solicitud, el Auto apunta a que las diligencias se piden a partir de la denuncia de una posible obtención de información privilegiada por una de las sociedades formuladoras de una OPA, precisamente en situaciones en las que está prohibido el uso de información privilegiada y, además, habiéndose omitido en el folleto de la OPA correspondiente la referencia a esta información privilegiada. Para el Juzgado, analizada la solicitud y su ampliación y la documentación que se acompañaba con ella, existe un grado de probabilidad suficiente como para considerar que pudo existir algún tipo de información privilegiada. En el Auto, se detalla con particular cuidado una serie de hechos que el Juzgado entiende acreditados y que permitirían concluir, como hace en su razonamiento jurídico, que los administradores de Endesa llevaron a cabo la búsqueda de lo que en la terminología propia de las OPAs se conoce como “caballero blanco”, manteniendo distintas reuniones, entre ellas las celebradas con la sociedad E.On, finalmente oferente.

Señala el Juzgado que algunos de los posibles financiadores de la OPA formulada por la compañía alemana habrían actuado como asesores de la propia sociedad afectada por la oferta y que, en definitiva, la tramitación de la OPA de E.On, acabaría suponiendo la efectiva financiación de una operación importante. De un minucioso enunciado de hechos, el Juzgado deduce que resulta sufi-

cientemente probable que tanto la sociedad oferente como una entidad de crédito que actuaba como su asesora habrían podido tener acceso a la información que conforme al art. 81 de la Ley del Mercado de Valores podría considerarse privilegiada. Esto lleva al Juzgado a aceptar la práctica de alguna de las diligencias preliminares solicitadas por Gas Natural estableciendo una caución de trescientos mil euros al respecto.

Ha de señalarse que las diligencias que se acuerdan en la parte dispositiva del Auto son realmente amplias, puesto que se solicita tanto a la sociedad afectada como a la sociedad oferente la aportación de actas de reuniones de sus Consejos, de posibles acuerdos de confidencialidad vinculados con las conversaciones mantenidas entre ambas, el listado de las personas conocedoras de esas conversaciones (los iniciados), el de sus asesores, los informes de *due diligence* o valoración, las cartas mandato a sus entidades asesoras, así como, una copia de las comunicaciones escritas o telemáticas que se hubieran podido intercambiar estas sociedades con todos ellos.

En definitiva, se advierte cómo la litigiosidad en torno a las OPAs en nuestro ordenamiento cada vez alcanza un detalle mayor, probablemente por la trascendencia que tienen las ofertas en curso.

Juan Ignacio Signes de Mesa

11. MODERNIZACIÓN DEL MERCADO HIPOTECARIO

El Anteproyecto de Ley de Modernización del Mercado Hipotecario, de Regulación del Régimen de las Hipotecas Inversas y del Seguro de Dependencia, recientemente aprobado por el Ministerio de Economía y Hacienda, presenta un contenido heterogéneo a través del cual se trata de introducir una serie de modificaciones y novedades de variada índole, vinculadas todas ellas con las garantías hipotecarias, a excepción del seguro de dependencia. El principal objetivo del anteproyecto de ley es, según parece, obtener el máximo rendimiento económico posible de los bienes inmuebles a partir de la garantía hipotecaria, aunque haciendo la lectura inversa de la normativa proyectada, fomentará el endeudamiento, ya de por sí bastante elevado en la economía española actual, a través de instrumentos que facilitan la obtención de crédito hipotecario. Correlativamente, se tratan de reforzar los instrumentos de refinanciación. En concreto, el indicado anteproyecto afecta a las siguientes cuestiones:

1. Transparencia en la contratación de préstamos hipotecarios

Se proyecta la modificación de la Ley de Disciplina e Intervención de las entidades de crédito con el fin de procurar la necesaria claridad y transparencia de las condiciones financieras de los créditos hipotecarios. De esta manera, se pretende que el Ministerio de Economía y Hacienda pueda determinar la información mínima que las entidades de crédito deban facilitar a sus clientes, y que la proporcionen con una antelación razonable, previamente a aceptar cualquier contrato, con el fin de que el cliente pueda conocer las características esenciales del producto propuesto y valorar su idoneidad de acuerdo con su situación.

2. Flexibilidad de la garantía hipotecaria

Las reformas previstas en el anteproyecto en relación con la regulación de las hipotecas se encuentran dispersas a lo largo del texto en términos un tanto asistemáticos. No obstante, intentaremos ofrecer seguidamente una exposición ordenada de los diversos aspectos relacionados con esta materia:

2.a) Ampliación del ámbito de aplicación de la Ley reguladora del Mercado Hipotecario. Esta ley ya no sólo regula la financiación de la actividad constructiva, la rehabilitación y la adquisición de viviendas, sino también cualquier otro préstamo concedido por las entidades de crédito que se encuentre garantizado con hipoteca. Esta previsión permitirá incluir en el ámbito de esta ley los préstamos hipotecarios, cualquiera que sea el destino que se dé a las cantidades recibidas, y por tanto, esta hipoteca podría convertirse en un instrumento de financiación del consumo en general.

2.b) Límites de los préstamos hipotecarios. Cuando el préstamo hipotecario no se destine a la financiación de la construcción, rehabilitación o adquisición de viviendas, no podrá exceder del 60% del valor de tasación del bien hipotecado, frente al vigente límite del 70%. En otro caso, se mantiene el tope del 80% del valor de tasación del bien, permitiendo que se rebase este límite, sin exceder en ningún caso del 95%, si se contratan además garantías adicionales prestadas por aseguradoras o entidades de crédito, y de conformidad con las condiciones que se determinen reglamentariamente. Podría ocurrir, sin embargo, que el préstamo se destine parcialmente a la construcción, rehabilitación o adquisición de vivienda y en parte a otros fines, como el consumo. No queda claro en este caso cuál sería el límite que habría de operar, y esto tiene su importancia sobre todo porque, como veremos, la hipoteca de máximo que regula la ley permite obtener nuevas cantidades garantizadas con la misma hipoteca ya constituida dentro del límite de cantidad de la misma y por tanto, puede que habiéndose amortizado parte del préstamo destinado a la adquisición de vivienda, se obtengan nuevas cantidades cubiertas también por esa misma hipoteca pero destinadas a fines diversos.

Se introduce además una alusión expresa a la posibilidad de que los préstamos se garanticen con inmuebles situados dentro de la Unión Europea, asegurándose con garantías de naturaleza equivalente a nuestras hipotecas.

2.c) Flexibilización en cuanto a la obligación asegurada, en particular, las hipotecas de máximo. Se proyecta una modificación del régimen hipotecario en relación fundamentalmente con las hipotecas de máximo, a fin de ampliar su campo de actuación. De este modo, el contenido de la inscripción de hipoteca no exige que necesariamente alcance al importe de la obligación u obligaciones aseguradas, sino que basta con reflejar el importe máximo de la responsabilidad hipotecaria a la que queda afecto el bien, identificando las obligaciones garantizadas, cualquiera que sea su naturaleza y duración. Pero el régimen se flexibiliza aún más al permitir que la hipoteca de máximo a favor de entidades financieras garanticen una o diversas obligaciones, de cualquier clase, presentes y/o futuras, bastando con identificar los actos jurídicos básicos de los que deriven o puedan derivar en el futuro las obligaciones garantizadas, la cuantía máxima de responsabilidad, el plazo de duración de la hipoteca y la forma de cálculo del saldo final líquido garantizado. Es lo que se ha denominado de manera un tanto gráfica “hipoteca recargable”.

Esto permite que habiéndose amortizado parcialmente el préstamo hipotecario, se obtengan nuevas cantidades de la misma entidad financiera dentro del límite de responsabilidad a que alcanza la hipoteca de máximo y sin necesidad de constituir una nueva hipoteca, como hasta ahora ha venido ocurriendo, lo que se traduce en una reducción de costes que se estima de hasta cuatro veces respecto de los actuales, porque se suprimen aquellos dirigidos a cancelar la hipoteca y constituir una nueva. Con ello se simplifican enormemente los trámites para la obtención de crédito y se fomenta, por tanto, el endeudamiento, pero más allá aún de esta consecuencia, este instrumento financiero podría entorpecer la libertad del deudor hipotecario para elegir la contratación de las condiciones financieras más favorables en cada momento de acuerdo con las ofertas de las diferentes entidades de crédito sino se facilita la cancelación de esta hipoteca desvinculada de una concreta obligación. La hipoteca de máximo proyectada significa la constitución de un gravamen sobre el inmueble sin que exista necesariamente una obligación garantizada, conservando su rango frente a ulteriores inscripciones o anotaciones que puedan practicarse sobre el mismo bien, y anteponiéndose a ellas los posteriores créditos que pueda tener el acreedor hipotecario a cuyo favor se constituyó la hipoteca de máximo, con lo que la entidad financiera que tenga inscrita a su favor la hipoteca de máximo se sitúa en una situación de privilegio frente a todos los demás acreedores con relación no sólo al préstamo inicial sino para cualquier otro posible crédito futuro.

Por otra parte se prevé en el anteproyecto que en estos casos se pueda pactar en el título que la cantidad exigible en caso de ejecución sea la resultante de la liquidación efectuada por la entidad financiera acreedora.

Paralelamente a esta reforma de la hipoteca de máximo, se introducen ciertas modificaciones en la Ley de Enjuiciamiento Civil dirigidas a permitir el conocimiento de la cuantía exigida en el caso de ejecución de la garantía, atendidas las dificultades para conocer este extremo a partir del contenido del Registro.

2.d) Remoción de obstáculos en la cancelación y subrogación hipotecaria. Son varias las medidas previstas en relación con estas cuestiones, a través de las cuales se pretende ofrecer un régimen más favorable para el deudor hipotecario:

— Procedimiento para la subrogación hipotecaria. Una vez aceptada por el deudor la oferta realizada por una entidad que esté dispuesta a subrogarse en el préstamo hipotecario, ésta comunicará tal circunstancia por conducto notarial a la entidad acreedora. Esta última podrá enervar la subrogación compareciendo ante el notario que efectuó la notificación y manifestando con carácter vinculante su disposición a formalizar con el deudor una modificación del préstamo que iguale o mejore la oferta realizada. En caso contrario, se producirá la subrogación, debiendo verificar el notario autorizante el pago realizado a la entidad acreedora originaria y que no se ha producido enervación de la subrogación. Básicamente las modificaciones proyectadas en relación con el procedimiento establecido para proceder a la subrogación giran en torno a la intervención notarial, que antes no se exigía en estos términos, y que indudablemente comportará un incremento de los costes de la subrogación, lo cual podría constituir una rémora en la utilización de este instrumento dirigido en un principio a proporcionar una mejora en las condiciones financieras del préstamo hipotecario.

En la escritura de subrogación no sólo podrá alterarse el tipo de interés, sino también el plazo del préstamo, o ambos extremos, y si el prestamista es una entidad de crédito, puede también ampliarse o reducirse el capital, modificarse las condiciones financieras y prestar o modificar las garantías personales. En definitiva, a través de la subrogación no sólo se permite sustituir las condiciones del préstamo hipotecario por otras más favorables para el deudor, sino también modificar el préstamo en términos cuantitativos, posibilitando con ello un mayor endeudamiento de los consumidores. Precisamente por esta posibilidad de incrementar el endeudamiento se prevé en el anteproyecto que en principio no se producirá una alteración del rango de la hipoteca salvo cuando se produzca una ampliación de la cifra de responsabilidad hipotecaria. Esto se explica por la necesidad de proteger a los titulares de derechos inscritos y anotantes posteriores.

— Límites a la penalización por amortización anticipada. Se persigue que las penalizaciones se correspondan con los riesgos efectivamente asumidos por la entidad. De este modo, aunque sólo para los contratos de crédito o presta-

mo hipotecario formalizados con posterioridad a la entrada en vigor de la ley, se pretende que en caso de cancelación subrogatoria y no subrogatoria no pueda penalizarse el desistimiento más allá del 0,5% del capital pendiente de amortizar, pudiéndose pactar una penalización inferior a este porcentaje. Esta previsión es aplicable tanto para préstamos hipotecarios con tipo de interés fijo como variable.

Y en cuanto a la penalización por riesgo de tipo de interés, no podrán establecerse cuando el tipo de interés fuera a ser objeto de modificación en un período igual o inferior a un año desde el momento de la cancelación. Es decir, sólo se cobrará en hipotecas a tipo fijo o mixto. En estos casos sí podría imponerse una penalización por tipo de interés, salvo que la cancelación genere una ganancia de capital a favor de la entidad acreedora porque el tipo de interés de mercado para el plazo residual en el momento de la cancelación sea superior al tipo contractual aplicable. Razones de equidad justificarían esta excepción. En caso contrario, es decir, que la cancelación anticipada o subrogación genere una ganancia de capital para el prestatario y una pérdida para la entidad, el porcentaje es libre, es decir, la penalización por riesgo de tipo de interés será la pactada, y se calculará de acuerdo con la concreta exposición al riesgo de tipo de interés de la entidad, es decir, el valor de las cuotas pendientes de pago por el prestatario durante el período restante hasta la siguiente modificación del tipo de interés, descontado al tipo de interés contractual aplicable en el momento en que se produce la cancelación.

— Reducciones en los aranceles y beneficios fiscales. Por lo que se refiere al ámbito fiscal, se introducen varios supuestos de exención. Así, quedan exentas del impuesto de Actos Jurídicos Documentados las escrituras públicas de subrogación y cancelación de los préstamos hipotecarios, y la novación modificativa que formalice la distribución de la responsabilidad hipotecaria entre varias fincas. Además, estará exenta del impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados la prestación o modificación de garantías personales que acompañen al préstamo hipotecario.

El arancel de los notarios por escrituras de subrogación, novación modificativa y cancelación se fijará de acuerdo con lo establecido para los documentos sin cuantía; en estos mismos casos, el arancel del registrador se calculará de acuerdo con lo establecido para las inscripciones, con una reducción del 90%.

Estas exenciones y reducciones, así como los límites a la penalización por amortización anticipada no sólo favorecen la sustitución del préstamo hipotecario por otro de mejores condiciones financieras, sino también por un préstamo de cuantía superior, con lo que se facilita la obtención de crédito con la garantía de un inmueble ya hipotecado.

3. Flexibilización del régimen jurídico de los mecanismos de refinanciación

Se trata de flexibilizar el régimen jurídico para elevar la calidad crediticia de los títulos hipotecarios, a fin de reducir el coste de la financiación, lo que favorecerá pretendidamente a los prestatarios y la competitividad internacional de los prestamistas. Concretamente, se permite que las cédulas y bonos hipotecarios puedan incluir cláusulas de amortización anticipada a disposición del emisor, de las que podrá hacer uso de acuerdo con lo especificado en los términos de la emisión. Se mantiene el límite del 90% de los capitales no amortizados de los créditos hipotecarios para la emisión de cédulas hipotecarias, pero respecto de los bonos hipotecarios se pretende que su valor actualizado sea inferior al menos en un 2% al valor actualizado de los créditos hipotecarios afectados. Sin embargo, en tanto no se desarrolle reglamentariamente la previsión sobre activos de sustitución a los que seguidamente aludiremos, se mantiene el límite del 90% de los capitales no amortizados de los créditos afectados para la emisión de los bonos hipotecarios. Desaparece, por otra parte, la obligación de inscripción registral con relación a los bonos hipotecarios, con lo que se equiparan en este punto a las cédulas hipotecarias. Consecuentemente, desaparecen las alusiones del art. 18 de la Ley reguladora del Mercado Hipotecario al reflejo registral de las contingencias referidas a los bonos hipotecarios cuando se cancelen hipotecas afectadas a una emisión de bonos.

Tanto para las cédulas hipotecarias como para los bonos, se impone además la obligación de la entidad emisora de llevar un registro contable especial de unas y otros y, si existen, de los activos de sustitución incluidos en la cobertura. Estos activos de sustitución, que se introducen con la reforma, y consisten básicamente en valores de renta fija y otros activos de bajo riesgo y alta liquidez, pueden respaldar a las cédulas hipotecarias hasta un límite del 5% del principal emitido y a los bonos hipotecarios hasta el 10% del total. Con ello se tratan de prevenir posibles problemas de liquidez a corto plazo en caso de insolvencia del emisor.

Se proyectan, asimismo, previsiones específicas para el caso de concurso del emisor de cédulas y bonos hipotecarios. Se reconoce a los tenedores de unas y otros el privilegio especial del art. 90.1.1.º de la Ley Concursal, considerando que todos los tenedores de cédulas, cualquiera que fuese su fecha de emisión, tendrán la misma prelación sobre los créditos que las garantizan y, si existen, sobre los activos de sustitución. Por otra parte, se da la consideración de créditos contra la masa a los pagos que deban realizarse durante el concurso por la amortización de capital e intereses de cédulas y bonos con el límite del importe de los ingresos percibidos por el concursado de los préstamos hipotecarios y los activos de sustitución que respalden las cédulas y bonos. Si tales ingresos no fueran suficientes para atender estos pagos, la administración concursal deberá

satisfacerlos mediante la liquidación de los activos de sustitución afectos a la emisión, y si esto fuera insuficiente, deberá realizar operaciones de financiación para proceder a los pagos, subrogándose el financiador en la posición de los tenedores de cédulas y bonos hipotecarios.

Junto a todo ello, se introduce la posibilidad de que las entidades financieras emitan otros valores denominados certificados de transmisión de hipoteca en los casos en que no se reúnan los requisitos establecidos para las cédulas y bonos hipotecarios, con lo que se amplían los mecanismos de refinanciación.

4. Medidas para la independencia de las entidades de tasación

Se perfilan los cauces a través de los cuales se trata de procurar la independencia de la actividad tasadora, evitando conflictos de interés con las entidades de crédito, aunque muchos de los aspectos quedan relegados a un ulterior desarrollo reglamentario. Un reglamento interno de conducta determinará las incompatibilidades de los directivos y administradores y las demás cuestiones que propicien la pretendida independencia, y será verificado por el Banco de España. Resulta además particularmente significativo el hecho de que las entidades de crédito con servicios propios de tasación o que encarguen tasaciones a una sociedad de tasación de su mismo grupo deban constituir una comisión técnica que verifique el cumplimiento de los requisitos de independencia y elabore un informe anual que deberá remitir al consejo de administración de la entidad y al Banco de España. Todas estas previsiones tratan de salvaguardarse considerando infracciones muy graves de las sociedades de tasación y entidades de crédito que dispongan de servicios propios de tasación el incumplimiento de estas normas de independencia.

Por otra parte, y con el mismo fin de independencia, para evitar los conflictos de intereses, se introducen medidas para controlar la posible adquisición de una participación significativa de una sociedad de tasación, debiendo informarse previamente en tal caso al Banco de España, quien podrá oponerse a la adquisición pretendida. El incumplimiento de estas cautelas comportaría dos consecuencias esenciales:

La primera de ellas se encuentra anudada al ejercicio de los derechos políticos de las participaciones adquiridas de manera irregular; no se podrán ejercer tales derechos, y si llegaran a ejercerse, los votos serán nulos y los acuerdos impugnables en vía judicial.

La segunda consecuencia consiste en permitir imponer en estos casos el régimen sancionador de las sociedades de tasación y entidades de crédito que dispongan de servicios propios de tasación. Al mismo tiempo, este régimen sancionador introduce como infracción muy grave la puesta en peligro de la gestión sana y prudente de una sociedad de tasación mediante la influencia ejercida por el titular de una participación significativa.

5. Instrumentos privados de asistencia

Las personas mayores de 65 años y aquellas que se encuentran en situación de dependencia son beneficiarias de prestaciones públicas, sin embargo, a través de este anteproyecto se tratan de articular mecanismos a través de los cuales propiciar una asistencia a tales situaciones por entidades privadas y a partir del propio patrimonio del mayor de 65 años o dependiente, concretamente, la hipoteca inversa y los seguros de dependencia y planes de pensiones.

5.a) Regulación de la hipoteca inversa. La hipoteca inversa tiene por objeto la percepción de una renta complementaria a su pensión por parte de los mayores de 65 años o personas dependientes, aunque también es posible que perciban la totalidad o parte del crédito de una sola vez. Si estas personas tienen una vivienda de su propiedad libre de cargas, podrán utilizar este instrumento financiero para obtener crédito que les permita mejorar sus condiciones de vida. La hipoteca inversa recaerá sobre la vivienda habitual que pertenezca a estas personas en propiedad, y en principio, salvo pacto en contrario, el propietario conservará la titularidad de la misma hasta su fallecimiento, aunque gravada con la hipoteca. La entidad financiera acreedora sólo podrá exigir la devolución de las cantidades entregadas una vez que haya fallecido el prestatario, sin derecho en ningún caso a obtener cantidad alguna en concepto de penalización por la cancelación de la hipoteca. Son por tanto los herederos del deudor hipotecario quienes habrán de satisfacer la totalidad de las rentas satisfechas con sus intereses para cancelar el préstamo hipotecario. En cualquier caso, el acreedor no podrá reclamar a los herederos el pago sobre otros elementos del patrimonio del fallecido distintos de la vivienda gravada, a menos que ésta se hubiera enajenado por haberse pactado tal posibilidad.

Estas hipotecas tienen un tratamiento fiscal y arancelario favorable, y así están exentas del impuesto de Actos Jurídicos Documentados, el arancel notarial se determina conforme a los documentos sin cuantía, y el arancel registral de acuerdo con lo establecido para las inscripciones, tomando como base la cifra del capital pendiente de amortizar, con una reducción del 90%.

5.b) Los seguros de dependencia y planes de pensiones. Las situaciones de dependencia no sólo pueden quedar cubiertas mediante la constitución de una hipoteca inversa, sino también mediante la suscripción de un seguro o un plan de pensiones. En el caso del contrato de seguro, el asegurador quedará obligado, en caso de producirse la situación de dependencia, al cumplimiento de la prestación convenida para cubrir, total o parcialmente, directa o indirectamente, las consecuencias perjudiciales que se deriven para el asegurado de esa situación. Y para que los planes de pensiones cubran la contingencia de dependencia, es preciso que así lo recojan de forma expresa en sus especificaciones. Se permite asimismo que puedan utilizarse otros instrumentos privados que

impliquen la transformación del patrimonio del dependiente en rentas para facilitar el coste de la cobertura de la dependencia.

Para finalizar, una vez expuestas las principales líneas de actuación que se perfilan en el anteproyecto, no resulta ocioso apuntar que en contra de la regla general de *vacatio legis* de 20 días, el anteproyecto prevé que la ley entre en vigor al día siguiente de su publicación en el BOE.

Celia Martínez Escribano

12. SENTENCIA DEL TJCE SOBRE LA EXIGENCIA DE AUTORIZACIÓN A UNA ENTIDAD DE CRÉDITO EXTRACOMUNITARIA

Con fecha 3 de octubre de 2006, el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, reunido en Gran Sala, dictó la Sentencia en el asunto C-452/04 (*Fidium Finanz AG contra Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*), derivado de una cuestión prejudicial planteada por el Tribunal Administrativo de Frankfurt-am-Main sobre la interpretación de los artículos 49, 56 y 58 del Tratado CE.

De acuerdo con la legislación alemana, cualquier persona que se proponga emprender actividades bancarias en Alemania, debe obtener previamente la autorización del organismo competente, esto es, la Oficina Federal para la Supervisión de los Servicios Financieros (la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* o *BaFin*). Se deniega tal autorización en caso de que la entidad no disponga de sucursal o no tenga su administración central en Alemania.

En este caso, la sociedad *Fidium Finanz AG*, entidad financiera establecida en Suiza (que se dedica a conceder créditos por importe de 2.500 o 3.500 euros, a un tipo efectivo de interés anual del 13,94% a clientes establecidos en el extranjero, siendo el 90% de ellos residentes en Alemania), recurrió contra una resolución de la *BaFin* por la que dicha autoridad le prohibía conceder, con carácter profesional, créditos a clientes establecidos en Alemania por no disponer de la autorización exigida en la normativa alemana. La entidad recurrió sobre la base de una supuesta vulneración de la libre circulación de capitales, y el órgano jurisdiccional alemán planteó la duda sobre el ámbito en el que debía encuadrarse la controversia: si libre circulación de capitales o libre prestación de servicios.

Para la obtención de los créditos, no era preciso informe previo alguno de la *SCHUFA* (entidad alemana que presta servicios de información sobre créditos), y se gestionaban directamente desde un *website* ubicado en Suiza, aparte de la actuación, en otros casos, de intermediarios de crédito operando en Alemania. Para el Tribunal Administrativo, éstos no actúan ni en calidad de representantes ni como mandatarios de Fidium Finanz, limitándose a celebrar contratos en nombre de ésta a cambio de una comisión.

A la vista de las dudas planteadas sobre la aplicación del TCE, el órgano judicial alemán planteó las siguientes consultas en la formulación de su cuestión prejudicial:

- “1) Una empresa que tiene su domicilio social en un Estado fuera de la Unión Europea, en el presente caso Suiza, ¿puede, en relación con la concesión de créditos con carácter profesional a los habitantes de un Estado miembro de la Unión Europea, en el presente caso la República Federal de Alemania, invocar frente a dicho Estado miembro, y frente a las medidas de sus autoridades administrativas u órganos jurisdiccionales, la libre circulación de capitales con arreglo al artículo 56 CE, o la preparación, concesión y ejecución de este tipo de servicios financieros están comprendidas únicamente dentro del ámbito de aplicación de la libre prestación de servicios establecida en los artículos 49 CE y siguientes?
- 2) Una empresa que tiene su domicilio social en un Estado fuera de la Unión Europea, ¿puede invocar la libre circulación de capitales con arreglo al artículo 56 CE cuando concede créditos con carácter profesional o de manera predominante a personas que residen en la Unión Europea y tiene su domicilio social en un país en el cual el inicio y el ejercicio de dicha actividad no están sujetos a la exigencia de obtener una autorización previa de un organismo público de dicho país ni a la exigencia de una supervisión permanente de su actividad similar a la que se aplica normalmente a las entidades de crédito dentro de la Unión Europea y, en el presente caso, especialmente dentro de la República Federal de Alemania, o la invocación de la libre circulación de capitales en un caso como ése constituye un abuso del Derecho?

Una empresa como ésta, ¿puede recibir, a la luz del Derecho comunitario, el mismo trato, por lo que respecta a la obligación de obtener una autorización, que las personas y empresas establecidas en el territorio del Estado miembro de que se trate, pese a no tener su domicilio social en dicho Estado miembro ni mantener tampoco ninguna sucursal en él?
- 3) Una normativa con arreglo a la cual la concesión de créditos con carácter profesional por una empresa que tenga su domicilio social en un Estado fuera de la Unión Europea a personas que residen en la Unión Europea se supedita a la obligación de obtener previamente una autorización de las autoridades del Estado miembro de la Unión Europea en el que esté establecido el tomador del crédito, ¿restringe la libre circulación de capitales prevista en el artículo 56 CE?

En este sentido, ¿es relevante que la concesión no autorizada de créditos con carácter profesional constituya un delito o únicamente una infracción administrativa?

- 4) La exigencia de autorización previa mencionada en la tercera cuestión, ¿está justificada por el artículo 58 CE, apartado 1, letra b), teniendo en cuenta, en particular:
- la protección de los tomadores de crédito frente a obligaciones contractuales y financieras respecto a personas cuya credibilidad no ha sido previamente examinada,
 - la protección de dicho grupo de personas frente a las empresas o personas que no actúen debidamente por lo que respecta a su contabilidad y a las obligaciones de asesoramiento e información que tienen con sus clientes en virtud de la normativa general,
 - la protección de dicho grupo de personas frente a la publicidad inapropiada o abusiva,
 - la garantía de una dotación financiera suficiente de la empresa que concede el crédito,
 - la protección del mercado de capitales frente a la concesión incontrolada de grandes créditos,
 - la protección del mercado de capitales y de la sociedad en general frente a las actuaciones delictivas, y concretamente frente a las que son objeto de las disposiciones relativas a la lucha contra el blanqueo de dinero o el terrorismo?
- 5) El artículo 58 CE, apartado 1, letra b), ¿ampara la configuración de una exigencia de autorización como la descrita en la tercera cuestión, en sí misma admisible con arreglo al Derecho comunitario, según la cual la concesión de una autorización presupone necesariamente que la empresa tenga su administración central o, por lo menos, una sucursal en el Estado miembro de que se trate, en particular con objeto de:
- permitir un control efectivo y eficaz —es decir, también en un breve plazo o sin previo aviso— de sus negocios y operaciones por parte de los organismos del Estado miembro de que se trate,
 - facilitar el completo seguimiento de todos los negocios y operaciones mediante la documentación disponible o que deba conservarse en el Estado miembro,
 - tener acceso dentro del territorio del Estado miembro a quienes sean personalmente responsables dentro de la empresa,
 - garantizar o, por lo menos, facilitar la satisfacción de los derechos económicos de los clientes de la empresa dentro del Estado miembro?”

Como señala la Sentencia, al contrario de lo que ocurre con la libre circulación de capitales, el TCE no incluye en la regulación de la libre prestación de servicios norma alguna en virtud de la cual sus disposiciones resulten aplicables a los prestadores de servicios que sean nacionales de un Estado tercero y estén establecidos fuera de la Unión Europea. Debe subrayarse que, en el momento de los hechos, no estaba aún vigente el Acuerdo sobre la libre circulación de personas entre la Comunidad Europea y sus Estados miembros, por una parte, y la Confederación Suiza, por otra (DOUE L 114, de 30 de abril de 2002), firmado en Luxemburgo el 21 de junio de 1999, que tiene por objeto en particular facilitar la prestación de servicios en el territorio de las partes contratantes.

En casos de posible conflicto entre dos libertades, cuando una norma nacional se refiere tanto a la libre prestación de servicios como a la libre circulación de capitales, se debe examinar en qué medida esa norma afecta al ejercicio de dichas libertades fundamentales y si, en las circunstancias del litigio principal, una de ellas predomina sobre la otra, es decir, si es secundaria y puede supeditarse a ella.

Según jurisprudencia reiterada del TJCE, la actividad de una entidad de crédito consistente en la concesión de créditos constituye un servicio a efectos del artículo 49 TCE. Aun cuando Fidium Finanz no es una entidad de crédito con arreglo al Derecho comunitario en la medida en que su actividad no consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables, no es menos cierto que su actividad de concesión de créditos con carácter profesional constituye una prestación de servicios. Sin embargo, tal actividad se encuentra también comprendida entre aquellas que ejemplifican el libre movimiento de capitales, de conformidad con lo previsto en el artículo 56 TCE, en relación con el artículo 1 de la Directiva 88/361, esto es, “Préstamos y créditos financieros”.

En este caso, el TJCE entiende que la posible restricción a la libre prestación de servicios, derivada de la exigencia de un establecimiento permanente (lo cual contradice el sentido mismo de la libertad de servicios), tal y como se presenta en la legislación alemana, no puede ser invocada por una entidad que no pertenece a un Estado miembro (véase art. 49 TCE). Y la posible restricción a la libre circulación de capitales (que sí puede invocarse por el nacional de un Estado extracomunitario) es consecuencia inevitable de la restricción a la libre prestación de servicios, la cual en este caso predomina sobre aquélla.

En virtud de todo lo expuesto, el Tribunal de Justicia resuelve la primera cuestión planteada (lo cual excluye el pronunciamiento sobre las otras cuatro) y declara que:

“Un régimen nacional en virtud del cual un Estado miembro supedita a autorización previa el ejercicio de la actividad de concesión de créditos con carácter profesional en su territorio por una sociedad establecida en un Estado tercero, y con arreglo al cual debe denegarse en particular tal autorización cuando la socie-

dad no tenga su administración central o una sucursal en dicho territorio, afecta principalmente al ejercicio de la libre prestación de servicios en el sentido de los artículos 49 CE y siguientes. Una sociedad establecida en un Estado tercero no puede invocar dichas disposiciones.”

Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro

13. LA RESPONSABILIDAD CIVIL DE LOS ANALISTAS DE INVERSIONES EN FRANCIA: COMENTARIO A LA SENTENCIA DE LA CORTE DE APELACIONES DE PARÍS DE 30 DE JUNIO DE 2006 EN EL ASUNTO “LVMH/MORGAN STANLEY”

1. Introducción

La presente Nota tiene por objeto analizar el régimen jurídico vigente en Francia en materia de la responsabilidad civil de los analistas de inversiones por los daños y perjuicios provocados por el contenido de sus informes de análisis.

Para ello, aprovecharemos la publicación de la reciente sentencia de la Corte de Apelaciones de 30 de junio de 2006 recaída sobre el asunto “LVMH/Morgan Stanley”, que estimaba parcialmente el recurso de Morgan Stanley contra la sentencia del Tribunal de Comercio de París de 12 de enero de 2004. En esta resolución, se declaraba que Morgan Stanley había incurrido en una negligencia grave en los informes de análisis que cubrieron LVMH durante el período 1999-2003. Se condenaba a Morgan Stanley a indemnizar a LVMH con 30 millones de Euros por los daños y perjuicios tanto patrimoniales como morales. Ambas partes recurrieron la sentencia de primera instancia del Tribunal de Comercio.

El interés de la sentencia recaída en apelación estriba en que se trata de uno de los escasos pronunciamientos jurisprudenciales existentes en la Unión Europea en materia de responsabilidad civil de los analistas de inversiones. Asimismo, constituye un motivo de interés añadido, toda vez que las categorías dogmáticas y conceptos jurídicos del Derecho privado francés son, como es bien sabido, muy similares a las existentes en nuestro ordenamiento por la recepción en nuestro Código Civil del Código napoleónico.

2. Hechos objeto de la controversia

2.1. Identificación de las partes

Morgan Stanley (“MS”) es un prestigioso banco de inversiones norteamericano, que opera globalmente en los principales mercados de valores del mundo, incluyendo el mercado francés.

Una de las actividades en las que ha acumulado un indudable prestigio es la de análisis de inversiones, dedicando para ello numerosos profesionales expertos en estudiar, valorar y analizar numerosas empresas cotizadas, efectuando las consiguientes recomendaciones sobre los valores analizados.

Al igual que en la mayoría de los restantes bancos de inversión, MS contaba con expertos por sectores (por ejemplo, energía, telecomunicaciones, alimentación, bienes de equipo, distribución, etcétera), uno de los cuales era lo que se denominaba como el sector de “bienes de lujo” (*luxury goods*).

Louis Vuitton Moët Hennessy (“LVMH”) es, por su parte, una conocida multinacional francesa de bienes de lujo en sectores muy distintos, algunas de cuyas marcas más conocidas son las siguientes:

- Vinos y champán: Hennessy, Moët & Chandon, Veuve Clicquot, Dom Perignon, Château d’ Yquem.
- Moda y marroquinería: Louis Vuitton, Kenzo, Loewe, Givenchy, Christian Dior.
- Perfumes y cosméticos: Guerlain y Christian Dior.
- Relojes y joyería: Tag Heuer, Chanmet.
- Distribución selectiva: Séphora, DFS (*duty free*), le Bon Marché, la Samaritaine.

LVMH cotiza en el Eurolist de la Bolsa Euronext de París.

2.2. Hechos que motivaron la demanda

Bajo la dirección de la conocida analista Claire Short, MS publicó unos boletines quincenales de análisis sobre el sector de productos de lujo. Desde 1999 a 2002, MS cubrió en sus informes las vicisitudes de la evolución de LVMH. Pues bien, a juicio de esta última, MS recogió en sus informes unas manifestaciones claramente denigratorias, que provocaron el descrédito y que le irrogaron, por ello, unos daños y perjuicios cuyo resarcimiento se reclama. Estas manifestaciones supuestamente denigratorias identificadas por LVMH fueron las siguientes.

A) Difusión de afirmaciones falsas sobre las relaciones existentes entre las partes.

Entre 1999 y 2002, en más de 95 ocasiones y pese a que LVMH interesara varias veces la rectificación de este extremo, los informes de MS recogían la mención que un directivo de MS pertenecía al Consejo de Administración de LVMH. Si bien es cierto que un ejecutivo de MS fue consejero de una filial

norteamericana de LVMH hasta 1998 y consultor para el Grupo, esta afirmación era manifiestamente inexacta y no fue subsanada.

En opinión de LVMH, se trata de un error pernicioso y deliberado ya que, revelando este supuesto conflicto de interés, se pretendía crear una apariencia de mayor objetividad.

A juicio de la Corte de Apelaciones, esta inexactitud o error es claramente imputable a MS si bien no entiende que existiera una voluntad o intencionalidad de causar un daño, ni que ello provocara un daño demostrable.

B) MS formó supuestamente parte de un sindicato de colocación de valores de LVMH.

LVMH reprocha asimismo a MS que manifestara entre 1999 y 2000, en 37 ocasiones y como un nuevo pero inexistente conflicto de interés, que MS había actuado como jefe de fila o miembro de un sindicato colocador de valores de LVMH.

Los hechos probados pusieron de manifiesto que, si bien ello había sido cierto 3 años antes, MS había “arrastrado” esta mención, sin corregir o subsanar la misma. Con ello, nuevamente, LVMH sostiene que se pretendía crear artificialmente una apariencia de objetividad.

En opinión de la Corte de Apelaciones, estamos ante un nuevo error, que es negligente y culpable, aunque no se acredita una intencionalidad de provocar el menoscabo o descrédito de LVMH.

C) Manifestaciones erróneas sobre el ratio de endeudamiento de LVMH.

En una entrevista con un alto directivo de MS publicada el 16 de marzo de 2002 en el diario económico “Financial Times”, se manifiesta que el ratio de endeudamiento de LVMH era del 37% mientras que las pruebas pusieron de manifiesto que el ratio real era del 28%.

A juicio de la Corte de Apelaciones, se trató de un error culpable ya que MS debió haber contrastado con rigor esta información.

D) Comentarios efectuados sobre la calificación *rating* de LVMH.

La agencia de calificación Standard & Poor’s rebajó la calificación de LVMH en abril de 2002 a BBB+.

Comentando esta modificación a la baja en el *rating* de LVMH, MS recogió comentarios ciertamente negativos y/o pesimistas sobre LVMH y sus perspectivas futuras, manifestando que la futura evolución podría incidir negativamente sobre la cotización del valor.

A juicio de LVMH, estos informes le provocaron un importante perjuicio ya que, a causa de ello, tuvo que cancelar una emisión de obligaciones canjeables que tenía proyectada. En su opinión, dichas manifestaciones adolecían de una grave falta de rigor, objetividad y falta de imparcialidad.

Tras analizar los informes de otras agencias de calificación (por ejemplo, Fitch), con opiniones más o menos divergentes, la Corte de Apelaciones llega a la conclusión de que, en este aspecto, las valoraciones realizadas por MS fueron razonables por lo que rechazó cualquier culpabilidad.

E) Comentarios sobre la marca “Louis Vuitton”.

LVMH continúa alegando que las diferentes manifestaciones y calificativos realizados por parte de MS sobre su marca más emblemática, “Louis Vuitton”, minaron gravemente la imagen del grupo, llegando a quebrar la confianza que los potenciales inversores podían tener en él. Asimismo, se le imputa una evidente discriminación en el trato dado a “Louis Vuitton” respecto del dado a Gucci, cuando existen los mismos riesgos de madurez de marca.

Tras analizar pormenorizadamente los comentarios y calificativos publicados por MS, así como los informes de otras firmas de análisis y bancos de inversiones, la Corte de Apelaciones concluye que las referencias realizadas a la “madurez” de la marca, no sólo no son denigratorias, sino que puede concluirse que la constatación del incremento y fortaleza de las ventas pese a la “madurez” de la marca, constituyen precisamente un elogio.

F) Críticas derivadas de la exposición del riesgo de cambio al yen/dólar, así como de los problemas aduaneros en los EE.UU.

LVMH imputa a MS la crítica sistemática que se le hace de los riesgos de fluctuación del yen debido a la fuerte concentración de ventas en el turismo japonés, argumentando tanto que existen medidas suficientes para contrarrestar estos riesgos como que la única finalidad ha sido favorecer a Gucci, cuando lo cierto es que esta última tiene el mismo problema.

MS niega dichas alegaciones, manifestando que se ha limitado a constatar una evidente sensibilidad de las ventas a la depreciación del dólar, toda vez que añade que LVMH ha tomado medidas para limitar ese impacto, trasladando parte de la producción a EE.UU.

La Corte de Apelaciones consideró que no sólo no existía denigración o menoscabo alguno del crédito en dichas manifestaciones, sino que podía incluso considerarse que eran o tenían un carácter positivo o de halago.

G) Cuestionamiento de la credibilidad y capacidad de reacción del equipo directivo de LVMH.

LVMH reprocha a MS que haya emitido opiniones “escépticas” sobre las previsiones de crecimiento del grupo, así como sobre la capacidad de su equipo directivo para afrontar los retos planteados cuando, en cambio, manifestaba gran confianza en el equipo de Gucci, faltando con ello a los deberes de rigor, imparcialidad y objetividad.

Tras analizar las manifestaciones concretas realizadas, la sentencia que ahora analizamos concluye que las mismas se basaron en hechos objetivos y que no hubo intención de denigrar.

H) Descuento del 10% sobre la cotización y la destrucción de valor.

Tras examinar la política de adquisiciones llevada a cabo entre 1999 y 2002, así como los resultados y parámetros financieros generados por LVMH, MS expuso en varias ocasiones las razones por las cuales consideraba que resultaba justificado entender procedente un descuento de un 10% sobre la cotización.

En opinión de LVMH, MS incurre nuevamente en una vulneración del deber de rigor (el método aplicado era incorrecto y la lógica de su razonamiento también), de objetividad (no es cierto que hubiera destrucción de valor entre 1990 y 2001) y de imparcialidad (se aplica otra vara de medir a Gucci).

Tras estudiar y valorar pormenorizadamente el tema, la Corte de Apelaciones llega a la conclusión de que los parámetros financieros empleados por MS eran correctos o, cuanto menos, razonables y que se empleaban por otros prestigiosos bancos de inversión. Tampoco comparte que se quisiera discriminar a favor de Gucci y que el análisis fuera deliberada o intencionadamente sesgado.

I) Contexto general de las manifestaciones realizadas por MS: los conflictos de interés.

LVMH sostiene que el análisis de inversiones tan perjudicial que ha venido sufriendo por parte de MS obedece, en el fondo, a un conflicto de interés manifiesto consistente en tratar de favorecer a su gran rival, Gucci, que era un gran cliente de MS, y denigrar sistemáticamente a LVMH. Asimismo, LVMH continuó afirmando que la yuxtaposición de tan numerosas apreciaciones y descalificaciones negativas por parte de MS no podía deberse a la casualidad sino a intención manifiesta y deliberada de denigrar y perjudicar a la misma.

En opinión de la Corte de Apelaciones, estas afirmaciones no resultan probadas. En primer lugar, existe una bipolaridad o rivalidad evidentes en el sector del lujo entre LVMH y Gucci. Asimismo son también conocidos los lazos entre Gucci y MS. No obstante, de los documentos aportados, la Corte de Apelaciones estima que no existe una intencionalidad denigratoria, ni siquiera unas faltas de rigor u objetividad que pudieran ser consideradas negligentes.

Por otra parte, si bien la acumulación de opiniones o juicios negativos parecería indicar una voluntad de denigrar o desacreditar, no es menos cierto que éstas se unen a otros juicios de valor positivos y elogiosos, sin perjuicio de que la Corte no comparta la calificación que hace LVMH del carácter denigratorio de muchos de ellos. Por ello, desestima esta nueva imputación.

3. Análisis jurídico

Reviste indudable interés el análisis de la fundamentación jurídica de la demanda empleada por LVMH para sustentar su reclamación.

Con carácter general, la demanda se fundamenta en los principios y categorías de la responsabilidad civil delictual o extracontractual recogidos por los arts. 1382 y 1383 del Código Civil francés. Como recuerda en la sentencia comentada la Corte de Apelaciones, esta responsabilidad puede desencadenarse no sólo por el abuso de un derecho, como es también la libertad de difundir informes de análisis financiero, sino también por la infracción de normas o reglas aplicables a la conducta de determinados colectivos de profesionales como son los analistas financieros.

Una cuestión relacionada era la de en qué medida resultaba encuadrable en las categorías de la responsabilidad civil delictual los actos de denigración en ausencia de una relación de competencia (lo que excluía, por ello, la competencia desleal) y con independencia de que existiera una intención o propósito específico de perjudicar al tercero. Esta cuestión resultó finalmente menos controvertida y existía acuerdo a la hora de admitir que las conductas de denigración o menoscabo del crédito de un tercero resultan perfectamente encuadrables en la categoría de la responsabilidad civil extracontractual.

En cuanto a la cuestión relativa a las normas profesionales específicas de la actividad de análisis de inversiones, se suscitó un interesante debate en torno a la ley aplicable a un banco de inversión global, cuyos informes se elaboran en inglés y que no estaban necesaria o específicamente dirigidas al mercado francés. En todo caso, con independencia del calado de esta cuestión indudablemente compleja, la sentencia analizada no acabó por profundizar en la misma a la vista de que existía un acuerdo unánime entre las partes respecto a que eran de aplicación a la actividad los principios de rigor, objetividad, imparcialidad, así como la obligación de recoger de modo expreso los conflictos de interés que pudieran existir.

Asimismo, existió un debate muy interesante sobre el alcance del derecho de libertad de expresión y opinión, así como sus límites (sobre esta cuestión en derecho español puede verse nuestro anterior trabajo al respecto; *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: “Las normas de conducta”, en AA.VV. *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de*

Reforma del Sistema Financiero, Coords. F. Sánchez Calero y J. Schez.-Calero Guilarte, Madrid, 2003, pp. 244 y ss.). En este sentido, la sentencia entiende que resulta plenamente compatible el ejercicio de estos derechos con sujeción a los límites de las normas aplicables a una actividad regulada y a los legítimos derechos de terceros.

Por último, en cuanto a los daños y perjuicios, el problema del nexo de causalidad es evidente, toda vez que corresponde a LVMH probar que aquellas manifestaciones o informaciones en las que la Corte sí que encontró culpa o negligencia fueron las que ocasionaron los perjuicios. Ante la complejidad de la cuestión, la Corte acordó nombrar a un perito para que evaluara los posibles daños que hubieran podido irrogar las conductas concretas que fueron admitidas como negligentes y, una vez recibido el citado informe, se fijaría el *quantum* indemnizatorio.

4. Conclusiones; la perspectiva en derecho español

Como es natural, la Sentencia comentada ha recibido valoraciones desiguales por ambas partes, así como por los comentaristas en general. Mientras que por una parte es indudable que la Corte de Apelaciones ha revocado en buena medida la sentencia del tribunal de instancia, rechazando la práctica totalidad de las imputaciones de LVMH, no es menos cierto que algunas han prosperado aunque hayan sido menos relevantes. Desde una perspectiva cuantitativa, los daños deberán determinarse todavía por el peritaje acordado por lo que es prematuro pronunciarse sobre el particular.

En todo caso, esta Sentencia permite concluir que aquellas informaciones diseminadas públicamente por analistas de inversiones que no se ajusten a los requisitos de rigor y objetividad van a ser susceptibles de ser atacadas en Francia en base a categorías generales de responsabilidad civil extracontractual por aquellas sociedades que se sientan perjudicadas por ellos, sin que los analistas puedan apoyarse de forma generalizada en su libertad de expresión u opinión.

En nuestro ordenamiento, el régimen jurídico de la actividad de los analistas de inversiones ha recibido escasa atención mientras que el problema del análisis de la responsabilidad de los mismos se ha realizado mayoritariamente desde una perspectiva de Derecho Administrativo sancionador (*vid.* ESPÍN GUTIÉRREZ, C., “El análisis de inversiones y los conflictos de interés”, en AA.VV. *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, vol. II, Madrid, 2006, pp. 1405 y ss.; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A., “Las normas de conducta”, en AA.VV. *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, Coords. F. Sánchez Calero y J. Schez.-Calero Guilarte, Madrid, 2003, pp. 135 y ss.; BERCOVITZ ÁLVAREZ, R., “La responsabilidad de los analistas de inversiones”, *RDBB*, núm. 85, 2002,

pp. 7 y ss.; para una perspectiva sobre la responsabilidad civil, nos remitimos al trabajo inédito de YZQUIERDO TOLSADA, M. y ALEMANY EGUIDAZU, J., *Funciones y responsabilidades del analista financiero*, trabajo presentado al I^{er} Premio Jaime Fernández de Araoz sobre Corporate Finance, Madrid, 2005). Se trata, por tanto, de una cuestión pendiente que, al igual que otros “gatekeepers” que rodean a las sociedades cotizadas (por ejemplo, bancos de inversión, auditores, etcétera), precisa de una mayor concreción, sin que existan hasta la fecha precedentes en nuestro país.

Desde un punto de vista del diseño normativo y a rasgos generales, caben a nuestro juicio dos grandes opciones.

Por una parte, existe la opción de dejar la cuestión a las categorías generales de la responsabilidad civil contractual y extracontractual tal y como están en la actualidad en nuestro Derecho privado; mientras esta opción presenta la ventaja indudable de contar con una amplísima y rica jurisprudencia ya consolidada, es evidente que los preceptos del Código Civil tienen también carencias a la hora de que los inversores que entiendan que han sido perjudicados por un informe de analistas puedan encauzar sus acciones de resarcimiento.

Por otra parte, el legislador puede optar por promulgar normas concretas para este tipo de acciones, que es lo que se ha hecho recientemente para la responsabilidad derivada del folleto informativo con el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo y el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos (sobre este particular, puede verse la Nota de GRIMALDOS GARCÍA, M.I., “Algunos apuntes acerca del desarrollo reglamentario del régimen de la responsabilidad civil derivada del contenido del folleto”, *RDBB*, núm. 102, 2006, pp. 271 y ss.).

En todo caso, no queremos dejar de advertir que estamos ante una cuestión de enorme complejidad. El análisis de inversiones desempeña un papel fundamental en los mercados de valores. Por ello, frente a propuestas más rígidamente reglamentistas dirigidas a exigir de los analistas de inversiones unas pruebas de acceso a una profesión regulada y supervisada por un órgano administrativo específico como es el caso de los auditores u otras profesiones (en este sentido, *vid.* BELANDO GARÍN, B., “Los analistas de valores. Entre la intervención pública y la autorregulación”, *RDBB*, núm. 99, 2005, pp. 157 y ss.) y otras con una proyección más sensacionalista que han optado por destacar fundamentalmente los excesos y abusos cometidos por algunos analistas durante muchos años (por ejemplo, GASPARINO, Ch., *Blood on the Street: The Sensational Inside Story of How Wall Street Analysts Duped a Generation of Investors*, Nueva Cork, 2005), pensamos que el ordenamiento jurídico debe reaccionar

con exquisita prudencia puesto que se corre el riesgo de desincentivar y ralentizar el análisis cuando lo deseable sería posiblemente lo contrario (para una visión de la complejidad del problema y de la dificultad de proponer soluciones equilibradas, puede verse COFFEE, J.C., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006, cap. 7).

Desde esta perspectiva de prudencia y enfatizando la necesidad de informar al inversor acerca de los posibles conflictos de interés existentes en los analistas de inversiones y en las recomendaciones que éstos pudieran llegar a formular, se nos antoja que la Directiva 2003/125/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses (ahora transpuesta a nuestro ordenamiento interno por el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado) constituyen un reflejo de esa postura equilibrada y ponderada. No menos importantes son las normas recientemente promulgadas sobre conflictos de interés y publicación de “informes de inversiones” por la reciente Directiva 2006/73/EC, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento aplicables a las empresas de inversión (arts. 24 y ss.).

A ello, deberá añadirse las limitaciones derivadas de la autorregulación de la que, si bien somos en términos generales escépticos, puede desempeñar en este campo un papel mayor en la medida que están en juego la credibilidad y reputación en los mercados de las entidades que publican los informes de análisis.

Alejandro Fernández de Araoz

BIBLIOGRAFÍA

DERECHO BANCARIO

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BANCARIA EN OTROS PAÍSES

CAPRIGLIONE, F., “Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (l.n. 262 del 2005)”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, 1.ª parte (2006), p. 125.

— NORMATIVA DE LA UE EN MATERIA BANCARIA

BAYER/SCHMIDT, “Die neue Richtlinie über die grenzüberschreitende Verschmelzung von Kapitalgesellschaften”, en *NJW* n.º 7 (2006), p. 401.

FORSTHOFF, “Internationale Verschmelzungsrichtlinie: Verhältnis zur Niederlassungsfreiheit und Vorwirkung; Handlungszwang für Mitbestimmungsreform”, en *DStR* n.º 14 (2006), p. 613.

FRAGOS, N., “Das neue europäische und deutsche Investmentrecht. Die Änderungen in Folge der neuen OGAW-Richtlinie und des Investmentgesetzes”, Frankfurt (2006), 206 pp.

NEYE/TIMM, “Die geplante Umsetzung der Richtlinie zur grenzüberschreitenden Verschmelzung von Kapitalgesells-

chaften im Umwandlungsgesetz”, en *DB* n.º 9 (2006), p. 488.

OECHSLER, J., “Die Änderung der Kapitalrichtlinie und der Rückerwerb eigener Aktien”, en *ZHR* 170 (2006), p. 72.

REICH-ROHRWIG, J./WALLNER, B., “Societas Europaea – SE. Die Europäische Aktiengesellschaft (SE) im Überblick mit Mustersatzungen und Gesetzestexten”, Viena (2006), 624 pp.

SCNYDER, A.K., “Europäisches Banken- und Versicherungsrecht”, Heidelberg (2005), 230 pp.

STÜNKEL, K., “EG-Grundfreiheiten und Kapitalmärkte”, Baden-Baden (2005), 398 pp.

WAND, P./TILLMANN, T., “EU-Richtlinienvorschlag zur Erleichterung der Ausübung von Aktionärsrechten”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 12 (2006), p. 443.

— ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD BANCARIA

MOVERACH, I., “The Statutory System of the Bank Supervision and the Failure of BCCI”, en *The Journal of Business Law* (agosto 2006), p. 487.

— **RESPONSABILIDAD DEL BANCO
(DE LA BANCA)**

KINDLER, “Durchgriffsfragen der Bankenhaftung beim fehlerhaften finanzierten Gesellschaftsrecht”, en *ZGR* n.º 2 (2006), p. 167.

— **SECRETO BANCARIO (INFORMACIONES DE LA BANCA)**

LANG, “Inhalt, Umfang und Reichweite des Bankgeheimnisses”, en *ZBB* n.º 2 (2006), p. 115.

— **BANCA EXTRANJERA (ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LA BANCA)**

MÖLLERS/BEUTEL, “Haftung zur Äusserungen zur Bonität des Bankkunden: Der BGH zum Rechtsstreit Leo Kirch gegen Deutsche Bank und Breuer”, en *NZG* n.º 9 (2006), p. 338.

— **CONTRATOS BANCARIOS**

ALVARADO HERRERA, L., “Breves notas acerca de la ‘Declaración universal de derechos de los usuarios financieros’”, en *Revista de la Contratación Electrónica* n.º 69 (2006), p. 3.

ARIAS POU, M., “El consentimiento en la contratación electrónica a través de Internet”, en *La Ley* n.º 6540 (1 de septiembre de 2006), p. 1.

COSSU, M., “Domestic currency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negóciale”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, 2.ª parte (2006), p. 168.

HÖPFNER/SEIBL, “Bankvertragliche Loyalitätspflicht und Haftung für kreditschädigende Äusserungen nach dem Kirch-Urteil”, en *BB* n.º 13 (2006), p. 673.

MERUSI, F., “Profili giuridici dell’equipollenza monetaria dei sistemi di pagamento”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, 1.ª parte (2006), p. 113.

VISCUSI, A., “Brevi osservazioni in tema di conflitto di interessi, atti ultra vires e professionalità del banchiere”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, 2.ª parte (2006), p. 199.

— **CUENTA CORRIENTE**

KUMPAN, C., “Börsenmacht Hedge-Fonds – Die Regelungen in den USA und mögliche Implikationen für Deutschland”, en *ZHR* n.º 170 (2006), p. 39.

— **PRÉSTAMO**

MIRONE, A., “La normativa sull’anatocismo bancario nuovamente al vaglio della Corte Costituzionale”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, 2.ª parte (2006), p. 224.

— **GARANTÍAS DE LA ACTIVIDAD BANCARIA**

BARNES, J./BYRNE, J., “Letters of Credit: 2004 Cases”, en *The Business Lawyer* n.º 4 (2005), p. 1699.

BUSTO LAGO, José Manuel, “Las garantías personales atípicas en el ordenamiento jurídico español: configuración jurídica de las garantías a ‘primer requerimiento’ y autónomas”, Cizur Menor (2006), 366 pp.

DOMÍNGUEZ PÉREZ, E.M., “Problemática de las cartas de patrocinio. Comentarios a algunos recientes pronuncia-

mientos jurisprudenciales”, en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario* n.º 694 (2006), p. 782.

POULLET, C., “Les garanties financières: une efficacité renforcée au détriment des droits des autres créanciers?”, en *Revue Pratique des Sociétés* (3^{er} trim. 2005), p. 245.

STUPP, “Aktuelle Rechtsprobleme bei der Verpfändung von Aktien zur Kreditbesicherung”, en *DB* n.º 12 (2006), p. 655.

— CONTRATO DE LEASING

MOLINA SANDOVAL, C.A., “La registración del contrato de leasing y sus efectos en el proceso concursal en Argentina”, en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario* n.º 694 (2006), p. 655.

DERECHO BURSÁTIL

— EL MOVIMIENTO LEGISLATIVO EN MATERIA BURSÁTIL EN OTROS PAÍSES DE LA UE

AMATUCCI, “L’azione collettiva nei mercati finanziari come strumento di governo societario. (Divagazioni in tema di trasparenza obbligatoria e di effettività dell’art. 2395 c.c.)”, en *Rivista delle Società* n.º 6 (2005), p. 1336.

APFELBACHER/METZNER, “Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme”, en *BKR* n.º 3 (2006), p. 81.

ASSMAN, H.-D./SCNEIDER, U.H., “Wertpapierhandelsgesetz”, 4.^a ed., Colonia (2006), 1849 pp.

BINDER/BROICHHAUSEN, “Entwicklungslinien und Perspektiven des Kapitalmarktrechts”, en *ZBB* n.º 2 (2006), p. 85.

BLAUROCK, U., “Anleger-und Gläubigerschutz bei Handelsgesellschaften. Verhandlungen der Fachgruppe für vergleichendes Handels-und Wirtschaftsrecht bei der 30. Tagung für Rechtsvergleichung

vom 22. bis 24. September 2005 in Würzburg”, *Tubinga* (2006), 98 pp.

COMMITTEE ON CORPORATE COMPLIANCE, ABA SECTION OF BUSINESS LAW, “Corporate Compliance Survey”, en *The Business Lawyer* n.º 4 (2005), p. 1759.

CROMME, G., “Corporate Governance Report 2005”, Stuttgart (2005), 190 pp.

DARMSTADTER, H., “Investment Securities – Article 8: 2004 Developments”, en *The Business Lawyer* n.º 4 (2005), p. 1715.

EIGENMANN, “Projet de loi sur le dépôt et le transfert des titres intermédiaires, aspects choisis”, en *RSDA/SZW* n.º 2 (2006), p. 104.

ENTZIAN, T., “Das neue Investmentrecht 2004. Stand 2005/2006. Bd. 2 Steuern, relevanter Texte”, 4.^a ed., Frankfurt (2006), 330 pp.

GIRAUDO, J.P., “Charitable Contributions and the FCP: Schering-Pough and the Increasing Scope of SEC Enforcement”, en *The Business Lawyer* n.º 1 (2005), p. 135.

GRIFFITH, S./STEELE, M., “On Corporate Law Federalism: Threatening the Thaumatrope”, en *The Business Lawyer* n.º 1 (2005), p. 1.

GROTHER, PH., “Unternehmensüberwachung durch den Aufsichtsrat. Ein Beitrag zur Corporate Governance-Diskussion in Deutschland”, Frankfurt (2006), 445 pp.

HARTMANN, I., “Performance ausländischer Unternehmen am deutschen Kapitalmarkt”, Lohmar (2006), 308 pp.

HAUSCHKA, “Die Voraussetzungen für ein effektives Compliance-System i.S. von § 317 Abs. 4 HGB”, en *DB* n.º 21 (2006), p. 1143.

HIRSCHBERG, H., “MiFID – Ein neuer Rechtsrahmen für die Wertpapierhandelsplätze in Deutschland”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 11 (2006), p. 398.

JAHN, “Nach dem Mannesmann-Urteil des BGH: Konsequenzen für Wirtschaft, Justiz und Gesetzgeber”, en *ZIP* n.º 16 (2006), p. 738.

KIRSCHBAUM, “Die Entwicklung eines Public Corporate Governance Kodex für öffentliche Banken”, en *BKR* n.º 4 (2006), p. 139.

KNAUTH/KÄSLER, “§ 20a WpHG und die Verordnung zur Konkretisierung des Marktmanipulationsverbots”, en *WM* n.º 22 (2006), p. 1041.

KOHLER/OBERMÜLLER/WITTIG, “Kapitalmarkt – Recht und Praxis. Gedächtnisschrift für Ulrich Bosch”, Munich (2006), 334 pp.

KÜTING, “Neufassung des IDW S 4 – Auf dem Weg von einer freiwilligen zu einer gesetzlich kodifizierten Prospektprüfung?”, en *DSiR* n.º 23 (2006), p. 1007.

PFITZER, N./OSER, P./ORTH C., “Deutscher Corporate Governance Kodex.

Ein Handbuch für Entscheidungsträger”, Stuttgart (2005), 544 pp.

SCHÄFER, F./HAMANN, U., “Kapitalmarktgesetze. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Börsengesetz (BörsG) mit BörsZulV. Wertpapierprospektgesetz (WpPG). Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG). Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)”, 2.ª ed., Stuttgart (2006), 1676 pp.

SKEEL, D.A., Jr., “Icarus and American Corporate Regulation”, en *The Business Lawyer* n.º 1 (2005), p. 155.

SPINDLER, G., “Bank-und Kapitalmarktrecht case by case”, Stuttgart (2005), 413 pp.

THORSTEN, B., “Die Haftung für den deutschen Corporate Governance Kodex”, Baden-Baden (2005), 210 pp.

TULLI, S., “International Documents on Corporate Responsibility”, Hardback (2005), 576 pp.

WEBER-REY, D., “Whistleblowing zwischen Corporate Governance und Better Regulation”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 11 (2006), p. 406.

WERDER v./TALAULICAR, “Kodex Report 2006: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex”, en *DB* n.º 16 (2006), p. 849.

WIESBROCK/ZENS, “Die WpÜG-Pflichten bei der Nachfolge in börsennotierten Aktiengesellschaften”, en *ZEV* n.º 4 (2006), p. 137.

— OTROS ÓRGANOS DE VIGILANCIA Y CONTROL

BRUNETTI, L., “La procedura sanzionatoria Consob ai sensi dei nuovi artt. 187-bis e 195 t.u.f. e l'opposizione alle sanzioni avanti il giudice ordinario ex artt.

195 e 196 t.u.f.”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, 1.ª parte (2006), p. 195.

— RÉGIMEN DE ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS

LANGGUTH/BRUNSCHÖN, “Segmentberichterstattung am deutschen Kapitalmarkt”, *DB* n.º 12 (2006), p. 625.

MEISSNER, J., “Die Stabilisierung und Pflege von Aktienkursen im Kapitalmarkt- und Aktienrecht”, Berlín (2005), 235 pp.

— ADMISIÓN A COTIZACIÓN Y EXCLUSIÓN

ZÜRCHER, “Die Pflicht zur Aktualisierung des Prospektes während der Zeichnungsfrist beim Börsengang”, en *RSDA/SZW* n.º 2 (2006), p. 127.

— CONTRATOS BURSÁILES. EN GENERAL

GOTTSCHALK, “Emissionsbedingungen und AGB-Recht”, en *ZIP* n.º 24 (2006), p. 1121.

MANZEI, “Einzelne Aspekte der Prospektspflicht am Grauen Kapitalmarkt”, en *WM* n.º 18 (2006), p. 845.

OCHS, B., “Die einheitliche kapitalmarktrechtliche Prospekthaftungstheorie”, Frankfurt (2005), 224 pp.

REIDENBACH, D., “Europäisches Banken- und Versicherungsrecht”, Heidelberg (2005), 230 pp.

TUCCI, A., “Responsabilità dell’intermediario per illecito del promotore finanziario e concorso di colpa dell’investitore”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, 2.ª parte (2006), p. 146.

VOGLER, H., “Schadensersatzhaftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zur fehlerhafte Aktienanalyse”, Baden-Baden (2005), 360 pp.

— OPAS

ACCINNI, “OPA obbligatoria e condotta ‘artificiosa’ nel reato di aggraviaggio c.c. ‘manipolativo’”, en *Rivista delle Società* n.º 1 (2006), p. 59.

ALLEN, W.T./STRINE, Jr. L., “When the Existing Economic Order Deserves a Champion: The Enduring Relevance of Martin Lipton’s of the Corporate Law”, en *The Business Lawyer* n.º 4 (2005), p. 1383.

ATKINS, P.A., “M&A Today – Practical Thoughts for Directors and Deal-Makers”, en *The Business Lawyer* n.º 4 (2005), p. 1455.

BACHMANN, “Der Grundsatz der Gleichbehandlung im Kapitalmarktrecht”, en *ZHR* n.º 2 (2006), p. 144.

BELTRÁN, L.C./GARCÍA-VILLARRUBIA BERNABÉ, M., “La intervención de los accionistas en el procedimiento de autorización de OPAs de exclusión”, en *Revista de Derecho Mercantil* n.º 258 (2005), p. 1613.

BOLATTI, R.F./VARALLO, G.V./CZESCHIN, B.E., “UNOCAL Revisited: Lipton’s Influence on Bedrock Takeover Jurisprudence”, en *The Business Lawyer* n.º 4 (2005), p. 1399.

BONNEAU, TH., “La réforme 2006 des offres publiques d’acquisition” en *Dr. Sociétés* (mayo 2006), p. 5.

DAIGRE, J.J., “Offre publique, action de concert, franchissement de seuils, obs. sous CA Paris 19 oct. 2005”, en *Bull. Joly Bourse* (2006), § 41, p. 1603.

FRIEDL, “Die Stellung des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft bei Abgabe eines

Übernahmeangebots nach neuem Übernahmerecht unter Berücksichtigung des Regierungsentwurfs zum Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetz”, en *NZG* n.º 11 (2006), p. 422.

GILSON, R.J./KRAAKMAN, R., “Takeovers in the Boardroom: Burke Versus Schumpeter”, en *The Business Lawyer* n.º 4 (2005), p. 1419.

LE NABASQUE, H., “Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n.º 2006-387 du 31 mars 2006”, en *Revue des Sociétés* n.º 2 (2006), p. 237.

LIPTON, M., “Twenty-Five Years After Takeover Bids in the Target’s Boardroom: Old Battles, New Attacks and the Continuing War”, en *The Business Lawyer* n.º 4 (2005), p. 1369.

MERKT/BINDER, “Änderungen im Übernahmerecht nach Umsetzung der EG-Übernahmerrichtlinie: Das deutsche Umsetzungsgesetz und verbleibende Problemfelder”, en *BB* n.º 24 (2006), p. 1285.

POPP, “Squeeze-out-Abfindung bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen”, en *WpG* n.º 7 (2006), p. 436.

PÜTTMANN, G., “Squeeze-out. Der Zwangsausschluss von Minderheiten nach deutschem Aktienrecht”, Bremen (2006), 250 pp.

RONTCHEVSKY, N., “La loi n.º 2006-387 du 31 mars 2006 transpose en droit français la directive communautaire du 21 avril 2004 relative aux offres publiques d’acquisition”, en *Revue trimestrielle de Droit commercial et de Droit économique* n.º 2 (2006), p. 437.

RÜHLAND, “Der übernahmerechtliche Squeeze-out im Regierungsentwurf des Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetzes”, en *NZG* n.º 11 (2006), p. 401.

SCHALAST, “Veräusserung von Einzelforderungen (Single Names) und Port-

folios netleidender Kredite – Markttrends und Entwicklungen”, en *BKR* n.º 5 (2006), p. 193.

SEIBT, C.H./HEISER, K.J., “Analyse des Übernahmerrichtlinie-Umsetzungsgesetzes (Regierungsentwurf)”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 9 (2006), p. 301.

SIEBERT, “Die Haftung der Mitglieder des Übernahmekonsortiums nach den Regeln der verdeckten Sacheinlage”, en *NZG* n.º 10 (2006), p. 366.

STOUT, L.A., “Takeovers in the Ivory Tower: How Academics Are Learning Martin Lipton May Be Right”, en *The Business Lawyer* n.º 4 (2005), p. 1435.

— RÉGIMEN DE LOS INSIDER

ASSMANN, H.-D., “Ad hoc-Publizitätspflichten im Zuge von Enforcementverfahren zur Überprüfung der Rechnungslegung nach §§ 37nff. WpHG”, en *Die AktienGesellschaft* n.º 8 (2006), p. 261.

ENSTHALER/BOCK/STRÜBBE, “Publizitätspflichten beim Handel von Energieprodukten an der EEX – Reichweite des geänderten § 15 WpHG”, en *BB* n.º 14 (2006), p. 733.

HÜRLIMANN, S., “Der Insiderstrafatbestand. Rechtsvergleichende Studie der schweizerischen und der US-amerikanischen Regelung unter Berücksichtigung der EU-Richtlinien und der aktuellen Entwicklungen im Finanzmarktrecht”, Zurich (2006), 274 pp.

SCHNEIDER/SCHNEIDER, “Der Rechtsverlust gemäss § 28 WpHG bei Verletzung der kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten – zugleich eine Untersuchung zu § 20 Abs. 7 AktG und § 59 WpÜG”, en *ZIP* n.º 11 (2006), p. 493.

ZETZSCHE, D., “Aktionärsinformation in der börsennotierten Aktiengesellschaft”, Colonia (2006), 525 pp.

— SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN

GSTÄDTNER/EKICKER, “Das Aufsichtsrecht der Hedgefonds – Anspruch und Wirklichkeit”, en *BKR* n.º 3 (2006), p. 91.

HEISTERHAGEN, “Prospekthaftung sur geschlossene Fonds nach dem Börsen-

gesetz – wirklich ein Beitrag zum Anlegerschutz”, en *DSiR* n.º 17 (2006), p. 759.

HU, H.T., “The New Portfolio Society, SEC Mutual Fund Disclosure, and the Public Corporation Model”, en *The Business Lawyer* n.º 4 (2005), p. 1303.

SPINDLER/BEDNARZ, “Die Regulierung von Hedge-Fonds im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht”, (I) en *WM* n.º 12 (2006), (II) en *WM* n.º 13 (2006), p. 601.

TÍTULOS VALORES

— VALORES MOBILIARIOS

ACCIONES

AUZERO, G., “Stock-options, licenciamiento du bénéficiaire, incidence, obs. sous Cass. Soc. 1^{er} déc. 2005”, en *Bull. Joly* 2006, § 100, p. 507.

BERNASCONI, C./SIGMAN, H., “La Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d’un intermédiaire (Convention de La Haye sur les titres), en *Euredia* n.º 3 (2005), p. 213.

BÜSCHER, “Zur Verfassungswidrigkeit der Anwendung des WpÜG auf den öffentlichen Erwerb eigener Aktien”, en *ZBB* n.º 2 (2006), p. 107.

GUILLAUME, F., “Les titres détenus auprès d’un intermédiaire (titres intermé-

diés) en droit suisse – Aspects de droit matériel et de droit international privé”, en *Euredia* n.º 3 (2005), p. 247.

HOVASSE, H./DESLANDES, M./GENTILHOMME, R., “Actions de préférence dans la transmission familiale de l’entreprise”, en *Dr. Sociétés, Actes pratiques*, (enero-febrero 2006), p. 5.

LABARTHETTE, D., “Les plans de stock-options à l’épreuve des attributions gratuites d’actions”, en *JCP* (2006), p. 1576.

MARANO, P., “Multi-negoziiazione delle azioni e diritto societario”, en *Banca Borsa Titoli di Credito* n.º 2, 1.^a parte (2006), p. 180.

REIM, Aktienoptionen aus AGB-rechtlicher Sicht”, en *ZIP* n.º 23 (2006), p. 1075.

ESPIGARES HUETE, José Carlos: *La garantía “a primer requerimiento”*. *Mecanismos de defensa frente a las reclamaciones abusivas del beneficiario*, Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia (*Studia Albornotiana*, XCII), Bolonia, 2006, 445 pp.

1. El buen hacer del Profesor Evelio Verdera y Tuells al frente de la colección de estudios jurídicos *Studia Albornotiana* ha dado un nuevo fruto. No diré que es el enésimo porque en este contexto, de publicación de monografías jurídicas fiables por su calidad, resulta más ilustrativo y significativo precisar que se trata, el ahora recensionado, del nonagésimo segundo volumen de la referida colección. Es un libro, también éste, que trae causa de una estancia doctoral de su autor, José Carlos Espigares Huete, en la cuna universitaria europea; esto es, en Bolonia, en la hermosa ciudad medieval que aún sigue siendo destino deseado para tantos jóvenes españoles que ponen su afán, no siempre debidamente correspondido ni atendido, en hacer de la carrera universitaria profesión de vida.

El autor de la monografía intitulada *La garantía “a primer requerimiento”* es, en efecto, Doctor Europeo en Derecho por la Universidad de Bolonia. En la portada del libro también consta como Profesor de Derecho Mercantil de la Universidad de Granada, si bien actualmente ha encontrado acogida, para el desempeño de la función docente, en la Universidad Miguel Hernández de Elche, de la que es Ayudante.

El cuerpo de la obra se encuentra precedido de tres textos preliminares, el último de los cuales constituye la *Introducción* del autor. La relación de abreviaturas, así como los anexos, de bibliografía y de jurisprudencia y los índices de autores y de materias, han sido confeccionados con sumo detalle y apreciable pulcritud, y resultan particularmente útiles para el lector necesitado de hacer alguna consulta específica.

El Profesor Luis de Angulo Rodríguez ha escrito el *Prólogo*, en el que comienza por evocar el acto académico de defensa de la tesis doctoral del Profesor Espigares, que “se produjo en un ambiente verdaderamente universitario”. Hace notar igualmente el Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Granada que el Tribunal, del que formó parte junto a otros ilustres juristas, otorgó por unanimidad la máxima calificación, sobresaliente *cum laude*. Quiero pensar que quienes lean la monografía resultante convendrán conmigo en tener por acertado el juicio del Tribunal en el que se integraron, además, los Profesores Luigi Carlo Ubertazzi (Universidad de Pavía), Vito Mangini (Universidad de Bolonia), Emilio Beltrán Sánchez (Universidad San Pablo CEU de Madrid) y Alberto Díaz Moreno (Universidad de Sevilla). En fin, no

puedo sino compartir el parecer que el Profesor Angulo expresa diciendo que “este trabajo es un estudio fresco y vivo en el ámbito comercial internacional”, en el que “se aprecian senderos de rigor científico y riqueza en el material bibliográfico y jurisprudencial manejado para diseccionar los concretos problemas que se plantean”.

El Profesor Vito Mangini ha escrito una *Presentación*, justificadamente si se tiene presente su condición de tutor del Profesor Espigares durante la estancia de éste en la señera Universidad boloñesa. También en este caso me complazco en transcribir unas palabras referidas a la tesis doctoral y que son, a la vista de la publicación de ésta, merecidísimas a mi entender: “gran dominio de los problemas afrontados, gran capacidad de análisis y de argumentación, amplísimo aparato informativo (en particular de derecho comparado)”.

2. Problema de vida o muerte. Así presentaba el Profesor Garrigues, como de todos es sabido, el asunto de las excepciones causales en el marco del ejercicio de la acción cambiaria. Merece la pena recordar el pasaje: “Ningún otro problema se equipara en importancia a este de las excepciones en el juicio cambiario: es un problema de vida o muerte para la letra como medio de conceder un crédito con garantía”. Como tantas del inolvidable —aun cuando cada vez más olvidado— maestro, una frase feliz, plena de acierto en la expresión del núcleo del tema objeto de estudio.

Me acordaba yo de esas palabras al comenzar la lectura de la obra del Profesor Espigares. No pueden emplearse, claro está, de la misma manera en relación con la letra de cambio y con la garantía a primer requerimiento. La existencia de diversos sistemas cambiarios, en función —lo digo a grandes rasgos— de la concepción de la letra de cambio conforme a un criterio causalista o a un criterio abstracto, se predica sin que comporte la negación de la esencia en alguno de los casos considerados. Quiero decir, al cabo, que una letra de cambio causalizada no deja de ser, precisamente, letra de cambio; la letra de cambio abstracta, por tanto, no es la única letra de cambio. Todo lo anterior debe entenderse, por supuesto, en presencia de un tercero, que es el supuesto que en el Derecho, como en la vida misma, todo lo complica.

Para la figura de la garantía a primer requerimiento —debo ya hacer constar que sigo la terminología por la que se decanta el autor del libro recensionado, sin perjuicio de la necesaria diferenciación entre pactos contractuales de suyo diversos—, el problema de las excepciones no es de vida o muerte como lo es para la letra de cambio, porque lo es para ésta *como medio de conceder un crédito con garantía*. Me valdré de palabras del Profesor Espigares para poner de manifiesto el alcance del problema en relación con la figura objeto de su estudio: “la cuestión central está íntimamente ligada con la propia concepción y naturaleza de estos contratos”, ya que “reconocer determinados mecanismos de

defensa es tanto como desnaturalizar en última instancia la garantía así configurada”. En efecto, si los interesados han convenido en que el garante deba atender la pretensión del beneficiario sin poder hacer valer las excepciones a disposición del ordenante, no se permita que aquél, por una u otra vía, las haga valer. Es la esencia de la nueva modalidad de garantía, no una caracterización posible entre otras, la que se compromete al abrir la puerta a excepciones ajenas a la garantía misma.

Ahora bien, si el interés del beneficiario de la garantía demanda que el dador de ésta no pueda ampararse en vicisitudes propias de la relación causal al efecto de retener la prestación debida, el interés del garante, y a la postre del ordenante de aquélla, demanda que pueda ponerse alguna barrera al ejercicio abusivo de su derecho por parte del beneficiario. Como dice el Profesor Espigares, “reconocer determinados medios de defensa no debe entenderse como una desnaturalización de la garantía ‘a primer requerimiento’ sino como una conceptualización en sus justos términos y dentro de lo jurídicamente admisible”.

Éste ha sido el propósito investigador que ha cristalizado en la monografía recensionada, que aparece dividida en dos partes, comprensiva la primera de éstas de dos capítulos de largos títulos: “Caracterización de las garantías ‘a primer requerimiento’ o ‘a primera demanda’ desde la perspectiva de los mecanismos de defensa frente a la posibilidad de reclamaciones abusivas” y “Validez de las garantías con cláusula de pago ‘a primer requerimiento’”. Su naturaleza jurídica. Su diversidad”. En esta primera parte trata el autor, con un acentuado estilo crítico que por momentos deviene inmisericorde con nuestro Tribunal Supremo, del estado de la cuestión; al cabo de todo, la caracterización de la garantía a primer requerimiento. Ha preocupado particularmente al Profesor Espigares, y aquí se encuentra un motivo determinante de la indagación llevada a cabo, “la ausencia de rigor en la jurisprudencia española en cuanto a la aplicación del principio de buena fe contractual en esta materia”, de modo que “las decisiones judiciales están presididas por la discrecionalidad incidiendo directamente sobre los riesgos y los costes que las partes asumieron al concluir el contrato”.

3. El objeto central del estudio del Profesor Espigares integra la segunda parte de la monografía, cuyo único capítulo, el tercero, se intitula “Problemática de las reclamaciones abusivas o improcedentes”. Punto de partida clave —ya se apuntó— es que reconocer determinados mecanismos de defensa no debe entenderse como una desnaturalización de la garantía a primer requerimiento, sino como una conceptualización en sus justos términos y dentro de lo jurídicamente admisible. El análisis de los concretos mecanismos de defensa se ha llevado a cabo distinguiendo entre la tutela anterior al pago de la garantía o preventiva y la posterior al pago.

Por lo que hace a la tutela anterior al pago o preventiva, el Profesor Espigares parte de la idea de que las excepciones oponibles estarán limitadas por las normas y principios jurídicos que rigen y dan coherencia al sistema y que limitan la autonomía de las partes al pactar la garantía. Así, serán oponibles, sin duda, las excepciones que deriven del texto mismo de la garantía, excepciones literales que constituyen presupuesto para la reclamación puesto que están vinculadas al cumplimiento estricto de formalidades previamente pactadas (por ejemplo, falta de la declaración del beneficiario que según la literalidad de la garantía condicionaba su operatividad, supuestos en los que el beneficiario procede a la reclamación sin indicar los motivos que según el texto mismo de la garantía justifican su reclamación, omisión por el beneficiario de la presentación de documentos a los que se condicionaba su efectividad a tenor también de la propia garantía pactada, reclamación extemporánea, pluspetición, falta de legitimación activa en quien reclama). Se matiza igualmente cuanto concierne a la importante y espinosa cuestión de la excepción de invalidez del contrato de garantía. El autor, por otra parte, se pronuncia, en relación con la excepción de compensación, en el sentido de considerar que en principio resulta excluida por razón de la causa función de la garantía, no obstante lo cual aconseja que en los contratos se pacte expresamente su exclusión.

Particular relieve presenta, como era de esperar, el estudio de la *exceptio doli*, mecanismo natural para hacer valer cualquier excepción fuera de los supuestos de excepciones con origen en el contrato de garantía. Se plantea la oponibilidad de esta excepción cuando el garante, ante la evidencia del abuso y pese a haber pactado una garantía de este tipo, deniega el pago al beneficiario y pretende hacerla valer ante el requerimiento judicial de pago. Cuestiones relevantes que resultan abordadas y magníficamente tratadas son, aparte la del fundamento de la excepción, la delimitación de su objeto, la necesidad de liquidez de la prueba y la comunicación que deben mantener el garante y el ordenante de la garantía en el crucial momento de la reclamación efectuada por el beneficiario.

Del análisis llevado a cabo por el Profesor Espigares sobre la adopción de medidas cautelares, por cierto con impecable técnica comparatista como en el conjunto de la obra, cabe destacar su pronunciamiento contrario a la inadmisibilidad del embargo preventivo del crédito del beneficiario, así como las concreciones necesarias acerca de la posibilidad de obtener un mandamiento judicial interdictorio del pago de la garantía.

El estudio de la tutela posterior al pago se centra en el ejercicio de determinadas acciones como la acción de regreso del garante frente al deudor ordenante y la acción de repetición contra el beneficiario. Así, el reembolso podrá ser negado a la banca que otorgó una garantía en términos más onerosos que los

indicados por su cliente, o que efectuó el pago en contra de lo dispuesto claramente en la garantía (por ejemplo, reclamación extemporánea, pluspetición), o frente a una reclamación manifiestamente abusiva, estando en condiciones de oponer la *exceptio doli*. En cuanto a la acción de repetición contra el beneficiario, el Profesor Espigares clarifica la distribución de su titularidad entre el ordenante de la garantía y, excepcionalmente, el garante.

En fin, las últimas páginas de la monografía recensionada se dedican a la configuración de la propia garantía, comprendiendo los siguientes asuntos: cláusula de pago “a primer requerimiento” y diferente configuración contractual del riesgo; la sujeción a un plazo de validez y la problemática del *extend or pay* como posibilidad de una reclamación abusiva; la conveniencia de la garantía documentaria y el rechazo de las condiciones no documentarias —las reglas de la CCI relativas a la carta de crédito contingente—; cesión independiente de la garantía, cesión del contrato base y reclamaciones abusivas; fusión y garantía “a primer requerimiento”; la Convención de las Naciones Unidas sobre garantías independientes y cartas de crédito contingente, un avance importante en la prevención de reclamaciones abusivas, y las reclamaciones abusivas y las contragarantías.

Pablo Luis Núñez Lozano

ÍNDICE GENERAL DEL AÑO 2006

	N.º de revista	Página
ARTÍCULOS		
— Algunas cuestiones en torno al derecho de emisión de CO ₂ y al mercado en que se negocia. <i>Flavia Rosembuj González-Capitel</i>	101	9
— Crédito cambiario y tutela judicial. <i>Federico Adan Doménech</i>	101	87
— Los créditos subordinados en la Ley Concursal. <i>Abel B. Veiga Copo</i>	102	9
— Introducción al sistema de reintegración concursal en el sistema financiero español. <i>Luis de Valle</i>	102	71
— El embargo del saldo de la tarjeta de crédito. <i>Rocío Martí Lacalle</i>	102	145
— El contrato de renting. <i>Nemesio Vara de Paz</i>	103	11
— La internacionalización de los mercados de valores y la lucha contra los abusos de mercados transfronterizos. <i>Esther Hernández Sainz</i>	103	47
— Organización de las empresas de servicios de inversión conforme a la disciplina jurídica bancaria. <i>Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda</i>	103	143
— El declinar de la Junta y el buen gobierno corporativo. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	104	9
— El impacto de las nuevas tecnologías de la comunicación sobre la convocatoria y la información ante la Junta general de las sociedades cotizadas. <i>M.ª Teresa Martínez Martínez</i>	104	37

	N.º de revista	Página
— La representación de los accionistas como instrumento de poder corporativo. <i>Fernando Rodríguez Artigas</i> .	104	55
— Administradores y Junta general: Nuevas y viejas reflexiones sobre distribución y control del poder en las sociedades cotizadas. <i>Luis Fernando de la Gándara</i> . .	104	83
— El escaso éxito del Reglamento de Junta de accionistas como instrumento de revitalización de ese órgano. Perspectivas de futuro. <i>Luis Fernández del Pozo</i>	104	105
— Las asociaciones de accionistas: Su conveniencia y sus riesgos. <i>Carmen Alonso Ledesma</i>	104	143
— ¿Debe limitarse el derecho de impugnación de acuerdos en las sociedades anónimas cotizadas? <i>Andrés de la Oliva Santos</i>	104	163
— La Junta general en las sociedades cotizadas. (Algunas referencias empíricas sobre sus aspectos principales). <i>Juan Sánchez-Calero, Isabel Fernández y Mónica Fuentes</i>	104	171

CRÓNICA

— Un billete de ida y otro de vuelta para el capital-riesgo. Un viaje a partir de la nueva Ley reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. <i>Marta García Mandaloniz</i>	101	117
— De la esclavitud documental a la ausencia de documento en el descuento bancario. <i>Victoria E. Betancor Sánchez y Rosalía Estupiñán Cáceres</i>	101	151
— Asistencia y delegación de voto por medios de comunicación a distancia en las juntas generales de accionistas. <i>José María Muñoz Paredes</i>	102	187
— El fideicomiso mercantil en América latina. <i>Sergio Rodríguez Azuero</i>	102	195
— El control de contenido de las cláusulas de morosidad en las operaciones comerciales. <i>Klaus Jochen Albiez Dohrmann</i>	103	209

	N.º de revista	Página
— Bases y directrices para la regulación del factoring en la República Argentina. <i>Héctor Alegría y Carlos A. Molina Sandoval</i>	103	239

JURISPRUDENCIA

— Cláusulas abusivas de los contratos bancarios por aplicación de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación. <i>Emilio Díaz Ruiz</i>	101	185
— ¿Revocación del crédito irrevocable confirmado? <i>José Luis García-Pita y Lastres</i>	102	213
— De nuevo y hasta cuando, ¿qué son las cajas de ahorros? <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	103	281

NOTICIAS

— Sobre la sociedad europea domiciliada en España. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	101	225
— Abuso de mercado: desarrollo de la Ley del Mercado de Valores por el Real Decreto 1333/2005. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	101	229
— La Directiva 2003/48/CE, su ineficacia práctica y la posible vulneración del secreto bancario. <i>Antonio J. Monroy Antón</i>	101	233
— Consulta de la Comisión Europea sobre Derecho de sociedades y gobierno corporativo. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	101	239
— La determinación de los derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a fondos de titulización de activos por la Orden EHA/3536/2005. <i>Alberto Fernández Alén</i>	101	242
— Aprobada la Ley de Entidades de Capital Riesgo. <i>Fernando Barco</i>	101	244

	N.º de revista	Página
— Aprobada la nueva Directiva europea contra el blanqueo de capitales. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i> ...	101	245
— Los tipos y modelos de folletos de oferta pública y de admisión a negociación de valores: la Orden EHA/3537/2005. <i>Alberto Fernández Alén</i>	101	246
— Publicidad de resoluciones concursales a través de Internet. <i>Fernando Barco</i>	101	250
— Modificación de la Directiva sobre la transparencia de las relaciones entre Estados miembros y empresas públicas. <i>Jaime Baillo Morales-Arce</i>	101	251
— Informe de la CNMV sobre la práctica del Buen Gobierno por las sociedades cotizadas españolas. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	101	251
— El nuevo reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva de 2005. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	101	252
— Gran Bretaña: simplificación de la información contable a preparar por las sociedades cotizadas. <i>Christi Amesti Mendizábal</i>	101	260
— Supervisión de conglomerados financieros y otras reformas reglamentarias: el Real Decreto 1332/2005. <i>Alberto Fernández Alén</i>	101	261
— <i>Squeeze-out</i> : el Tribunal Supremo Federal alemán considera que la constitucionalidad de la transferencia forzosa de las acciones de accionistas minoritarios al accionista principal con arreglo a la Ley de Sociedades alemana está fuera de duda. <i>Zinaída González Blanco</i>	101	264
— La Directiva 2005/56/CE sobre fusiones transfronterizas de sociedades de capital. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	101	266
— La Comisión Europea presenta una Propuesta de Directiva sobre el ejercicio de los derechos de voto de los accionistas de sociedades cotizadas con sede social en un Estado miembro de la Unión. <i>M.ª Teresa Martínez Martínez</i>	101	272
— Desarrollo normativo sobre el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	101	276

	N.º de revista	Página
— El nuevo Real Decreto de emisiones: principales novedades en materia de emisiones de valores negociables. <i>Luis de Valle y Teresa Martín</i>	101	281
— OPAs y “Public to private”: accionista y oferente; accionista u oferente. <i>Juan Aguayo</i>	102	265
— Comunicación de la Comisión Europea de diciembre de 2005 sobre las Agencias de Calificación Crediticia. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	102	267
— Suspensión de la limitación a la publicidad de las resoluciones concursales en el Registro Mercantil Central. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	102	269
— Las sociedades cotizadas no podrán acogerse a la contabilidad abreviada. <i>Christi Amesti Mendizábal</i>	102	270
— Algunos apuntes acerca del desarrollo reglamentario del régimen de la responsabilidad civil derivada del contenido del folleto. <i>María Isabel Grimaldos García</i>	102	271
— Sentencia del Tribunal Supremo sobre el Real Decreto de cuotas participativas de Cajas de Ahorros. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	102	279
— Delito de estafa y descuento bancario. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	102	281
— Nueva modificación a los Anexos del Reglamento europeo de insolvencia. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i> . .	102	282
— La nueva regulación en materia de mercados secundarios oficiales de instrumentos financieros derivados sobre energía. <i>Luis de Valle</i>	102	282
— Contabilidad de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	102	288
— El desarrollo reglamentario de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (los denominados “hedge funds”). <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	102	290
— Gran Bretaña: incorporación transitoria de la Directiva de OPAs. <i>Juan Ignacio Signes de Mesa</i>	102	295
— Creación de un Grupo de Trabajo sobre movilidad de los clientes en relación con las cuentas bancarias. <i>Fernando Barco</i>	102	296

	N.º de revista	Página
— Novedades sobre prestación de garantías en el ámbito tributario. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> . . .	102	297
— Criterios de valoración que sirven de base para calcular las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	102	299
— Ampliación de los plazos de transposición de la Directiva sobre mercados de instrumentos financieros. <i>Fernando Barco</i>	102	300
— Un profesor de la <i>Harvard Law School</i> litiga en defensa de su fórmula contra las medidas anti-OPA. <i>Juan Ignacio Signes de Mesa</i>	102	301
— Reglamento de exención de determinados Registros de Morosos. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	102	302
— Propuesta de Anteproyecto de Ley de Modificación del Código de Comercio en la parte general sobre contratos mercantiles y sobre prescripción y caducidad. <i>Raúl Bercovitz Álvarez</i>	102	303
— La actividad transfronteriza de los fondos de pensiones de empleo: Ley 11/2006. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	103	303
— EE.UU.: sobre la ampliación de la responsabilidad derivada de los fraudes societarios. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	103	307
— Limitación por el Tribunal Supremo alemán de la responsabilidad del auditor de cuentas. <i>Christi Amesti Mendizábal</i>	103	310
— Novedades sobre medidas contra el blanqueo de capitales. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	103	311
— El mercado alternativo bursátil. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	103	315
— Aprobada la Directiva que refunde el régimen legal en materia de actividad de entidades de crédito. <i>Fernando Barco</i>	103	318
— Discrepancias en cuanto al tratamiento de los “whistleblowers”. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	103	318
— Novedades sobre las privatizaciones en España. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	103	321

	N.º de revista	Página
— La reforma de la Ley del Mercado de Valores por la Ley 12/2006. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	103	322
— Modificación de la Segunda Directiva en materia de sociedades. <i>Fernando Sánchez Calero</i>	104	225
— Informe del <i>Takeover Panel</i> sobre el Ejercicio 2005-2006. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i> .	104	229
— Nuevas actuaciones de la CNUDMI en materia de regulación de grupos ante un procedimiento concursal. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	104	231
— Francia eliminará la prohibición de los clubes de fútbol de cotizar en Bolsa. <i>Juan Ignacio Signes de Mesa</i>	104	233
— Adhesión de la Comunidad Europea a la Conferencia de La Haya de Derecho Internacional Privado. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	104	236
— La reforma del Derecho de sociedades británico. <i>Alfonso Guilarte Gutiérrez</i>	104	238
— Reacción de la Comisión Europea ante las dificultades a las fusiones bancarias. <i>Juan Sánchez-Calero Guilarte</i>	104	241
— Eslovenia se incorpora al euro. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	104	242
— El proyecto de ley de reforma de la Ley del Mercado de Valores en materia de OPAs y de transparencia. <i>Alberto Javier Tapia Hermida</i>	104	243
— OPAs y posible utilización de información privilegiada: el Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 1 de Barcelona. <i>Juan Ignacio Signes de Mesa</i>	104	247
— Modernización del mercado hipotecario. <i>Celia Martínez Escribano</i>	104	249
— Sentencia del TJCE sobre la exigencia de autorización a una entidad de crédito extracomunitaria. <i>Adolfo Domínguez Ruiz de Huidobro</i>	104	257
— La responsabilidad civil de los analistas de inversiones en Francia: comentario a la Sentencia de la Corte de Apelaciones de París de 30 de junio de 2006 en el asunto “LVMH/MORGAN STANLEY”. <i>Alejandro Fernández de Araoz</i>	104	261