





Comentarios al régimen de la junta  
general de accionistas en la reforma  
del gobierno de las sociedades

Examen del Informe de la Comisión de  
Expertos y del Proyecto de reforma de  
la Ley de Sociedades de Capital



JAVIER IBÁÑEZ JIMÉNEZ

(Director)

# Comentarios al régimen de la junta general de accionistas en la reforma del gobierno de las sociedades

Examen del Informe de la Comisión  
de Expertos y del Proyecto de reforma  
de la Ley de Sociedades de Capital

Autores

FERNANDO VIVES RUIZ  
CÁNDIDO PAZ-ARES RODRÍGUEZ  
GUILLERMO JIMÉNEZ SÁNCHEZ  
RAFAEL ILLESCAS ORTIZ

JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE  
ANDRÉS RECALDE CASTELLS  
ANTONIO PERDICES HUETOS



THOMSON REUTERS  
ARANZADI

GARRIGUES



Primera edición, 2014.

El editor no se hace responsable de las opiniones recogidas, comentarios y manifestaciones vertidas por los autores. La presente obra recoge exclusivamente la opinión de su autor como manifestación de su derecho de libertad de expresión. Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra ([www.conlicencia.com](http://www.conlicencia.com); 91 702 19 70 / 93 272 04 45).

Thomson Reuters y el logotipo de Thomson Reuters son marcas de Thomson Reuters.

Aranzadi es una marca de Thomson Reuters (Legal) Limited.

© 2014 [Thomson Reuters (Legal) Limited / Javier Ibáñez Jiménez] Editorial Aranzadi, SA

Camino de Galar, 15

31190 Cizur Menor (Navarra)

ISBN: 978-84-9059-650-0

Depósito Legal: NA

Printed in Spain. Impreso en España

Fotocomposición: Editorial Aranzadi, SA

Impresión: Rodona Industria Gráfica, SL

Polígono Agustinos, calle A, nave D-11

31013 Pamplona

# Índice General

	Página
<b>PRESENTACIÓN . . . . .</b>	17
<b>I.</b> 	
<b>LA CUARTA REFORMA DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO ESPAÑOL: ANTECEDENTES Y CONSECUENCIAS PARA EL RÉGIMEN DE LA JUNTA GENERAL. . . . .</b>	23
JAVIER IBÁÑEZ JIMÉNEZ	
<b>I. La preocupación en España por el buen gobierno de las sociedades: resumen de un itinerario . . . . .</b>	23
<b>II. Examen de la situación presente en el contexto de las próximas reformas normativas . . . . .</b>	32
<b>III. El papel de la reforma de la junta general en el desenvolvimiento de la reforma del gobierno corporativo: aspectos centrales. . . . .</b>	36
<b>II.</b>	
<b>SENTIDO DE LA PROPUESTA DE REFORMA EN EL ESTUDIO DE LA COMISIÓN DE EXPERTOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO . . . . .</b>	47
FERNANDO VIVES RUIZ	

	Página
<b>I. Sentido de la propuesta. Consideraciones generales . . . . .</b>	47
1. <i>Aspectos objetivos del encargo de la Comisión de Expertos . . . . .</i>	47
2. <i>El ámbito subjetivo de la propuesta . . . . .</i>	48
3. <i>Los aspectos procedimentales de la propuesta de la Comisión . . . . .</i>	48
4. <i>Los precedentes internacionales más relevantes en esta materia:     Los desarrollos de la OCDE y de la Unión Europea . . . . .</i>	49
5. <i>La situación en el derecho español . . . . .</i>	50
6. <i>Referencia a la situación de buen gobierno en las empresas cotiza-     das españolas y su valoración por la Comisión de Expertos . . . . .</i>	51
7. <i>Referencia valorativa al desarrollo de los trabajos de la Comisión     de Expertos y su consideración de la realidad europea . . . . .</i>	53
<b>II. Comentario general de algunos de los principales contenidos de la propuesta de la Comisión de Expertos y del derecho proyectado . . . . .</b>	54
1. <i>Medidas de mejora de la protección del inversor y de fomento de     la participación de los accionistas . . . . .</i>	54
2. <i>Regulación del estatuto del administrador. . . . .</i>	59
3. <i>Remuneración de los administradores . . . . .</i>	60
4. <i>Organización del consejo de administración y sus comisiones . . . . .</i>	62
<b>III.</b>	
<b>ALGUNOS CAMBIOS EN LA REGULACIÓN DE LA JUNTA GENERAL EN EL INFORME DE LA COMISIÓN DE EXPERTOS (Y EN EL ANTEPROYECTO DE LEY DE MODIFICACIÓN DE LA LSC). . . . .</b>	65
JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE	
<b>I. Introducción . . . . .</b>	65
1. <i>La oportunidad de la iniciativa gubernamental . . . . .</i>	65
2. <i>Principios y alcance del trabajo de la Comisión . . . . .</i>	67

	Página
3. <i>Junta y estructura de la propiedad de capital: un apunte necesario</i> . . . . .	68
4. <i>Del renacer de la junta general</i> . . . . .	69
<b>II. La Convocatoria de la Junta General.</b> . . . . .	70
1. <i>La satisfacción con el sistema vigente</i> . . . . .	70
2. <i>Propuesta de acuerdo y deber de información</i> . . . . .	71
<b>III. Asistencia a la Junta General</b> . . . . .	72
1. <i>La justificación de los límites estatutarios al derecho de asistencia</i> . . . . .	72
2. <i>La revisión del límite máximo que atiende a la posesión de acciones</i> . . . . .	72
<b>IV. Votaciones en la Junta General</b> . . . . .	73
1. <i>Votación separada de determinadas propuestas de acuerdo</i> . . . . .	73
1.1. Un requisito de transparencia. . . . .	73
1.2. El acuerdo referido a un administrador. . . . .	75
1.3. Modificaciones estatutarias . . . . .	75
2. <i>Regulación de los conflictos de intereses y ejercicio del derecho de voto en la junta</i> . . . . .	76
2.1. Una propuesta «intermedia» . . . . .	76
2.2. La prohibición del derecho de voto. . . . .	77
2.3. La deducción de las acciones o participaciones afectadas por el conflicto . . . . .	78
2.4. Reglas especiales para la impugnación de los acuerdos . . . . .	78
2.5. Modificaciones estatutarias con eficacia desigual y votación separada . . . . .	79
3. <i>Cláusulas limitativas del voto</i> . . . . .	80
3.1. La propuesta de continuidad . . . . .	80
3.2. A favor de la prohibición de estas cláusulas. . . . .	82

	Página
4. <i>Fraccionamiento del voto y voto divergente</i> . . . . .	83
4.1. La generalización del voto fraccionado . . . . .	83
4.2. Los fundamentos del fraccionamiento del voto . . .	84
4.3. Las entidades intermediarias . . . . .	86
4.4. Fraccionar para divergir . . . . .	87
4.5. Fraccionar con respecto a un acuerdo . . . . .	89
4.6. El accionista indirecto como delegado del accionista directo . . . . .	89
4.7. Los efectos del reconocimiento del voto divergente	90
<b>V. Adopción de Acuerdos en la Sociedad Anónima</b> . . . . .	91
1. <i>El cambio de la regla de la mayoría</i> . . . . .	91
2. <i>Mayorías reforzadas</i> . . . . .	92
3. <i>Reconocimiento de la autonomía estatutaria</i> . . . . .	92
<b>VI. Derecho de Información de los Accionistas</b> . . . . .	93
1. <i>El abuso del derecho de información y la limitación de la acción         de impugnación</i> . . . . .	93
2. <i>El plazo de ejercicio del derecho de información en sociedades         cotizadas</i> . . . . .	94
3. <i>La relevancia informativa de la página web</i> . . . . .	95
<b>IV.</b>	
<b>ANATOMÍA DEL DEBER DE LEALTAD (REFLEXIONES A PRO- PÓSITO DEL ANTEPROYECTO DE REFORMA DE LA LSC)</b> . . . . .	97
CÁNDIDO PAZ-ARES	
<b>I. Preliminar: el alineamiento entre directivos y accionistas minoritarios como fin del sistema de gobierno corporativo</b> . . . . .	97

	Página
<b>II. El régimen del deber de lealtad como factor de protección del inversor frente a la apropiación de valor por los administradores</b> . . . . .	100
<b>III. Las causas de inoperatividad del deber de lealtad y sus soluciones en la propuesta de la comisión de expertos</b> . . . . .	103
1. <i>La insuficiencia en la tipificación de las conductas desleales</i> . . . . .	104
2. <i>La insuficiencia en la identificación de los destinatarios del deber de lealtad</i> . . . . .	108
3. <i>La insuficiencia de los cauces previstos para exigir la responsabilidad</i> . . . . .	109
4. <i>La insuficiencia del volumen de las sanciones</i> . . . . .	112
	
<b>V.</b>	
<b>RETORNO A LA IMPUGNACIÓN DE LOS ACUERDOS DE LA JUNTA DE ACCIONISTAS</b> . . . . .	117
<b>PROFESOR DR. D. ANTONIO PERDICES HUETOS</b>	
<b>I. El abandono aparente de la nulidad y la anulabilidad como categorías dogmáticas en relación a la invalidez de los acuerdos sociales</b> . . . . .	117
<b>II. Nulidad y anulabilidad en la evolución de la regulación positiva de la invalidez de los acuerdos sociales y su régimen de impugnación</b> . . . . .	119
1. <i>El proyecto de ley de sociedades anónimas de 1947</i> . . . . .	120
2. <i>La ley de sociedades anónimas de 1951</i> . . . . .	122
3. <i>El texto refundido de 1989, el anteproyecto de sociedades mercantiles de 2002 y la ley de sociedades de capital de 2010</i> . . . . .	124
4. <i>La propuesta de Código Mercantil de 2013</i> . . . . .	128
<b>III. El ocaso de la nulidad y la anulabilidad: la propuesta de la comisión de expertos de octubre de 2013</b> . . . . .	131
<b>IV. Conclusión</b> . . . . .	136

**VI:**

<b>DERECHOS DE ASISTENCIA Y REPRESENTACIÓN EN JUNTA: LA REFORMA ESPAÑOLA EN EL CONTEXTO DE LAS CORRIENTES GLOBALES DE PROXY VOTING LAW . . . . .</b>	<b>137</b>
--	------------

PROFESOR DR. JAVIER WENCESLAO IBÁÑEZ JIMÉNEZ

<b>I. Preliminar . . . . .</b>	<b>137</b>
<b>II. Aspectos relativos a la regulación del ejercicio de los derechos políticos de asistencia y delegación de voto en la redacción de la Ley de Sociedades de Capital prevista por la comisión de expertos . . . . .</b>	<b>138</b>
1. <i>Legitimación para el ejercicio de los derechos de asistencia y voto por la minoría . . . . .</i>	<i>138</i>
2. <i>Ejercicio del derecho de asistencia a la junta general de accionistas y debate electrónico o a distancia . . . . .</i>	<i>139</i>
3. <i>La minoría y el ejercicio a distancia del derecho de representación . . . . .</i>	<i>140</i>
4. <i>Consideraciones sobre la limitación estatutaria para el ejercicio del derecho de voto . . . . .</i>	<i>141</i>
6. <i>Referencia a las soluciones propuestas para la prevención del impacto adverso al interés social engendrado por conflictos de intereses entre representantes y representados . . . . .</i>	<i>144</i>
7. <i>Otras cuestiones relacionadas . . . . .</i>	<i>146</i>
<b>III. Nuevas corrientes globales en materia de voto delegado y sus conexiones con el derecho de sociedades español y la reforma que viene . . . . .</b>	<b>148</b>
1. <i>Papel de la teoría de las relaciones con inversores . . . . .</i>	<i>148</i>

**VII.**

<b>LAS COMPETENCIAS DE LA JUNTA GENERAL . . . . .</b>	<b>155</b>
---	------------

GUILLERMO J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ

JAVIER IBÁÑEZ JIMÉNEZ

	Página
I. Consideraciones sobre el origen de las competencias de la junta general . . . . .	155
II. Estructura y ampliación de las competencias de la junta general en el trabajo de la comisión de expertos de 14 de octubre de 2013 y en el proyecto de reforma de buen gobierno de las sociedades de capital . . . . .	160
1. <i>Una primera aproximación: el refuerzo de las competencias de la Junta</i> . . . . .	160
2. <i>Las competencias que asume la Junta en la Propuesta de los Expertos y en la reforma de la Ley de Sociedades de Capital: bases para una redefinición del papel supervisor de los socios sobre los Administradores sociales.</i> . . . . .	162
III. Una reflexión sobre la reforma en relación con la competencia de la junta respecto de la determinación de las retribuciones de los administradores de las sociedades de capital. . . . .	165
<b>VIII.</b>	
<b>EJERCICIO A DISTANCIA EN LAS JUNTAS DE LOS DERECHOS DE ASISTENCIA Y VOTO*</b> . . . . .	169
ANDRÉS RECALDE CASTELLS	
I. Delimitación de la materia . . . . .	169
II. Sentido y fin (político-jurídico) de la introducción de las Tecnologías de la Información y Comunicación en las sociedades y, en particular, en las sociedades anónimas cotizadas . . . . .	170
III. Ámbito de aplicación de las normas legales: sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada . . . . .	173
IV. El régimen de la participación (asistencia y voto) a distancia en las sociedades anónimas. . . . .	174
V. El uso de las nuevas tecnologías por las sociedades cotizadas españolas. . . . .	177

	Página
<b>VI. Conclusión</b> . . . . .	180
<b>IX:</b>	
<b>LA IGUALDAD DE TRATO EN EL RÉGIMEN DE LA JUNTA GENERAL DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA –REFLEXIÓN BREVE A LA LUZ DE LA REFORMA DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL DE 2014–</b> . . . . .	181
RAFAEL ILLESCAS ORTIZ	
<b>I. Aproximación al tema: el debate sobre el modelo de la sociedad anónima en Europa.</b> . . . . .	181
<b>II. Consideraciones generales sobre la igualdad de trato en el régimen de la sociedad anónima española</b> . . . . .	182
<b>III. Comentario breve sobre las restricciones estatutarias al ejercicio de los derechos políticos de asistencia, representación y voto en la junta de las sociedades anónimas</b> . . . . .	183
<b>IV. Referencia a los inversores institucionales en relación con el desenvolvimiento práctico del principio de igualdad en las sociedades anónimas cotizadas.</b> . . . . .	184

## ANEXOS

### ANEXO I

<b>ESTUDIO SOBRE PROPUESTAS DE MODIFICACIONES NORMATIVAS COMISIÓN DE EXPERTOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO</b> . . . . .	189
--	-----

### ANEXO II

ÍNDICE GENERAL

	<u>Página</u>
<b>PROYECTO DE LEY POR LA QUE SE MODIFICA LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL PARA LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO . . . . .</b>	<b>233</b>



## Presentación

1. Las siguientes páginas ofrecen al lector unos comentarios sobre la reforma de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo, redactados por sus propios protagonistas, juristas miembros de la Comisión de Expertos constituida por el Gobierno en 2013 al efecto, e integrada por algunos de los especialistas en derecho societario que han protagonizado labores importantes en la elaboración del nuevo Código Mercantil y su antecedente propuesta, merced a su condición de vocales permanentes de la correspondiente sección de la Comisión General de Codificación. Asimismo han participado en la confección de estos comentarios algunos mercantilistas destacados del panorama nacional que han contribuido a la labor de la Comisión de Expertos con sus investigaciones precedentes a lo largo de una dilatada y fértil singladura académica en diferentes cátedras.

Unos y otros han participado previamente a la elaboración de sus contribuciones en sendas conferencias y ponencias del seminario «La junta general en la reforma del gobierno corporativo de 2013» que, durante el curso académico 2013-2014 se ha desenvuelto en la Universidad Pontificia Comillas, concitando singular interés doctrinal, en el marco de las labores de la Cátedra Garrigues-ICADE de Modernización del Derecho de Sociedades (Garrigues Abogados/Universidad Pontificia Comillas). Los codirectores de la Cátedra expresan su satisfacción por la participación de ponentes y asistentes, por el empeño de los primeros en la refacción y ordenación de las actas del seminario, y por su voluntad de colaborar y contribuir con interés singular en la obra que ahora presentamos.

2. El propósito de estos comentarios es mostrar al jurista interesado en escrutar el sentido y alcance de la reforma proyectada del derecho de sociedades –una más de las que se han sucedido desde 2010 en plena crisis, por diversos motivos anudados más a la coyuntura que a razones conceptuales o sistemáticas– la visión crítica de algunos de sus principales protagonistas y su posicionamiento en aspectos clave para la evolución y evaluación próximas de nuestro derecho de sociedades y, ojalá, para la resolución de algunos de los problemas centrales que aquejan a nuestras grandes empresas, principalmente las cotizadas, pero también otras –anónimas, y por extensión otras de capital– de considerable tamaño cuyos títulos representativos de capital no sean objeto de cambio en mercados organizados.

En particular, se examina el régimen previsto para la junta general de accionistas. Conviene mucho subrayar que no es objeto de análisis, por parte de los que fueron ponentes en el seminario, el ingente arsenal de doctrina y jurisprudencia largamente fraguado en materia de junta general por nuestros grandes especialistas en derecho mercantil y en particular de sociedades, en la medida en que ese bagaje irá siendo confrontado en sucesivas *pruebas de resistencia* que hará la labor paciente y sosegada de los comentarios que, a buen seguro, se sucederán en los próximos años a propósito de la modificación inminente de la Ley de Sociedades de Capital. Especialmente, una vez ya reformada esta en todos los aspectos referentes a la materia del buen gobierno, en combinación con la promulgación del nuevo Código Mercantil, en lo que, conjuntamente, compone una verdadera transformación del derecho mercantil y societario español sin precedentes desde 1885.

3. La reforma de la junta en las sociedades de capital no puede entenderse por separado de la que experimenta el órgano de administración. De ahí que estos comentarios se abren con una referencia a la última y cuarta reforma del gobierno de las sociedades españolas, donde el codirector de la Cátedra Garrigues en Comillas, el profesor IBÁÑEZ, que en 1997 redactó por cuenta de la CNMV sucesivos borradores durante la gestación del denominado Informe Olivencia, expone escueta y panorámicamente los antecedentes de esta reforma en la evolución de los sistemas de buen gobierno corporativo.

Tampoco cabe entender la reforma del régimen de la junta general de accionistas sin conocer la orientación que inspiraba a la Comisión de Expertos designada por el Gobierno de la Nación, su método de trabajo y su concepción de política normativa en el marco de la evolución internacional de los sistemas de buen gobierno corporativo. De ahí la utilidad de la exposición que realiza el profesor VIVES, actual socio director de la firma Garrigues y consumado investigador del derecho de las sociedades cotizadas, exponiendo el sentido de la propuesta de reforma desde la óptica interna de los miembros de la citada Comisión.

Ya penetrando en el acervo regulatorio que específicamente se contempla en la propuesta de la Comisión de Expertos –y posteriormente, en el Anteproyecto de finales de 2013 y en el Proyecto de junio de 2014, que asumen la práctica totalidad de las propuestas de la Comisión– en materia de junta general, el profesor SÁNCHEZ-CALERO presenta sistemáticamente los principales cambios que en materia de junta general ha propuesto la Comisión para reformar la Ley de Sociedades de Capital, orientando al lector hacia los principales debates que en el futuro suscitarán las modificaciones introducidas, algunas de ellas ciertamente novedosas en nuestro derecho societario –por ejemplo, fraccionamiento del voto, voto divergente– y otras que, en cambio, reinstauran, por razones de eficiencia institucional, reglas o mandatos normativos que recobran distribuciones de interés o posiciones jurídicas ya conocidas en otros momentos de nuestro derecho de sociedades –así, en materia de impugnación de acuerdos de la junta–.

Sin lugar a dudas, en un contexto de imparable crecimiento de las exigencias impuestas a los administradores y a los propios socios de observar conductas diligentes, pero sobre todo, leales hacia la sociedad y hacia sus propietarios, una de las materias estelares de la regulación que viene, aquí y en todo el orbe, es la de los conflictos de interés. El profesor PAZ-ARES, promotor de los cambios legales que en este campo se han introducido, explica en su comentario la estructura y el trasunto de las nuevas reglas, los ejes que vertebran la tipología y supuestos de conflictos regulados que el legislador dispone y los jueces manejarán en adelante, y las relaciones principales que han de establecerse entre el nuevo régimen de conflictos de intereses –y sus soluciones normativas de abstención de conductas, de transparencia o, in extremis, los remedios impugnatorios a posteriori de las resoluciones adoptadas ignoran-

do la existencia del conflicto— y la configuración del deber de lealtad del administrador, en cuya “anatomía” centra su exposición diseccionando **en profundidad** los entresijos de su naturaleza fiduciaria y de su debida intensidad y sistema sancionador normativo.

Precisamente en materia de impugnación de los acuerdos adoptados por la junta general de accionistas, propone el profesor PERDICES una sugerente tesis del retorno o recuperación de las reglas antiguas en su trabajo sobre el nuevo régimen impugnatorio que viene, realizando un recorrido retrospectivo sistemático por nuestro derecho de sociedades a partir de la Ley de 17 de julio de 1951 hasta nuestros días. Esa tesis viene a poner de manifiesto que el afán de la Comisión de Expertos de aliviar costes y simplificar procedimientos, a la postre, converge en soluciones ya conocidas por el legislador en una materia que es crucial no solo para la litigación societaria, sino también para su prevención y para la estabilidad de las relaciones entre socios y entre estos y los administradores.

Pocos operadores del mercado de valores ignoran hoy que la reforma del régimen de la junta general, iniciada en la llamada Ley de Transparencia de 2003 a partir de las reformas de *soft law* introducidas en España por los Informes Olivencia y Aldama, guarda relación directa con movimientos internacionales de democratización de la vida accionarial, de mayor exigencia supervisora interna y externa sobre los administradores de las empresas cotizadas, y de consolidación de los procesos operativos internos de tecnificación y procesamiento electrónico de la información. Al examen de estos fenómenos globales se dedica el estudio del profesor IBÁÑEZ en relación con el nuevo régimen previsto en materia de ejercicio de los derechos de asistencia y representación en junta general. Régimen que se pone en relación con las últimas tendencias y ajustes de la teoría de las relaciones con inversores imperantes en el entorno angloamericano.

Asimismo, y dirigiendo su atención fundamentalmente al análisis crítico de la regulación vigente en materia de ejercicio de los derechos de los accionistas, el profesor RECALDE trata la problemática específica inherente al ejercicio a distancia, fundamentalmente por vía cibernética o telemática, de los derechos de asistencia a la junta general y también del derecho de voto ejercido por estos mecanismos. El autor muestra su cautela respecto a determinados aspectos del

nuevo régimen de la Ley de Sociedades de Capital en el ejercicio de estos derechos, subrayando la posibilidad de doble efecto o de efecto contrario al que se proclama pretendido –tutela de las minorías sociales– que la aplicación y desenvolvimiento práctico de algunas de las reglas propuestas pueden traer.

Una reforma de las normas reguladoras de la junta general que persiga como finalidad genérica una mejora del gobierno de las sociedades no es inteligible sin afinar las normas que disciplinan las competencias de la junta general, puestas en relación con el correspondiente régimen competencial del órgano de administración y con la distribución interna de poderes que se haga en el seno del consejo a través de las comisiones delegadas correspondientes, obligatorias en sociedades cotizadas. El nuevo sistema de distribución de competencias es examinado por el vocal permanente de la Comisión de Codificación –y que fuera vicepresidente del Tribunal Constitucional– profesor JIMÉNEZ SÁNCHEZ, enfatizando con mirada jurídica retrospectiva ciertos detalles de configuración del sistema de derechos de sociedades que a menudo pasan inadvertidos a los juristas más bisoños.

A modo de cierre, en fin, otro egregio vocal permanente de la Comisión de Codificación, el profesor ILLESCAS, aplica a sus comentarios la experiencia de su trayectoria en trabajos de alcance global –merced a su labor dilatada en la CNUDMI, en materia societaria y de regulación del comercio electrónico entre otras–, presentando un escueto pero certero ensayo reflexivo sobre la significación y alcance del principio de igualdad de trato, no tanto desde la óptica del régimen previsto para reformar nuestro sistema societario, como desde la general del derecho de sociedades de capital. Sustentando en este terreno la hipótesis de validez del principio de igualdad relativa entre socios.

4. Para concluir, los codirectores de la Cátedra, profesores Martín de Vidales e Ibáñez, desean expresar su agradecimiento a Garrigues Abogados y Asesores Tributarios, y a la Universidad Pontificia Comillas, por facilitar los medios precisos para desarrollar con éxito la labor paciente de organización y transferencia de conocimiento que supone siempre materializar el fruto sencillo, pero eficaz, de un seminario científico; en este caso, en el formato de actas concordadas y anotadas, que componen

estos primeros comentarios a la reforma del régimen de la junta general de accionistas en la nueva legislación sobre sociedades de capital.

Madrid, 10 de junio de 2014

Cátedra Garrigues - ICADE de Modernización del Derecho de  
Sociedades

# La cuarta reforma del buen gobierno corporativo español: antecedentes y consecuencias para el régimen de la junta general

JAVIER IBÁÑEZ JIMÉNEZ

*Profesor Propio de Derecho Mercantil (Universidad Pontificia Comillas)  
Director de la Cátedra Garrigues de Modernización del Derecho de Sociedades<sup>1</sup>*

## I. LA PREOCUPACIÓN EN ESPAÑA POR EL BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES: RESUMEN DE UN ITINERARIO

A diecisiete años vista de la confección del primer informe de buen gobierno corporativo destinado a los órganos de administración de nuestras sociedades cotizadas, puede afirmarse que los avances en la materia han sido, contra el pronóstico de muchos, constantes y decisivos para los mercados, debido no solo a la coyuntura de un entorno económico y político proclive al cambio de estructuras sociales y normativas, sino además a un cierto cambio cultural en las empresas, unido a un relevo generacional.

---

1 El autor codirige la Cátedra con la profesora Mónica MARTÍN DE VIDALES, socia de J&A Garrigues SLP. Su labor en este trabajo y los restantes de los presentes Comentarios se enmarca en la labor de la Cátedra y en la del grupo investigador de Comillas *Derecho, Mercado y Sociedad Global Sostenible*.

La preocupación por el tema rebasa la llamada *agenda regulatoria*<sup>2</sup> ministerial o parlamentaria, e incluso el ámbito de las estrategias de poder de las grandes corporaciones, para situarse en el centro del debate político y social, no solo en España, sino en todo el ámbito de las naciones desarrolladas, incluso más allá de la OCDE. Lo que está en juego no es solo el modo de entender la empresa por sus socios y gestores, sino la estructura de las relaciones entre empresa y sociedad, de conformidad con una cierta orientación hacia el pujante modelo de empresa socialmente responsable, esto es, comprometida, o al menos, respetuosa con su entorno físico y humano en sus diferentes dimensiones. Compromiso de no escasa importancia en el contexto actual de crisis financiera, globalización creciente y progresiva demanda social de un comportamiento ético y cívico aceptable, en particular por parte de quienes dirigen las compañías multinacionales y las mayores sociedades cotizadas en mercados de capitales.

En nuestro país, el ámbito de materias propias del derecho de sociedades, y también del derecho del mercado de capitales, al que afecta el control y mejora del gobierno societario, vale decir, de la alta gestión corporativa –administradores y directivos– ha trascendido de los temas y materias propios de una reflexión clásica, circunscrita al estudio del régimen jurídico del órgano de administración y su estructura, de los principios de la buena administración, y del sistema de responsabilidad de los administradores, para pasar a ocuparse progresivamente de otros asuntos más amplios que tienen relación con los diferentes grupos de interés de la empresa. Dicho análisis, en las principales corrientes de investigación internacionales, está siendo realizado de manera pluridisciplinar, tanto a la luz de los principios normativos de control del gobierno corporativo –así, teoría de los deberes fiduciarios de los administradores, teoría de los conflictos de intereses de los gestores corporativos– como bajo la óptica más amplia de los progresivos desarrollos que está conociendo la teoría de agencia en el campo de la organización

---

2 La expresión se halla en el numeral I de la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Reforma de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, 121/97, de 30.05 (BOCG-A núm. 97-1). Resulta redundante en la medida en que el gobierno de las sociedades es, por sí, «corporativo»; se intenta seguir la tradición angloamericana del *corporate governance*, aunque quizá hubiera sido preferible hablar, precisamente, de gobierno societario o de las propias sociedades capitalistas.

de empresas y en el de la modelización teórica de la economía de la empresa. Pero también, desde el prisma de las últimas tendencias en teoría de la comunicación y de los modelos relacionales o de creación de redes y centros de información.

En 1998, quienes de un modo u otro participamos en el primer diseño del sistema legal de gobierno corporativo –entonces puro *soft law*– realizando tareas para elaborar los llamados Informe y Código Olivencia en honor al egregio mercantilista rondeño D. Manuel Olivencia Ruiz, ya vislumbrábamos que la mejora del gobierno corporativo no había de centrarse exclusivamente en el estudio del régimen óptimo o eficiente de funcionamiento y control del consejo de administración, sino también en las relaciones de este órgano con la junta general como asamblea social donde se expresa la voluntad de los socios capitalistas, y donde se pone en juego el nivel de confianza o de conflictividad que entrañan las soluciones dadas por los consejeros o máximos gestores de la compañía a los problemas de conducción de la entidad hacia su objetivo común de crecimiento patrimonial.

Los llamados problemas de agencia y de asimetría de la información recibida por distintos socios, y por estos y los gestores, no son en el fondo sino problemas de control o guía del negocio por parte de los dueños, paradójicamente pasivos y desinformados en las grandes sociedades en la medida en que su interés se limita precisamente al crecimiento de su patrimonio en la sociedad; siendo este interés proporcionalmente pequeño en la medida en que las carteras se diversifican, el mandatario pasa a tener mayor interés –especialmente si se profesional, caso del alto directivo y del llamado consejero «ejecutivo»– en los avatares del negocio que su propio *dominus* mandante, y de ahí surgen los complejos problemas de asimetría, no solo informativa, sino ejecutiva, de apoderamiento y de implementación y configuración estratégica del destino empresarial.

No puede afirmarse que, en la época del conocido como Informe Olivencia, la comunidad de los mayores gestores de las sociedades españolas, al menos por lo que respecta a las del IBEX-35, que eran sus principales destinatarios, estuviera demasiado interesada por las nuevas tendencias internacionales en materia de buen gobierno –en ese tiempo, sobre todo, los informes británicos Cadbury (*The Committee on the Finan-*

*cial Aspects on Corporate Governance*, 1992) y Greenbury (*UK Confederation on Business and Industry*, 1995), revisados en 1998 por el informe Hampel, auténtico precedente de las versiones de 2003 y 2006 del *Combined Code*; y las recomendaciones de buen gobierno vertidas en Francia en el *Viénot Report*, pues las similitudes con nuestro ordenamiento societario requerían mirar al otro lado de los Pirineos para calibrar la acogida y sistema de implementación de los nuevos parámetros de buen gobierno—. Antes bien, las encuestas realizadas desde la CNMV revelaban cierta desgana, cuando no escepticismo, ante la posibilidad de limitación de facultades y competencias a los consejeros, e incluso abierto rechazo en la medida en que se consideraba el sistema de recomendaciones como una injerencia velada, más o menos intensa, del supervisor bursátil en los asuntos privativos del órgano de administración.

Sin embargo, es preciso reconocer que, desde esos tiempos ha sido invariablemente creciente, aunque haya sido muchas veces a golpe de movimientos políticos, crisis financieras o escándalos corporativos más o menos llamativos, el interés de nuestros consejeros y directivos, y no solo del legislador y de los académicos, por el perfeccionamiento y consolidación de los sistemas de gobierno corporativo<sup>3</sup>.

---

3 Cuestión distinta es que ese entusiasmo haya arrancado de una convicción unánime, y menos aún uniforme, de los magnates financieros y corporativos, menos aún durante los primeros pasos de la reforma, en tiempos del informe Olivencia. Quien esto suscribe examinó, como letrado de apoyo técnico ad hoc designado por entonces Presidente de la CNMV, Juan FERNÁNDEZ-ARMESTO, unas encuestas dirigidas a consejeros de las sociedades del IBEX en el junio y julio de 1997 cuyo resultado probaba precisamente lo contrario, es decir, la disparidad de criterios entre gestores y su desconocimiento del significado de la reforma, de la que se recelaba más aún al tratarse de implementar a través de un código no coercitivo; de ahí la desmemoria o la inexactitud que supone la afirmación del segundo párrafo de la Exposición de Motivos del nuevo Proyecto de Ley al afirmar que «España ha compartido históricamente el convencimiento de la importancia de que las sociedades y, especialmente las cotizadas y las entidades financieras, cuenten con un buen gobierno corporativo. Así lo demuestra el impulso de la creación en 1997, 2003 y 2006 de grupos de expertos de carácter técnico para estudiar el funcionamiento de las sociedades cotizadas y elaborar propuestas de criterios, recomendaciones y normas que mejorasen los estándares de gobierno corporativo en nuestro país». En verdad, la convicción inicialmente era casi una iniciativa personal del precitado Presidente, que, atento a la realidad europea circundante, expresó al Gobierno de la Nación la necesidad de reformar los consejos siguiendo el modelo británico, para lo que dispuso un comité de expertos que sería a la

El primer paso fue dado con la publicación del citado Informe Olivencia, fruto de la labor de comisión especial para el estudio de un código «ético» de los consejos de administración de las sociedades. En realidad, la nueva ética no era más que la acomodación de los objetivos, estructura, funcionamiento y organización de los consejos a los estándares europeos generalizados durante el quinquenio precedente. No solo se adoptó el modelo de plasmar los contenidos preferentes de la reforma en un informe, sino también el de su traslación o transposición en forma de recomendaciones de cumplimiento voluntario escritas en un sedicente código de buen gobierno; *codex* que, como es sabido, es ajeno a la teleología y sistema de producción normativa de los textos articulados que nuestra Constitución reconoce y nuestra tradición de derecho privado ha consagrado desde la época napoleónica, y que en cambio significa tan solo la recogida sintética de unas pautas sobre el deber ser o sobre el deseable manejo (*trahere ad manus*) de las corporaciones, introduciéndose la no siempre bien conocida y aplicada noción de «cumplir o explicar» las recomendaciones del código –esto es, seguirlas o motivar ante el supervisor su incumplimiento–, noción que asienta la eficacia coercitiva indirecta de estas reglas de *soft law* –publicado el incumplimiento, el inversor evaluará privadamente si el incumplimiento es injustificado y venderá sus acciones en caso de insatisfacción; por otra parte, la no publicación por el emisor se sanciona gubernativamente–.

En 2003, una nueva comisión ad hoc nombrada gubernativamente y auspiciada por la CNMV, esta vez llamada «especial para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas» elaboró el conocido como Informe Aldama, modificando el código anterior y añadiendo recomendaciones cuya finalidad consistió, en síntesis, en perfeccionar y profundizar en los avances conocidos, pero con una primera combinación entre lo prescriptivo y lo normativo, entre *soft* y *had law*, entre imposición y recomendación; en suma, entre *obligatio* coercible y compromiso no jurídico. En plena resaca del mercado ante la convulsión de las industrias auditora y de análisis de inversión por el caso Enron (2001), y en el contexto de la reacción enérgica de la Administración Bush que supuso la *Sarbanes-Oxley Act* (2002) frente al

---

postre el que generase una primera ola de modernización de nuestro derecho de sociedades y del mercado de valores en estos aspectos.

fiasco de consultores y otros profesionales adláteres de los consejeros desleales en **las** empresas americanas, el legislador español trabajó con rapidez y, siguiendo recomendaciones públicas e incluso reiterativas y ya bastante antiguas de mercantilistas tan insignes como ANÍBAL SÁNCHEZ ANDRÉS o FERNANDO SÁNCHEZ CALERO, se decidió verter parte del contenido de las recomendaciones sobre buen gobierno corporativo a la legislación positiva en el marco de la reforma financiera pendiente. Así, doctrina y agentes sociales avivaron el debate sobre la oportunidad de conservar el sistema de recomendaciones no vinculantes, basadas de nuevo en el dilemático principio de *comply or explain* –si se ignora el criterio propuesto por los *códices* y no se indica al supervisor el motivo de su inaplicación de forma estándar en un informe anual de gobierno, el silencio de la compañía se sanciona expresamente por la CNMV<sup>4</sup>–, o bien, de usar la legislación como primordial medida promotora de un óptimo gobierno societario; se fue optando por esto último en la medida en que las reglas de las sociedades anónimas (ahora en la Ley de Sociedades de Capital) iban reproduciendo como *ius dispositivum* –y a veces como *ius cogens*– lo que en principio eran puras recomendaciones o criterios de voluntario cumplimiento; y, paralela y paradójicamente, el propio principio cumplir o explicar alcanzaba rango normativo en la medida en que se exige a las empresas un determinado nivel de explicación del seguimiento que se hace de las recomendaciones, según

4 Aunque la incidencia práctica de las sanciones es mínima, pues casi todos optan por cumplir o explicar, pero no por omitir el estándar informativo que impone la CNMV. Organismo que en 2012 abrió solo un expediente relativo a infracción grave por este concepto, y otro en 2013; y ninguno por infracción muy grave –cuando al acabar 2013 permanecían abiertos 17 expedientes por cualquier concepto a compañías supervisadas por la comisión de infracciones graves, y 40 por infracciones muy graves, muchas relativas a determinadas omisiones de información, pero ajenas al sistema de gobierno corporativo–; cf. CNMV, *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación. Ejercicio 2013*. Madrid 2014, p. 212. Es en todo caso reseñable que el art. 540.5 LSC proyectado atribuya a la CNMV el «seguimiento de las reglas de gobierno» sin perjuicio de las sanciones que proceda imponer por no remitir documentación o el propio informe de gobierno corporativo, o por omitir datos o enviar otros engañosos o erróneos. Naturalmente, la supervisión comprende la potestad de recabar cuanta información precise el organismo, que puede publicar toda información que entienda relevante sobre el grado efectivo de cumplimiento de las disposiciones sobre buen gobierno; loable *desideratum* que ojalá fructifique en más detallados análisis públicos de cumplimiento normativo en materia tan sensible para el mercado.

autoevaluación social hecha por los administradores. Explicación que comporta un juicio valorativo que se publica en el informe anual correspondiente –cf. hoy el artículo 540.4.g) LSC proyectado–.

El resultado final de la tensión entre auto y hetero-normas se fue resolviendo en una suerte de empate técnico entre ambas alternativas, por cuanto el Informe Aldama y sus criterios recomendados convivieron con reformas del ordenamiento jurídico en aquellas áreas de la regulación societaria que a los ojos del legislador merecían, en consonancia con el contexto internacional, reglas de coerción o prohibiciones; así, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, modificó la 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, compeliendo a todas las sociedades cotizadas a contar con un Comité de Auditoría, a fin de que las estrategias financieras y patrimoniales diseñadas desde la dirección financiera de las compañías o desde la auditoría interna –con beneplácito de los consejeros ejecutivos, del presidente, o de los consejeros delegados– fueran escrutados por otros consejeros de forma progresivamente independiente, minimizando ciertos riesgos de abuso de poder, comportamientos desleales o contrarios al interés social.

Por su parte y paralelamente, la Ley 26/2003, de 17 de julio, conocida como «de transparencia», modificaba de nuevo la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores<sup>5</sup>, pero también el derecho societario –a la sazón el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre–, imponiendo criterios para reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, y en esencia obligando a una auto-normación transparente en materia de configuración de los órganos sociales. Se trataba de obligar a los consejeros de las sociedades con capital disperso en las bolsas, en síntesis, a que mostraran a los inversores su sistema de funcionamiento orgánico interno, para lo que estas normas dispusieron la obligación de redactar, publicar y adecuar a los estatutos sociales, reglamentos de régimen interior tanto de la junta general como del consejo de administración respectivamente. Así, se lograba el doble objetivo de incrementar

---

5 Una nueva modificación de la Ley 24/1988 se contempla en el Proyecto de 2014, a fin de modificada para atribuir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores las competencias necesarias para el recto ejercicio de su labor supervisora, en relación con las modificaciones que se introducen en la propia Ley del Mercado de Valores y también en la de Sociedades de Capital, respecto a las sociedades cotizadas.

la transparencia de los administradores cara a los accionistas, que contarían con mayores posibilidades de inversión racional al contemplar parámetros estándar de gestión sin costes de información excesivos; y de promover, por primera vez de forma imperativa, el adecuado ejercicio de los derechos de los socios en las sociedades cotizadas. Lo que devino útil precisamente para aquellos que, por haber invertido fracciones pequeñas de su patrimonio financiero, o simplemente lejanas a las minorías legalmente requeridas para ejercer ciertos derechos políticos en la junta, precisaban de mayor reducción de sus costes informativos a la hora de operar racionalmente y, llegado el caso de una gestión deficiente, una mala praxis de gobierno empresarial, o simplemente nuevas necesidades de gestión, contar con mayores posibilidades de *votar con los pies* o desinvertir con acierto en los mercados secundarios.

Sí puede afirmarse que, cuando en 2006 se creó un Grupo de Trabajo Especial para armonizar y actualizar –en línea con las tendencias continentales y los principales contenidos del sistema de buen gobierno de las cotizadas europeas–, la cultura empresarial española había dado un vuelco notable; no solo ni tanto porque seguían produciéndose casos de mala praxis alto impacto social y de proporciones patrimoniales pantagruélicas (ALLIED IRISH BANK y laboratorio MERCK en 2002, Parmalat en 2003, BARCLAYS BANK en 2005-2006), sino sobre todo porque era preciso deslindar mejor las normas coercitivas de las recomendaciones voluntarias, de lo cual se encargó el Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas –apodado Conthe en honor a la presidencia de su correspondiente comisión promotora–, hasta ahora vigente y actualizado en 2013<sup>6</sup>.

---

6 Según la actual Presidenta de la CNMV, Elvira RODRÍGUEZ, por distar mucho la situación actual de la de 2006 –[http://www.elconfidencial.com/mercados/2014-04-08/la-cnmv-apuesta-por-revisar-el-codigo-unificado-de-buen-gobierno-de-2006\\_113509/](http://www.elconfidencial.com/mercados/2014-04-08/la-cnmv-apuesta-por-revisar-el-codigo-unificado-de-buen-gobierno-de-2006_113509/), acceso 5.06-2014–. En efecto, media entre aquel año y este una gigantesca crisis del mercado financiero, pero también de los mercados reales, si bien la esencia del problema sigue siendo semejante: por el camino se siguen concienciando inversores y directivos de la necesidad de mejorar el gobierno societario, a la par que se siguen produciendo llamativos comportamientos desleales –no solo de directivos, sino también de empleados, desde Nick Leeson en BARINGS BANK (1995) hasta Jerome Kerviel en SOCIÉTÉ GÉNÉRALE (2008)– que reclaman respuestas normativas eficaces, combinando auto-regulación y reglas de derecho necesario.

A lo largo de la crisis financiera internacional, la situación de gobierno de nuestras sociedades cotizadas ha mejorado progresivamente. Las exigencias de comunicación administrativa del nivel de cumplimiento de las recomendaciones contenidas en el Código Unificado se han ido satisfaciendo en los últimos años mediante la confección y publicación del Informe Anual de Gobierno Corporativo, en los términos previstos en la Circular de la CNMV 4/2007, que desarrollaba 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, donde se concretaba la estructura que debía tener el informe anual. Estructura que ha permanecido básicamente fiel a los contenidos del ya derogado artículo 116 de la Ley del Mercado de Valores. Precisamente a raíz de esa derogación, y de la incorporación a la misma Ley del nuevo capítulo sexto que regula el mismo informe anual de gobierno –artículo 61 bis– y el recién introducido sobre retribuciones de consejeros –61 ter–, se ha aprovechado la experiencia de los últimos años para mejorar y actualizar el contenido del informe anual de gobierno, sobre algunos nuevos principios que, con ocasión de la crisis financiera, introducen las leyes de economía sostenible (Ley 2/2011, de 4 de marzo) y la reforma del gobierno de las cajas de ahorro, donde ciertas deficiencias de gobierno compartidas o comunes pueden considerarse más que acusadas y, por tanto, necesitadas de intervención normativa.

En el plano del contenido sustantivo, la Orden precitada de 2003 se ha visto reemplazada por la ECC/461/2013, de 20 de marzo, que fija el contenido y la estructura vigentes del informe anual de gobierno corporativo, y también del informe anual sobre remuneraciones y de los restantes instrumentos documentales de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores cotizados<sup>7</sup>. En general puede afirmarse que, salvo en el

---

7 No cabe olvidar en este campo la influencia de los compromisos adquiridos por el Gobierno de España frente a la Comisión Europea en el Memorandum of *Understanding* de 23 de julio de 2012 en materia Política Sectorial Financiera, Compromisos que, al rediseñar las entidades y su sistema de refinanciación o saneamiento y el sistema de absorción de activos tóxicos por el FROB o por un banco malo, han traído mejoras preventivas al sistema de gobierno corporativo de las entidades financieras, cuya plasmación en el Real Decreto 256/2013, de 12 de abril, implica la asunción por nuestras entidades de crédito, entre otros relacionados, de los cri-

caso de las cajas de ahorro, las novedades son más de índole formal que sustantivo por lo que respecta al contenido del informe, cuya estructura e ítems básicos de transparencia se mantienen, y cuyas mejoras en materia de información son más formales –acúmulo de datos servidos a los accionistas y a los mercados– que de fondo. Pues la transparencia real para el inversor, en especial en lo relativo al conocimiento de las operaciones relevantes de finanzas corporativas que afectan a su inversión, no mejora sustancialmente, pese al aumento considerable de los costes informativos para las empresas que ha traído el mayor número o intensidad de las menciones de buen gobierno o de sus justificaciones exigidas por el supervisor.

## II. EXAMEN DE LA SITUACIÓN PRESENTE EN EL CONTEXTO DE LAS PRÓXIMAS REFORMAS NORMATIVAS

Como se ha venido advirtiendo hasta aquí, se ha llegado a una situación de hecho en el mercado en donde, en el tejido de la alta gestión de las grandes empresas españolas, impera una convicción general de que intensificar y perfeccionar las pautas y estándares de gobierno corporativo es una condición necesaria, aunque no sea suficiente, para mejorar y profesionalizar más la propia gestión en el sentido que esperan los mercados; y por tanto, de que conviene a la sociedad y conviene a sus administradores incorporar las mejores prácticas en este terreno. La transparencia ya es seña de identidad de las sociedades cotizadas españolas, y, en parte por ese convencimiento, y en parte por la presión del legislador, los operadores, y no solo los propios gestores, exigen que en las compañías cotizadas todos asuman la necesidad de informar y rendir cuenta cabal de los principales parámetros de gestión, primordialmente a los accionistas, pero también a la comunidad inversora potencial, vale decir, a los mercados, utilizando la metonimia al uso en la jerga financiera. Cada vez son menos los que piensan que la transparencia resta utilidad en la gestión, en la medida en que las sociedades

---

terios de la Autoridad Bancaria Europea sobre la evaluación de consejeros y otros miembros de los órganos de administración. Asimismo componen un avance sectorial significativo ciertas reglas de gobierno corporativo introducidas en la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, que se combinan con el nuevo régimen previsto de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito para reemplazar a la ya obsoleta Ley de Disciplina a Intervención de las Entidades de crédito de 1989.

cotizadas están sujetas a juicio público permanente, pero también en la medida en que se extiende la idea de que la transparencia crea valor, pues la propia rectitud ética de los consejeros revierte en su propio beneficio, alineando el interés de gestores y propietarios.

La situación en España, tal cual se ha descrito someramente, no es ajena en absoluto al movimiento internacional generalizado favorable a la participación del accionariado en el control y supervisión de los directivos corporativos<sup>8</sup>, que ha cristalizado en el ordenamiento patrio a través de diversas normas, entre las que cabe destacar la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas; y la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, específicamente consagrada a incrementar la transparencia de los sistemas retributivos de los administradores y de los altos directivos de las sociedades cotizadas, en un momento donde la sensibilización ciudadana sobre el tema hacía especialmente necesario llegar hasta los confines de la *full disclosure*, especialmente en lo tocante a los desgloses de la estructura de los emolumentos de los consejeros<sup>9</sup>.

---

8 La Comisión de la Unión Europea y los mandatarios nacionales del G-20 han subrayado el obstáculo que supone para la prevención de situaciones críticas en las grandes corporaciones la complejidad de la estructura de gobierno corporativo, pero también la incomunicación y la inopia de determinados altos cargos de las entidades, lo que, unido a su falta de transparencia, se ha traducido, como oportunamente subrayaran los redactores de la Exposición de Motivos del Proyecto de reforma de la LSC, que tanto la persona jurídica como sus accionistas e, incluso, los gestores disidentes u opositores a determinadas políticas de riesgo, se hayan encontrado en una situación de «incapacidad para determinar eficazmente la cadena de responsabilidad» dentro de la organización. Situación peligrosa que se puede señalar como uno de los motivos principales subyacentes a la reciente crisis padecida desde 2008. Efectivamente, tanto entidades financieras como empresas de carácter no financiero se han visto afectadas por la asunción «imprudente» de riesgos, por el diseño de sistemas de retribución «inapropiados», así como por una «deficiente» composición de los órganos de dirección y administración, como igualmente señalan con tino los redactores del Proyecto, aun sin detallar o calibrar en esa sede el alcance real de la imprudencia, inadecuación o deficiencia referidos, y sus causas últimas.

9 No parece en este terreno aún superado el debate sobre la necesidad de alcanzar la transparencia absoluta individual sobre retribuciones, pues muchos siguen aún viendo en ello más un instrumento propiciatorio de la suspicacia infunda-

Es evidente que el proceso de reforma del buen gobierno no ha dado la espalda a la realidad internacional de la crisis –reflejada en síntesis, entre otros documentos cruciales para el devenir de la regulación de las multinacionales a escala global, en los G-20 Pittsburgh Summit Commitments de 25 septiembre de 2009<sup>10</sup>, y, a escala comunitaria, en el Libro Verde de la Comisión Europea que analiza la eficacia de la regulación no vinculante sobre gobierno corporativo, entre otros hitos destacados–. Como también es palmario que el legislador no puede detenerse en la marcha irreversible hacia un proceso de consolidación en las sociedades cotizadas –también en otras capitalistas– de sistemas de administración más eficientes. Y, como la experiencia está demostrando, y siguiendo las recomendaciones internacionales, es menester que, sin perjuicio del autodesarrollo normativo interno, las sociedades sean administradas por quienes cubran unas exigencias mínimas imperativas comunes más exigentes que las vigentes antes de la crisis internacional de 2008<sup>11</sup>.

Por eso el Gobierno encargó el año pasado a un grupo de expertos, a través del Acuerdo del Consejo de Ministros de 10 de mayo de 2013,

---

da frente a la gestión, o un medio hábil para alimentar recelos gratuitamente, que un mecanismo de transparencia susceptible de proporcionar un dato crucial para la toma correcta de decisiones. Numerosos análisis empíricos han demostrado que, en los mercados de valores avanzados, la transparencia retributiva plena –*say on pay*– compone un instrumento facilitador de las inversiones o desinversiones racionales.

- 10 V. EUROPEAN COUNCIL PRESIDENCY CONCLUSIONS, 18-19.06.2009, Bruselas, 10th July 2009, y el comentario de Jan **WOUTERS** / Sven van KERCKHOVENAND / Jed ODERMATT: The EU at the G20 and the G20's Impact on the EU «The EU at the G20 and the G20 Impact on the EU», cap. 17, en VAN BOOREN, J. / BLOCKMANS, S. / WOUTERS, J. (eds.), *The EU's Role in Global Governance: the Legal Dimension*, Oxford University Press 2013, 263.
- 11 Así, G 20 compromete a cada legislador adoptar medidas para asegurar que la compensación de los *senior executives* y demás empleados que expongan a riesgos a la empresa sean congruentes con esta exposición y con el rendimiento que la sociedad obtiene de su gestión (Commitment 49); y asimismo compromete (Commitment 50) a establecer normas que exijan a las grandes empresas políticas remuneratorias, y estructuras o sistemas retributivos, que se hagan accesibles al público merced a estrictos requisitos legales de transparencia –*transparent through disclosure requirement*–. El texto de estos compromisos globales puede consultarse en la publicación de la Universidad de Toronto <http://www.g20.utoronto.ca/analysis/commitments-09-pittsburgh.html>.

mejorar el gobierno de nuestras sociedades proponiendo las reformas societarias y del mercado de valores más adecuadas a los estándares globales, pero también al estado actual de desarrollo de los modelos nacionales de buen gobierno corporativo, en el contexto de la experiencia acumulada desde la implantación de los criterios y recomendaciones propuestas en el Código Unificado.

No es fácil en absoluto, dada la diversidad de tareas, iniciativas y proyectos que acometen las empresas cotizadas, proponer reformas normativas comunes que se consideren eficientes en todos los casos, o que puedan asegurar mínimamente su buena administración. En todo caso, se hacía ya ineludible la tarea de reflexión autorizada y asesoramiento a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en la modificación del Código Unificado. El objetivo final de la labor de los expertos, según el propio Consejo de Ministros, era cuidar o velar por el «adecuado funcionamiento» de los órganos de gobierno y administración de las empresas españolas, para ganar en competitividad, generar confianza entre los accionistas e inversores nacionales y extranjeros, y mejorar el «control interno» y la «responsabilidad corporativa» de las empresas españolas; logrando una adecuada «segregación de funciones, deberes y responsabilidades» desde una perspectiva de máxima profesionalidad y rigor<sup>12</sup>.

Por eso parece de justicia reconocer el mérito y destacar la importancia de los trabajos acometidos por la citada comisión o panel de expertos en esta que podemos ya denominar cuarta oleada de la reforma del gobierno de las sociedades. Esta comisión, como otrora sucediera ya en los encargos precedentes de contenido similar para la formulación de los informes y recomendaciones de buen gobierno, ha estado compuesta por representantes del supervisor –aquí, Presidenta y la Vicepresidenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores– por otros ministeriales –ahora, del reciente Ministerio de Economía y Competitividad, y también, como exige el aseguramiento de una óptima técnica legal, del Ministerio de Justicia– y, cómo no, por representantes de la industria. A este respecto es preciso subrayar que la representatividad del sector privado en la elaboración del informe de la comisión, aun discutible, puede reputarse suficiente; se echa en falta en cambio a los inversores, y en particular a sus asociaciones y grupos de interés, espe-

---

12 V. Exposición de Motivos del Proyecto, III.

cialmente a los institucionales, que bien podrían haber tomado partido por determinadas decisiones de la comisión, especialmente en lo referido al ejercicio de los derechos políticos. La experiencia comparada sin embargo es limitada en este sentido, y generalmente son organismos especializados –así, el afamado Financial Council Report británico– los que canalizan el sentir del accionariado o de los inversores institucionales en estas materias.

Así las cosas, fue presentado públicamente el informe de los expertos el 14 de octubre de 2013, habiéndose respetado prácticamente en su integridad los contenidos propuestos en materia de reforma de nuestro derecho de sociedades para mejorar el gobierno de las grandes empresas. En particular, también se sigue la práctica totalidad de sus recomendaciones y criterios a la hora de reelaborar la Ley de Sociedades de Capital en su texto refundido aprobado por Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, en la materia relativa a la junta general y a los derechos de los accionistas, materia que nos ocupará especialmente.

### **III. EL PAPEL DE LA REFORMA DE LA JUNTA GENERAL EN EL DESENVOLVIMIENTO DE LA REFORMA DEL GOBIERNO CORPORATIVO: ASPECTOS CENTRALES**

La conveniencia de lograr un punto óptimo de equilibrio entre la necesidad de contar con instrumentos de cuantificación y medición fiables del impacto de los sistemas y procedimientos de buen gobierno, y las necesidades de funcionamiento estratégico óptimo y sin trabas de los consejos, ha llevado a buena parte de los órganos de administración de nuestras compañías cotizadas a adoptar sistemas de relación o comunicación con inversores, y un conjunto de sistemas colaterales, actuales o potenciales, cada vez más sofisticados, orientados a asegurar un flujo recíproco de información entre accionistas y administradores, que permita a estos reorientar sus estrategias en función de la percepción de los mercados sobre la orientación de la compañía hacia el interés social.

Entre estas nuevas herramientas, ya consolidadas hace más de una década en Estados Unidos, se encuentran los *investor relations departments*, que procesan, canalizan y segmentan esa información por grupos de inversores. También han surgido mecanismos complementarios de orden tecnológico para procesar, clasificar y analizar esa informa-

ción, como las herramientas constitución, desenvolvimiento, difusión y control corporativo interno de los sistemas de cibervoto y delegación telemática para el voto en junta; determinados mecanismos de orientación, asesoramiento y consejo de voto a inversores institucionales; mecanismos de enlace informativo como los *proxy solicitors*; sistemas y procesos de generación de informes de valor financiero y de percepción de valor y sus diferenciales por segmentos de interesados; políticas y estrategias de *equity story* y de *crisis management*; o refinados y tecnológicamente novedosos sistemas de gestión de comunicación de información relevante en redes sociales.

Paralelamente, los consejos se disponen a negociar con la comunidad inversora para que adapte sus criterios de inversión, en la medida en que el intercambio informativo es eficaz y sus costes se van minimizando, a los análisis y resultados provenientes de estas unidades de comunicación, con el beneplácito de los comités o comisiones del órgano encargados. Por eso, actualmente, no solo se exigen mejores prácticas de gobierno a los órganos de administración de las grandes compañías, sino además que el desempeño de los gobernantes sea medido con fiabilidad, y la medida obtenida, puesta a disposición del mercado en aras de una superior confianza inversora.

En este contexto de avance tecnológico y sofisticación de las comunicaciones entre mandantes y mandatarios, entre principales y agentes, entre socios y gestores, es imprescindible una modernización acorde del derecho administrativo y de los mercados, pero también una reforma del derecho societario a la altura de las circunstancias. El Proyecto de ley, basándose en el Informe de la Comisión de Expertos de 14 de octubre de 2013, propone acordemente una serie de modificaciones en el régimen de la junta que, a la par que satisfacen estas necesidades de orden general, se acompañan a la evolución europea del derecho de sociedades, con un propósito central de acomodar la regulación de la junta general a las exigencias internacionales, generalmente compartidas, de «reforzar su papel» y «abrir cauces para fomentar la participación accionarial»<sup>13</sup>.

Fundamentalmente con este propósito, la comisión de expertos ha propuesto una batería de medidas que viene a profundizar, como se irá viendo en los trabajos que se han recopilado, la mayoría procedentes

---

13 *Sic*, Exposición de Motivos del Proyecto, III.

de miembros destacados de la propia comisión o de vocales de la Comisión General de Codificación, en reglas y principios de derecho de sociedades ya en buena medida implementados en la precedente Ley de Sociedades Anónimas en combinación con las normas del mercado de valores. La disociación entre reglas societarias y de mercado no era deseable, en efecto, pero esa deficiencia había ya sido paliada en buena medida por las de 2010 y 2011 antes señaladas, procurando desplazar hacia la regulación societaria de las compañías cotizadas aspectos esenciales del gobierno corporativo como el informe anual y otros esenciales para la información plena y la transparencia hacia los mercados.

Sin propósito crítico sino más bien enunciativo, recordaremos que la junta viene a ser potenciada en términos relativos, en cuanto órgano decisorio y centro de poder de las sociedades, respecto al consejo de administración, recuperándose en cierta medida su dimensión primigenia tradicional como órgano de control efectivo, por cuenta de los propietarios, de la labor ejecutora y gestora de los administradores. Si bien, puede afirmarse que las reglas propuestas son armónicas y no proponen disfunción traumática alguna para el equilibrio orgánico de poderes que ya viene establecido en la regulación societaria vigente.

Al efecto de recomponer esas relaciones de poder en el sentido favorecedor del control de la junta, se extiende la reforma de la junta expresamente a la posibilidad de que ella imparta instrucciones a los administradores en materias en principio reservadas al órgano de gestión; posibilidad que se contempla para todas las sociedades de capital, manteniéndose, en todo caso, la previsión de que los estatutos puedan limitarla. Asimismo y complementariamente, con el mismo propósito de que la junta recobre su papel de mandante y así los accionistas, en particular las minorías dispersas adquierentes en las bolsas de valores, incrementen su poder fáctico y práctico, se amplían sus competencias de modo que, en las sociedades de capital, quede expresamente reservada a la decisión final de la junta la aprobación de todas aquellas operaciones corporativas o societarias que por su relevancia para la sociedad en los mercados se deben entender retenidas, fuera de la gestión ordinaria de los administradores; se trata de todas aquellas que tienen efectos similares a las modificaciones estructurales, aunque formalmente no sean fusiones, escisiones o transformaciones. Así, el *corporate finance* factual o fáctico queda de nuevo bajo control de la junta, pese al riesgo de

reabrir el debate sobre el sentido de la labor autónoma del consejo como diseñador de la estrategia creadora de valor.

Algunos asuntos cruciales, en definitiva, vienen a quedar bajo control de los socios de forma directa, sin perjuicio de la labor de elaboración, gestión y decisión estratégica que por principio incumbe al órgano de administración. En algunas materias, este mayor control de la junta resulta ciertamente innovador, y, por lo que se refiere a las sociedades cotizadas, crucial para un mejor y transparente escrutinio público del rendimiento de los administradores. Por eso los expertos han previsto el sometimiento a la junta general de accionistas, siguiendo las orientaciones imperantes hoy en Estados Unidos y en la Unión Europea, de la política retributiva de los gestores, que queda sujeta a la aprobación expresa del órgano asambleario, sin perjuicio de que la ejecución y concreción de esa política de remuneraciones siga en manos del consejo. De hecho, la política de retribuciones se concibe como un plan estratégico a largo plazo, que habrá de tener carácter plurianual, y tratarse a efectos de su aprobación en junta como punto separado del orden del día. Solo en el marco general de dicha política sigue correspondiendo al órgano de administración, especialmente a través de sus comités de remuneraciones o de nombramientos y retribuciones, la facultad de determinar, concretar y calcular la remuneración concreta que a cada uno de los consejeros corresponde percibir<sup>14</sup>. De esta forma el sistema normativo previsto garantiza que sea la junta general de accionistas la que tenga

---

14 En cuanto se refiere a la estructura del consejo de administración proyectada, y en concreto en lo referente a las comisiones especializadas del órgano, la comisión de expertos previó la posibilidad de constituir diferentes comisiones especializadas, pero siendo obligatoria, en el caso de las sociedades cotizadas, la constitución y funcionamiento de una comisión de auditoría, encargada de supervisar el control contable y patrimonial de la compañía, asunto crucial para el buen gobierno; y asimismo de una comisión conjunta, o dos separadas, de nombramientos y retribuciones, materia igualmente sensible y clave para un buen gobierno en cuanto se trata de garantizar la independencia, profesionalidad y rendimiento efectivo de los consejeros. En el caso de las comisiones de remuneraciones, como en el de las de nombramientos, la composición de sus miembros, en aras igualmente de la independencia, excluirá a los consejeros ejecutivos, de modo que estos no puedan *autorremunerarse* sin control de terceros, siquiera interno, dentro del propio órgano de administración. Así, los miembros de la comisión de retribuciones solo pueden ser consejeros dominicales o independientes, recayendo precisamente en alguno de estos la presidencia del comité, por las mismas razones señaladas.

competencia sobre el diseño general del sistema y tome el control último sobre las retribuciones de los socios, incluyendo el control de los distintos conceptos o componentes retributivos contemplados estatutariamente, los así como los módulos o «parámetros» necesarios para la posterior determinación, cálculo o fijación de la remuneración; también corresponderá a la junta la competencia y control sobre los términos y condiciones principales de los contratos de servicios, mandatos o relaciones laborales, en su caso, en que se establece la retribución.

Estrechamente relacionado con la reforma del órgano asambleario se encuentra la promoción del ejercicio de los derechos políticos, tanto en la propia junta general como previa y posteriormente, por los socios. La idea central es propiciar una participación de estos en la vida social que encauce correctamente la voluntad de los propietarios, reduzca la incidencia en el interés social de los conflictos de intereses padecidos por algunos administradores, en particular ejecutivos, y facilite el funcionamiento óptimo tanto de la junta como del propio órgano de administración, fortaleciendo la confianza de los inversores. Concretamente, y en lo que respecta a los llamados «derechos de minoría» de los socios dispersos en las sociedades cotizadas, se ha entendido oportuno rebajar el umbral legal necesario para que los accionistas, individualmente o agrupados, puedan ejercer sus derechos políticos, hasta el límite del tres por ciento del capital social, y se ha fijado en mil el número máximo de acciones que los estatutos podrán exigir para asistir a la junta general.

En combinación con esta medida propiciatoria de una intervención más activa de los socios en la vida social se encuentran las medidas directamente encaminadas a asegurar la coincidencia entre la voluntad real de los accionistas y la voluntad declarada. En este sentido, ha parecido a los expertos prioritario el garantizar que la norma habilite a todos los accionistas para pronunciarse de forma separada sobre diversas materias relativas al gobierno corporativo, y en particular, la designación, la renovación o la separación de administradores; y también sobre materias cruciales para el desenvolvimiento futuro de las sociedades, como son las modificaciones estatutarias. En este terreno, los expertos han facilitado la emisión diferenciada del voto de cada socio respecto a cada uno de los asuntos que se propongan en las juntas sobre las materias mencionadas.

Para mejorar la preparación y el funcionamiento de la junta general, igualmente en aras de una recta configuración de la voluntad de los socios, se ha modificado el régimen jurídico de la convocatoria de la junta y también el de adopción de acuerdos en la misma. En este campo los expertos aproximan nuestra legislación sobre sociedades de capital a la propuesta en paralelas corrientes internacionales, procurando una modificación de las normas vigentes orientada a dotar de mayor transparencia a la convocatoria y al contenido del orden del día. Así, se han dictado reglas clarificadoras del contenido de la información relativa a la convocatoria y al contenido del orden del día que es necesario publicar en relación con las propuestas de acuerdo, estableciéndose expresamente además que el criterio de cómputo de la mayoría precisa para la válida adopción de un acuerdo es el de la mayoría simple, lo que a su vez facilita precisamente dicha adopción con vistas a reducir los costes de funcionamiento del órgano.

Pero optimizar dicha funcionalidad no es un objetivo aislado; mejorar el propio sistema de gobierno corporativo y el régimen de funcionamiento del consejo, en particular, resulta también preciso para minimizar los costes informativos y transaccionales de las empresas y también para lograr un «adecuado equilibrio» de poderes, tanto entre grupos de interés como entre los propios órganos de la sociedad. En este sentido los expertos también han seguido las consignas europeas de la Comisión y las internacionales de la OCDE, adaptadas a la regulación preexistente en materia de buen gobierno y también en materia de ejercicio de derechos políticos por los socios, en particular del derecho de información de los accionistas. En este terreno, los expertos han aprovechado además la andadura seguida por nuestras sociedades, especialmente cotizadas, en aplicación de la Ley de Transparencia de julio de 2003, pero han querido profundizar en determinados aspectos relativos al régimen del derecho de información para facilitar aún más su ejercicio de este derecho y segmentar diferentes reglas, con criterios oportunos de justicia distributiva; diferenciando entre los socios que presuntamente ejercen su legítimo derecho de informarse con vistas a seleccionar racionalmente las inversiones y participar con racionalidad en las decisiones de la junta, de un lado, y del otro, los socios que emplean sus derechos informativos de forma abusiva o, con carácter general, inadecuada para el interés social, distorsionando el funcionamiento

de la junta e incluso, aunque resulte paradójico, empleando la denominada democracia accionarial en perjuicio de los restantes socios. Por eso se ha dicho que procedía diferenciar y examinar minuciosamente las ~~diversas~~ consecuencias jurídicas anudadas a las diversas modalidades de ejercicio del derecho de información, para así ahorrar y modular su ejercicio atendiendo a las exigencias objetivas de la «buena fe»<sup>15</sup>, en un marco legal donde ha de reputarse que la buena fe está presente. Así, para las sociedades cotizadas se extiende el plazo en el que los accionistas pueden pedir datos, aclaraciones o informaciones antes de la junta general hasta cinco días antes de su celebración.

También en el terreno del régimen jurídico de la impugnación de los acuerdos sociales se han sopesado debidamente las exigencias derivadas del impulso a la ágil gestión de los administradores en aras de fomentar la actividad productiva y la eficiencia empresarial, con aquellas otras derivadas de la necesaria tutela legal de las minorías y de la protección indefectible de la seguridad del tráfico. De este modo, cuando la impugnación obedece a motivos jurídicos formales de escaso relieve –por ejemplo, relativos a insuficiente o ausente legitimación de quienes adoptaron el acuerdo–, el nuevo régimen considera que el ejercicio del derecho a impugnar los acuerdos de la junta resulta abusivo o puede resultar abusivo. También obedecen al deseo de agilizar el funcionamiento de la junta y evitar la paralización abusiva de los órganos sociales las reglas que simplifican la calificación jurídica de los hechos jurídicos impugnables, recetándose con carácter genérico para todos los casos de impugnación la fórmula de la anulación con un plazo de caducidad de la acción impugnatoria de un año, salvo en caso de haberse adoptados acuerdos contrarios al orden público, donde la acción no prescribe. Tratándose de sociedades cotizadas, el plazo de caducidad se acorta –tres meses– a fin de no entorpecer la gestión y minimizar los costes de transacción y funcionamiento social. La misma idea rectora preside la limitación de la legitimación para ejercer la acción a las minorías del uno por mil en sociedades cotizadas y del uno por ciento en el caso de las no cotizadas; por debajo de dichos límites se estima que la situación impugnatoria resulta paralizante, y el ejercicio de la acción constituiría presuntamente un abuso de derecho. Con todo, y a fin de adecuar *ad casum* los límites de ejercicio abusivo o antisocial –cf. artículo 7 CC–,

15 Cf. Exposición de Motivos del Proyecto, IV y V.

han previsto los expertos la voluntaria reducción de estos límites por los estatutos sociales, de modo que en grandes sociedades cotizadas la legitimación para impugnar puede ensancharse tanto como se estime procedente para incentivar el control de las decisiones a un coste razonable, siempre en aras del interés social. No se desatiende así la necesaria salvaguarda del equilibrio entre mayorías y minorías, considerando tanto la posibilidad de abuso de unas como de otras, pero sobre todo la realidad del abuso de mayoría, que, de modo análogo a como sucede en la conducción de la gobernanza pública o política, está en mejores condiciones para hacer prevalecer su criterio sobre el de la minoría de forma lesiva para el interés común o de todos; de ahí que, en lo sucesivo, la LSC entenderá lesivo para el interés social cualquier acuerdo que se imponga de modo «abusivo por la mayoría», sin perjuicio de la dificultad de concretar el concepto de abuso y de los obstáculos probatorios y procesales que se oponen a la prosperidad de la acción impugnatoria. En todo caso, un notable avance se ha dado en este campo: explicitar la imposibilidad de identificar el interés de la mayoría con el interés social, idea que encaja a la perfección con la obligación a cargo del consejo de promover la «transparencia en los órganos de gobierno», y de tutelar el «tratamiento equitativo de todos los accionistas»<sup>16</sup>, especialmente cuando su gestión atañe a la asunción de importantes riesgos patrimoniales o están comprometidos la independencia de la gestión social, la participación activa y efectiva de los gestores o la profesionalidad en la conducta de los consejeros.

Por último, los expertos se han enfrentado, quizá por primera vez con cierto orden sistemático y un propósito dogmático de ordenación conceptual, a la cuestión del tratamiento que merece la resolución de los numerosos conflictos de interés padecidos por los administradores –y por extensión, quienes les designan– cuando han de atender simultáneamente intereses privativos o de clase accionarial, y el interés social como parte esencial de su misión. El sistema propuesto combina una cláusula específica de prohibición de votar –modalidad de *abstention rule*, de naturaleza preventiva– en los casos más dañosos de contraposición o conflicto entre el interés privado y el interés social –generalizando a las sociedades anónimas la norma actualmente imperante solo para ser aplicada a los administradores de las sociedades de responsabilidad li-

16 Sic, E. de M. del Proyecto, V.

mitada-, y una presunción de infracción del interés social por parte de todo acuerdo social aprobado merced precisamente a los votos del socio o de los socios inmersos en el conflicto –solución ex post, anudada al remedio impugnatorio, una vez que el conflicto no se ha podido prever mediante cualquiera de los mecanismos bloqueantes clásicos de la recusación, la abstención o la autorización informada de los afectados-. Aunque podría haberse combinado un elenco más preciso de soluciones, y ofrecerse remedios más completos y complejos de prevención, el sistema de resolución de conflictos que se introduce, en líneas generales y a salvo de evaluar su eficacia en la práctica, a priori parece acertado, es de aplicación relativamente sencilla, y desde luego mejora la situación preexistente de nuestro derecho de sociedades, en aras tanto de un buen gobierno como de una tutela más afortunada de los socios.

Tutela que se garantiza, por lo demás, con una más perfilada tipificación de los supuestos de infracción o conculcación de los deberes de diligencia y lealtad por parte de los administradores, y de los procedimientos que se deben seguir en caso de que estos no prevengan, eviten o, cuando proceda, remedien la situación de conflicto de interés en que se hallan inmersos. Recuértese que, a la postre, las reglas del derecho de sociedades siguen atribuyendo al consejo de administración un núcleo de facultades indelegables que incluye las precisas para tomar aquellas decisiones que se corresponden la alta gestión y supervisión de los negocios de la compañía; desde ese punto de vista, un consejo de administración que actúe con lealtad debe trabajar incesantemente velando por la consecución del interés social, precaviendo los conflictos de intereses y cumpliendo los deberes de diligencia y lealtad conforme a los estándares profesionales exigibles en el ámbito de las sociedades cotizadas, cada vez más exigentes precisamente debido a la toma de conciencia del legislador y de los agentes sociales sobre la vocación de servicio de los consejeros. Vocación que se traduce en una mayor intensidad de su labor, para ser calificada como diligente –así, deberá el consejo de las cotizadas reunirse al menos una vez al trimestre, con la finalidad de que mantener presencia constante en la vida de la compañía-; en una mayor coordinación funcional y operativa orientado hacia la independencia en previsión de conflictos de intereses –así, si el presidente posee la condición de consejero ejecutivo, el consejo de debe nombrar necesariamente un consejero coordinador entre los independientes a modo de

contrapeso o contrapoder-; y en una mayor profesionalización y control regulatorio de determinados estamentos y categorías de operadores en el seno del consejo –así, el secretario, cuyas funciones se regulan por primera vez para la sociedad cotizada; por lo demás, el mandato de los consejeros se limita ahora a un cuatrienio, frente al sexenio que ha venido imponiéndose como tope hasta el momento–.

En definitiva, la regulación de la junta se coordina mejor con la del consejo. La razón no es otra que la incongruencia de dotar a la junta de mayores competencias, y a los accionistas de superiores facultades de ejercicio de derechos y de control de la labor de los gestores, sin limitar en medida conveniente las correlativas que corresponden al órgano de administración, adoptando paralelas medidas que delimiten y traten de depurar eficazmente las responsabilidades de los consejeros, prevenir y solucionar sus posiciones conflictivas, y facilitar a los administradores leales y profesionales un desempeño eficiente y el cumplimiento cabal de sus deberes fiduciarios. En este sentido, la regulación racional de los sistemas de remuneración de los administradores complementa a la perfección un régimen de democratización y participación activa del accionariado, en la medida en que establecer incentivos adecuados y justos a los gestores facilita un crecimiento corporativo óptimo en un contexto de perfecta alineación de intereses entre socios y administradores. De ahí que los principales organismos internacionales especializados hayan venido subrayando en los últimos años la creciente importancia que ha adquirido en las mayores sociedades de capital, y sobre todo cuando son cotizadas, el que las remuneraciones, en aras del interés social, reflejen la evolución real, no de las cotizaciones, sino de la situación patrimonial de la empresa –*compensation in accordan with net worth*–, a la par que el rendimiento individual de la gestión y la contribución personal a la creación de valor –*compensation in accordance with performance*–, de modo que la propia actividad del gestor sea incentivada a orientarse permanentemente hacia la tutela del patrimonio, del interés de los accionistas y, coherentemente con la correlación indicada, hacia la consecución del objetivo de crecimiento de valor en que se substancia y concreta el propio interés de la sociedad y de sus accionistas.

La reforma, consiguientemente, viene a cooperar con los operadores privados en el logro de los objetivos de la empresa, dando un paso más en la defensa de los intereses de los socios, sin descuidar los de

los administradores, pero con un mayor énfasis que el puesto por la legislación precedente en la vigilancia de los excesos o abusos de poder en que puedan aquellos incurrir. Si la ley permite a los estatutos configurar el estatuto general de la sociedad y el marco de las relaciones entre los órganos, la reforma viene, reconociendo la autonomía de la voluntad plasmada estatutariamente, a limitar el poder configurar de las relaciones sociales conferido legalmente a los propios estatutos en algunos aspectos, obligando, a modo de paradoja, a marcar reglas de juego que impidan extralimitaciones potenciales, en particular de los gestores, que puedan perjudicar a los socios. Así, el legislador dispone que los estatutos sociales fijen el sistema de remuneración de los administradores por sus funciones de gestoras y decisoras, y especialmente el régimen retributivo o de compensación de los consejeros que desempeñen funciones ejecutivas; esta imposición a los estatutos impide que estos se abstengan de determinar el sistema retributivo, lo que limita la autonomía de los socios –que podrían de otro modo preferir no fijar el sistema y delegar su configuración en la voluntad de los gestores–, pero el legislador, consciente de los problemas de agencia y asimetría informativa, previene abusos de los gestores en interés social. En definitiva, el legislador está atento a la realidad y opta por una tutela preferente del interés de la sociedad y, por extensión, de los socios, reaccionando de forma cada vez más contundente ante los peligros que extralimitación de poder que de ordinario acechan a una y a otros.

## Sentido de la propuesta de reforma en el Estudio de la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo

FERNANDO VIVES RUIZ

*Profesor de Derecho Mercantil. Universidad Pontificia Comillas (ICADE)  
Abogado. Socio Director de Garrigues*

### I. SENTIDO DE LA PROPUESTA. CONSIDERACIONES GENERALES

La primera cuestión que me parece relevante señalar para entender el sentido de la propuesta de reforma es el mandato recibido. La misión de la Comisión era el cumplimiento del mandato del Consejo de Ministros; este debe ser el punto de partida para el análisis y la crítica de su trabajo. <sup>1</sup>Ese mandato está determinado y claro en la Orden Ministerial que constituye la Comisión y contiene un encargo que puede delimitarse en aspectos objetivos, subjetivos y procedimentales.

#### 1. ASPECTOS OBJETIVOS DEL ENCARGO DE LA COMISIÓN DE EXPERTOS

Los aspectos objetivos del encargo que el Consejo de Ministros hace a la Comisión consistían en formular propuestas para la potenciación del papel de la junta general en el control de las políticas de retri-

---

<sup>1</sup> Acuerdo del Consejo de Ministros, de 10 de mayo de 2013, publicado por Orden ECC/895/2013, de 21 de mayo.

bución de los administradores y en la disposición de las medidas que se deben adoptar para que la función de los administradores tenga por finalidad el incremento del valor de la compañía y la adecuada retribución del accionista, fijando el régimen de responsabilidad de los administradores y su sistema de retribución de forma que sirvan al logro de este objetivo. Igualmente, era su objeto el establecimiento de reglas que limiten la influencia de los administradores en la junta general, con el objetivo de evitar conflictos de intereses y de favorecer los derechos de los accionistas minoritarios.

Además, la Comisión señala que se deben valorar iniciativas para favorecer la transparencia en los mercados, tanto hacia los socios de las empresas cotizadas como respecto de potenciales inversores.

No se trataba, por tanto, de revisar en general la legislación de las sociedades capitalistas, ni siquiera de las sociedades cotizadas, sino de proponer medidas concretas que coadyuvaran a los objetivos señalados.

## 2. EL ÁMBITO SUBJETIVO DE LA PROPUESTA

Las propuestas de la Comisión para reformar el gobierno corporativo debían dirigirse a sociedades cotizadas, como paradigma de sociedades abiertas, donde convergen principalmente problemas societarios típicos tales como la posición y la protección de los accionistas minoritarios, los conflictos de intereses o los problemas de agencia.

No obstante, y como había sucedido ya en las precedentes reformas del gobierno corporativo de las sociedades españolas, el mandato del Consejo de Ministros no excluía que, cuando así fuese conveniente para la coherencia del sistema de derecho de sociedades, se propusiesen reformas que afectasen a la regulación de las sociedades no cotizadas.

## 3. LOS ASPECTOS PROCEDIMENTALES DE LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN

En el aspecto procedimental, se establecía que en un plazo de cuatro meses debía estudiarse el actual marco normativo de buen gobierno corporativo para proponer medidas de mejora –reformas normativas– y en otros cuatro meses, a partir de la finalización de los anteriores, para elaborar un código de buen gobierno o código de buenas prácticas o *soft law*, bajo el principio de «cumplir o explicar».

En la primera parte del trabajo de la Comisión, que es al que esta presentación se refiere, se dan propuestas al Gobierno que, según decida éste, podrán tener encaje, o no, en próximas modificaciones legislativas. Así las cosas, el objeto fundamental de las propuestas normativas se efectúan, como es lógico, respecto de la norma que regula el funcionamiento y el gobierno de las sociedades en España: la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, «LSC»).

El trabajo realizado por la Comisión de Expertos debe enmarcarse en el ámbito internacional al que la misma Orden ministerial hace referencia. Se trata de adaptar nuestra legislación a las mejores prácticas internacionales en materia de buen gobierno de las sociedades de capital.

En el contexto internacional europeo más próximo, se coincide en señalar que el ámbito normativo de las sociedades cotizadas, que es tanto el del mercado de valores como el del derecho de sociedades, debe favorecer el desarrollo económico, creando una estructura normativa que haga a la sociedad cotizada más competitiva.

#### 4. LOS PRECEDENTES INTERNACIONALES MÁS RELEVANTES EN ESTA MATERIA: LOS DESARROLLOS DE LA OCDE Y DE LA UNIÓN EUROPEA

Respecto de los trabajos y desarrollos de la OCDE, se parte de los principios de gobierno corporativo, reformados en 2004, y de los trabajos iniciados por el grupo creado en 2008 para el estudio de la reforma del gobierno corporativa en el contexto de la crisis económica. Este grupo elaboró tres informes que, en síntesis, concluyen afirmando que hay debilidades en el sistema de gobierno corporativo que han generado la propagación de la crisis y que, aunque no se considera necesario modificar los principios de 2004, sí resulta imprescindible mejorar su implementación.

La OCDE reafirma la validez del principio de cumplir o explicar en materia de gobierno corporativo –*soft law*– y llama a los Estados para que, regularmente, analicen la situación normativa nacional y las debilidades en materia de gobierno corporativo que pueden presentar sus legislaciones. Si analizamos el mandato del Gobierno español a la luz de la posición descrita de la OCDE, comprobaremos sin dificultad su

coincidencia: revisión del marco normativo y desarrollo de las buenas prácticas en materia de gobierno corporativo.

En relación con la Unión Europea, por otra parte, el análisis de la Comisión de Expertos había de partir del Plan de Acción de 2012 que, tomando como base los resultados del plan del 2003, denuncia la deficiente aplicación de los códigos voluntarios de buen gobierno.

Antecedentes del Plan de Acción son, también, diferentes iniciativas normativas, aunque fragmentarias, entre las que destacan la directiva sobre el ejercicio de derechos de los accionistas y el Libro Verde de 2011 que priorizó como objetivos el análisis del funcionamiento de los órganos de administración, favorecer la participación de los accionistas en materia de gobierno corporativo, proteger a los accionistas minoritarios y promover la implantación de códigos de buen gobierno corporativo que, aun manteniendo su carácter nacional, tengan la debida coordinación en el ámbito europeo.

Estos son, en resumen, los objetivos de la UE. Objetivos que no pueden entenderse plenamente si no se considera el fracaso del que parten. Nunca se consiguió completar el cuerpo normativo societario europeo con una regulación sobre el gobierno de las sociedades. La famosa y *non nata* quinta directiva, bloqueada durante décadas y hoy definitivamente abandonada, no sobrevivió a la diferente concepción de la administración de las sociedades en los distintos países europeos.

## 5. LA SITUACIÓN EN EL DERECHO ESPAÑOL

Volviendo al derecho de sociedades español, recordemos que su regulación se contiene en la LSC de 2010, texto refundido de la normativa reguladora de las sociedades anónimas, de responsabilidad limitada y comanditarias por acciones. Su antecedente es, por tanto, la adaptación del derecho español a las directivas comunitarias en 1989. Pero dicha adaptación, por la señalada ausencia de directrices europeas en materia de gobierno corporativo, estuvo huérfana de armonización en este campo. Por ello, la mayoría de las normas que disciplinan el gobierno corporativo de las sociedades y, desde luego, su núcleo fundamental, proceden de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951.

La revisión de 1989 apenas afectó al gobierno de las sociedades. Luego hubo modificaciones parciales, entre las que entresaco la Ley Fi-

nanciera de 2002, que, entre otras normas, establece la obligatoriedad de la Comisión de Auditoría, la Ley de Transparencia de 2003, que introduce los deberes fiduciarios de los administradores, la adaptación de la normativa española a la directiva de reguladora de los derechos de los accionistas en 2011 o diversas normas, de menor rango pero no de menor importancia, como la orden de 2013 que regula las clases de consejeros.

Se trata en los casos anteriores de avances aislados, a veces espasmódicos, con los que el legislador ha dado respuesta legal a las exigencias comunitarias o a las crisis económicas que se han ido presentando.

Junto al proceso de desarrollo normativo que venimos señalando, no podemos olvidar la formulación de distintas propuestas que, pese a no alcanzar la promulgación, han tenido singular importancia en el desarrollo del derecho societario español. Entre ellas, es obligado citar, por su importancia, la Propuesta de la Comisión General de Codificación del Código de Sociedades Mercantiles de 2002, base de buena parte de las modificaciones, luego introducidas en nuestra normativa, por ejemplo en la Ley de Transparencia y que ha tenido, también, gran influencia en la Propuesta de Código Mercantil de 2013.

Esta última merece, por su relevancia y proximidad temporal, una reflexión especial. La Comisión de Expertos, al poco de constituirse, encontró encima de su mesa un documento con el que no contaba: la Propuesta de Código Mercantil, hecha pública cuando la Comisión de Expertos iniciaba sus trabajos y que, como era obligado, ha sido objeto de especial consideración en su Informe.

Debo, en este momento, para hacer justicia, hacer una valoración positiva de la regulación societaria incluida en este documento. Valoración, que no se ve, en absoluto, empañada por las discrepancias que pueda tener sobre determinados aspectos concretos.

## 6. REFERENCIA A LA SITUACIÓN DE BUEN GOBIERNO EN LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS Y SU VALORACIÓN POR LA COMISIÓN DE EXPERTOS

Si de gobierno corporativo hablamos, no podemos dejar de referirnos, al ámbito de las recomendaciones voluntarias, cuya valoración y

reforma es, precisamente, el segundo encargo hecho a la Comisión de Expertos.

No me cabe duda alguna de que la implantación de los Códigos de buen gobierno ha constituido un importante revulsivo en las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades españolas. Así, el código Olivencia, el Informe Aldama y el Código Unificado de Buen Gobierno han situado nuestro gobierno corporativo en el mapa europeo, en muchas ocasiones, con ventaja.

Un elemento valorativo adicional, quizás marginal pero no irrelevante, que quiero subrayar: la realidad del gobierno corporativo de nuestras empresas, y concretamente de las cotizadas, es claramente superior a la percepción que de él se tiene.

Si nos preocupa el posicionamiento de España en los *rankings* internacionales de buen gobierno de las compañías tenemos que estudiar el por qué de esa situación. Uno de los problemas, aunque no el único, es que muchos de los estudios no analizan –porque es difícil hacerlo desde la distancia– la realidad de las empresas en su funcionamiento, sino solo la normativa que les resulta de aplicación.

Al elaborar esos estudios la pregunta clave que en muchas ocasiones se formula es si se cuenta con una regulación sobre los conflictos de interés de los accionistas y no si, en el ejercicio de la autorregulación societaria, las empresas españolas han implantado habitualmente y han contado regularmente con instrumentos adecuados para hacer frente a esas situaciones. Es decir, lo valorado por los estudios es si el sistema jurídico prevé y favorece esa regulación.

Un ejemplo, ayudará a explicar esta idea. En 2013 la OECD elaboró un documento sobre el régimen jurídico de las operaciones vinculadas. En él, en un cuadro –página 32– en que aparecen 20 países se describe la regulación que **casa** uno tiene en esta materia, y entre ellos, uno de los peor situados, por la carencia de procedimientos normados, es España.

Este ejemplo es un anécdota bajo la que, sin embargo, subyace una realidad: si queremos ser competitivos internacionalmente en los *rankings* de buen gobierno corporativo, necesitamos aprobar normas competitivas. Esta orientación hacia la competitividad fue, también, tenida

en cuenta por los miembros de la Comisión de Expertos a la hora de acometer la labor de redacción de las propuestas.

## 7. REFERENCIA VALORATIVA AL DESARROLLO DE LOS TRABAJOS DE LA COMISIÓN DE EXPERTOS Y SU CONSIDERACIÓN DE LA REALIDAD EUROPEA

Llegado este punto, haré una breve referencia a mi valoración del desarrollo de los trabajos de la Comisión. En mi opinión, estos se han desarrollado de forma abierta. La Comisión ha funcionado bien. No ha habido imposiciones externas gubernativas o de otro tipo, y alcanzar el consenso sobre los diferentes temas a tratar, tanto sobre la junta general como sobre el órgano de administración, ha sido sencillo.

Por otra parte y en relación con el diagnóstico de la situación de las empresas españolas y de su buen gobierno, no ha existido controversia. Se ha intentado un equilibrio entre la realidad internacional y la experiencia de nuestra regulación y nuestras prácticas. Hubiera sido un ejercicio de miopía intentar trasladar, sin un análisis crítico, las instituciones internacionales a la realidad española.

La Comisión de Expertos ha tenido presente en su labor que el gobierno corporativo está en permanente transformación y adaptación. No sólo en España, sino en el mundo. Debe recordarse que el movimiento del gobierno corporativo contemporáneo nace en Europa, en el Reino Unido –Informes Cadbury y también, en materia de remuneraciones, Greenbury–. Son los precursores europeos en esta materia y, atendiendo a su realidad societaria, generaron recomendaciones fundamentalmente dirigidas a sociedades con capital disperso y sin socios de control, y se enfocan en prevenir los conflictos de interés entre accionistas y administradores.

Esta normativa extranjera –blanda o dura– no debe transponerse sin más a la realidad española. No sólo porque nuestra realidad empresarial no es igual que la británica y algunas de las soluciones que allí se adoptan puede que aquí no sean eficaces sino, también, porque esa orientación va a sufrir alteraciones en su propio contexto. Esas normas de buen gobierno corporativo anglosajonas van a evolucionar, porque el paradigma de que las sociedades británicas son de capital disperso es, en su generalización, cada vez menos cierto. Si analizamos la realidad

de las empresas que han sido admitidas a cotizar en los últimos años en la Bolsa de Londres, veremos que hay empresas, fundamentalmente de origen o propietarios latinoamericanos (energéticas, mineras, productivas) en las que –después de su admisión–, un socio sigue teniendo más del 50% de su propiedad. Hay cada vez mayor concentración de capital en pocos accionistas. Su *free float* no excede, en muchas ocasiones, del 40%.

Esta realidad hará repensar, desde el pragmatismo, el movimiento del gobierno corporativo y su orientación, también, en Reino Unido. Ya está sucediendo.

## II. COMENTARIO GENERAL DE ALGUNOS DE LOS PRINCIPALES CONTENIDOS DE LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN DE EXPERTOS Y DEL DERECHO PROYECTADO

El análisis completo de las propuestas de reforma normativa va a ser objeto de estudio y análisis en el ciclo anual que ha preparado la Cátedra Garrigues-ICADE para la modernización del derecho de sociedades. Por ello, en esta sesión que lo abre, sólo me referiré, sucintamente, a algunos de los aspectos que me parecen más relevantes.

Las propuestas normativas se agrupan en: (1) medidas de mejora de la protección del inversor y de fomento de la participación de los accionistas, (2) regulación del estatuto del administrador, (3) remuneración de los administradores y (4) organización del consejo de administración y sus comisiones.

### 1. MEDIDAS DE MEJORA DE LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR Y DE FOMENTO DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS ACCIONISTAS

Las propuestas incluidas en este grupo persiguen mejorar la protección de los inversores y fomentar la implicación de los accionistas en el control de la gestión social, principalmente mediante la introducción de instrumentos que refuercen el papel de la junta general en el gobierno corporativo de las sociedades y que mejoren el derecho de información de los accionistas. En este sentido, han intentado preservar el delicado equilibrio entre el eficaz funcionamiento de las sociedades mercantiles y el respeto de los derechos de los accionistas minoritarios,

procurando conjurar un ejercicio abusivo de estos que, en particular, en materia de derecho de información ha sido una práctica más frecuente de lo deseable.

En este sentido, la propuesta extiende a todas las sociedades de capital la posibilidad de que la junta general intervenga en asuntos de gestión e imparta instrucciones al órgano de administración, aclarando que dicha posibilidad no se limita a las sociedades de responsabilidad limitada, como cabe interpretar de la actual redacción del artículo 161 de la Ley de Sociedades de Capital («LSC»).

En el mismo sentido de las recomendaciones 3ª y 4ª del Código Unificado de Buen Gobierno, se refuerzan las competencias de la junta general, atribuyéndola expresamente las relativas a la aprobación de la transmisión de actividades esenciales de la sociedad a entidades dependientes, la adquisición o enajenación de activos operativos esenciales, las operaciones cuyo efecto sea equivalente al de la liquidación de la sociedad y la aprobación de la política de remuneraciones de los consejeros.

Por otro lado, se desarrollan las obligaciones de información para que los accionistas puedan realizar un ejercicio plenamente informado de sus derechos, estableciendo que las sociedades deberán, al tiempo de convocar la junta general, incluir en su página web los textos completos de las propuestas de acuerdo sobre todos los puntos del día, así como un informe de los órganos competentes en el que se traten los de carácter meramente informativo.

Las normas dirigidas a potenciar la participación de los accionistas minoritarios en la junta general de accionistas quedan plasmadas en el Informe en dos medidas: en primer lugar, se propone reducir del cinco al 3% para las sociedades cotizadas, el porcentaje de capital social exigible para ejercer determinados derechos por los accionistas como solicitar la inclusión de nuevos puntos del orden del día en las juntas generales ordinarias, presentar propuestas fundamentadas de acuerdos o solicitar la convocatoria de la junta. En segundo lugar, se propone reducir, también para las sociedades cotizadas, el porcentaje máximo del 1 por mil del capital social que los estatutos pueden exigir a los accionistas para asistir a la junta general a un máximo de 1.000 acciones.

En relación con el ejercicio del derecho de información, se propone ampliar el plazo para solicitar información de forma previa a la junta general de las sociedades cotizadas hasta 5 días antes de su celebración (frente a los 7 actuales) y se establece que deberán publicarse en la página web de la sociedad las respuestas facilitadas por la sociedad a las preguntas formuladas por escrito. Además, y para prevenir el uso abusivo del derecho de información, se aclaran los supuestos en los que puede denegarse la información solicitada y se explicitan los efectos jurídicos que puede tener no atender a ese derecho, diferenciando si se ha ejercitado antes o durante la junta general, así como las consecuencias que se deriven del mal uso de la información solicitada por parte del socio (responsabilidad de este por los daños y perjuicios causados). De esta forma, la vulneración del derecho de información ejercitado durante el desarrollo de la junta general solo facultará al accionista para exigir el cumplimiento de la obligación de información y el reembolso de los daños y perjuicios que se le hayan podido causar, pero no será causa de impugnación.

Por otra parte, y en relación con el régimen de votaciones y formación de voluntad de la junta de accionistas se propone transformar en mandato legal el contenido de la recomendación 5ª del Código Unificado, estableciendo la obligación de que la junta vote de forma separada aquellos asuntos que sean sustancialmente diferentes, de modo que los accionistas puedan pronunciarse de forma independiente sobre cada uno de ellos.

Asimismo, se reforma y unifica el régimen para el tratamiento de los conflictos de interés de los socios. Este nuevo régimen se presenta como una solución intermedia entre la regulación actual (ausencia de prohibición de voto en caso de conflictos de accionistas en sociedades anónimas) y la contenida en la Propuesta de Código Mercantil (prohibición absoluta de voto en cualquier situación de conflicto de interés).

De esta forma, la propuesta de modificación en materia de conflicto de interés de los socios se fundamenta en tres pilares básicos:

- a) extender a las sociedades anónimas el régimen de las limitadas: prohibición absoluta de ejercicio del derecho de voto en determinadas situaciones tasadas de conflicto de interés de los socios que revisten especial gravedad;

- b) en los restantes supuestos de conflicto de interés (que no se refieran exclusivamente a la posición que ostenta el socio en la sociedad, como acuerdos relativos a su nombramiento como administrador, en cuyo caso no se aplican las normas sobre conflicto de interés), se establece una presunción *iuris tantum* de infracción del interés social en aquellos casos en los que el acuerdo se adopte gracias al voto de los socios que se encuentren en situación de conflicto de interés; en todo caso, el socio impugnante deberá acreditar la existencia de esa situación;
- c) finalmente, se exige que, con carácter general, se voten en juntas especiales separadas aquellos acuerdos que solo afecten a una parte de las acciones pertenecientes a la misma clase y supongan un trato discriminatorio entre estas.

La siguiente propuesta de modificación va encaminada a recoger expresamente el régimen de voto fraccionado y divergente en caso de entidades que actúen por cuenta de varias personas.

La última novedad en el régimen de votación consiste en aclarar definitivamente el sistema de adopción de acuerdos por mayoría relativa de los votos de los socios presentes o representados (es decir, sin que las abstenciones computen como votos negativos), manteniendo incólume el régimen de mayorías reforzadas. De esta forma, se aclara que los acuerdos sociales se adoptarán cuando haya más votos a favor que en contra del capital presente o representado.

Además, ha sido objeto de especial atención por parte de la Comisión de Expertos el régimen de la impugnación de los acuerdos sociales, elemento esencial tanto para proteger los derechos de los accionistas minoritarios y el interés social, como para reforzar la seguridad del tráfico jurídico.

Debe tenerse presente en este ámbito que todas las propuestas de la Comisión de expertos, persiguen un doble objetivo: por un lado maximizar la protección material de los accionistas minoritarios y, por otro, minimizar los riesgos de un uso oportunista o fraudulento del derecho de impugnación. Para ello, se propone una revisión casi completa del actual régimen de impugnación de acuerdos sociales, suprimiendo, en primer lugar, la diferencia entre acuerdos nulos y anulables, una cons-

trucción teórica que siempre creó más problemas de los que contribuyó a resolver.

La mayor protección de los accionistas en el régimen de impugnación se articula a través de las siguientes propuestas: (i) la ampliación del plazo general de caducidad de la acción de impugnación a 1 año, reducido a 3 meses en el caso de las sociedades cotizadas por la necesidad acentuada en este caso de proteger la estabilidad de los acuerdos (sin perjuicio del carácter imprescriptible de los acuerdos contrarios al orden público); (ii) la inclusión de una causa de impugnación adicional consistente en la infracción de los reglamentos de la junta de la sociedad; y (iii) la mejora en la formulación de los acuerdos impugnables, al incluir los acuerdos que se imponen de forma abusiva por la mayoría en detrimento injustificado de los demás socios, aunque no perjudiquen necesariamente a la sociedad, y al poder considerar como contrarios al orden público acuerdos por razón de sus circunstancias (además de por sus causas o contenido, como hasta ahora).

Por otro lado, como contrapeso, para conseguir el equilibrio antes citado entre los derechos de los socios minoritarios y la seguridad jurídica y con la intención de mitigar el posible uso abusivo del derecho de impugnación, se proponen las siguientes reformas: se limita la legitimación para ejercitar el derecho de impugnación a accionistas titulares del 1% del capital social para las sociedades no cotizadas y del 0,1% para las cotizadas, a la vez que se reconoce el derecho de todos los socios a obtener el resarcimiento de los daños que les ocasione el acuerdo impugnado, aunque no alcancen esos porcentajes; y se exige que el accionista impugnante haya adquirido tal condición antes de la convocatoria del órgano, tratando de erradicar con ello la práctica fraudulenta consistente en tomar posiciones accionariales instrumentales que permitan un ejercicio desviado del derecho de impugnación.

Además, se recoge una lista de supuestos en los que la impugnación resulta improcedente (recogiendo la doctrina jurisprudencial de la relevancia de las causas de impugnación y de la «prueba de resistencia»), incluyendo aquellos acuerdos que hayan sido dejados sin efecto o sustituidos por otros válidos, no sólo antes sino también después de la interposición de la demanda de impugnación.

Por último, se desarrolla la regulación de las asociaciones de accionistas en las sociedades cotizadas, estableciendo, entre otros requisitos, que tengan como objeto exclusivo la defensa de los intereses de los accionistas, que estén integradas por un mínimo de 100 accionistas minoritarios (con una participación individual no superior al 0,5% del capital con derecho de voto), que estén inscritas en el Registro Mercantil y en un registro especial habilitado en la CNMV, que sometan sus cuentas anuales a una auditoría y que lleven un registro de las representaciones que les hayan sido conferidas. Se prohíbe, además, que estas asociaciones puedan recibir ningún tipo de ventaja patrimonial por parte de la sociedad y se les reconoce el derecho a conocer la identidad de los accionistas si consiguen aglutinar, al menos, el 1% del capital social. Este mismo derecho se reconoce a los accionistas que, individual o conjuntamente, ostenten una participación igual o superior al 3% del capital social.

## 2. REGULACIÓN DEL ESTATUTO DEL ADMINISTRADOR

Las propuestas de modificación en el régimen del estatuto de los administradores de las sociedades de capital son el resultado de un profundo debate sobre el marco jurídico de las relaciones entre gestores y socios. La propuesta en este ámbito, heredera en muchos casos de las recomendaciones al Gobierno recogidas en el Anexo III al Código Unificado de Buen Gobierno, que propugnaba un régimen de responsabilidad más severo y eficaz, pivota entorno a dos grandes ejes: el deber de diligencia y el deber de lealtad.

Por lo que se refiere al deber de diligencia, se reconoce por vez primera de forma expresa en nuestro ordenamiento jurídico el principio de discrecionalidad empresarial (*business judgement rule*) en las decisiones estratégicas y de negocio.

Y por lo que se refiere al deber de lealtad, se reformulan parcialmente las obligaciones básicas que se derivan de este y las consecuencias de su incumplimiento, estableciendo para quien lo infrinja no solo la obligación de indemnizar el daño causado al patrimonio social, sino también la de reintegrar a la sociedad el enriquecimiento injusto que haya obtenido.

Sin embargo, la principal novedad relacionada con el deber de lealtad es el desarrollo de la regulación sobre conflictos de interés. Por un lado, se lleva a cabo una tipificación más detallada de los supuestos de conflicto más habituales, junto con el deber genérico de evitar este tipo de situaciones: realizar transacciones con la sociedad que no sean operaciones en condiciones estándar, ordinarias y de «escasa relevancia» –un concepto añadido por el Anteproyecto, que, desnaturalizando la intención inicial, se define como «aquellas cuya información no sea necesaria para expresar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la entidad»–; utilizar a la sociedad para influir en operaciones privadas; hacer uso de los activos sociales o de información confidencial de la sociedad con fines privados; obtener de terceros ventajas vinculadas a su cargo en la sociedad; y aprovechar oportunidades de negocio o competir con la sociedad.

Junto con el desarrollo de ambos aspectos, se establece un detallado régimen de dispensa de las prohibiciones derivadas del deber de evitar situaciones de conflictos de interés en casos singulares y siempre que no se produzca ningún daño al patrimonio social, así como el órgano competente para aprobar dicha dispensa contemplando, en los supuestos más graves, la intervención obligatoria de la junta general de socios.

Para dotar de eficacia a estos deberes, se reforma el régimen de responsabilidad de los administradores recogido en el capítulo V del título VI de la LSC. Se propone extender el régimen de responsabilidad a los administradores de hecho, entendidos en sentido amplio; reducir la participación necesaria para interponer la acción social de responsabilidad al 3% del capital social en las sociedades cotizadas; permitir la interposición directa de la acción social de responsabilidad por los socios sin necesidad de esperar acuerdo de la junta cuando se fundamente en la infracción del deber de lealtad; y permitir reclamar al administrador infractor no solo el daño causado a la sociedad, sino también el enriquecimiento injustamente percibido.

### 3. REMUNERACIÓN DE LOS ADMINISTRADORES

Otro de los puntos más relevantes del estudio elaborado por la Comisión de expertos es el relativo a la reforma del régimen de retribución de los administradores, que incluye normas aplicables a todas

las sociedades de capital y ciertas especialidades para el caso de las sociedades cotizadas.

La remuneración de los administradores, y el papel de la junta general de socios en su determinación, es uno de los aspectos en los que con mayor intensidad se proyecta el posible conflicto entre gestores y socios y ha sido, quizás, una de las cuestiones que más desafíos técnicos ha planteado a la Comisión de expertos.

El nuevo régimen reconoce, como principio general aplicable a todas las sociedades, que la remuneración de los administradores debe guardar una relación de proporcionalidad con la importancia de la sociedad, la situación económica de la empresa y los estándares del mercado. Además, el sistema de remuneración debe orientarse hacia la búsqueda de la rentabilidad y sostenibilidad de la empresa en el largo plazo y a evitar la asunción excesiva de riesgos.

En segundo lugar, se clarifica el régimen de retribución de los administradores que, formando parte del consejo de administración, desempeñen funciones ejecutivas, previendo expresamente la firma de un contrato entre estos y la sociedad que habrá de detallar todos los conceptos retributivos, incluyendo las indemnizaciones por cese y las primas de seguro o contribuciones a sistemas de ahorro, que deberá ser aprobado por el consejo de administración por mayoría reforzada.

Por último, aunque solo para las sociedades cotizadas, se establece el carácter necesariamente remunerado del cargo de consejero y se construye un régimen de intervención de la junta general de accionistas en la fijación de la remuneración de los consejeros basado en dos documentos: por un lado, se mantiene la votación consultiva anual del informe de remuneraciones, como documento de carácter retrospectivo, que ahora versa solo sobre la política aplicable al ejercicio en curso y el resumen de la aplicación de la política en el ejercicio cerrado (no sobre la política de remuneraciones para años futuros), y por otro, se introduce como novedad la denominada «política de remuneraciones de los administradores», que tiene carácter prospectivo y que debe ser aprobada como mínimo cada tres años por la junta general de accionistas.

Ambos documentos, el informe anual de remuneraciones y la política de remuneraciones, interactúan como sigue: el informe anual debe

someterse a votación consultiva a la junta general de accionistas cada año. Si la junta general rechaza consultivamente el informe anual, procede someter a votación una nueva política de remuneraciones, que en todo caso debe aprobarse con carácter vinculante cada tres años.

El sistema se cierra con la prohibición de que los administradores de las sociedades cotizadas perciban cantidad alguna que no esté dispuesta o prevista en la política de remuneraciones.

#### 4. ORGANIZACIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN Y SUS COMISIONES

La Comisión propone, por último modificaciones en relación con la estructura, competencias y funcionamiento del consejo de administración.

Con carácter general, el estudio elaborado por la Comisión de expertos concluyó que debía evitarse un encorsetamiento excesivo de la organización del órgano de administración de las sociedades, sobre todo en aquellas cuestiones en las que era prácticamente imposible establecer una regla unitaria que indiscutiblemente conviniera a todas ellas. Así, aspectos de su organización como la dedicación de los consejeros o el tamaño o la composición del consejo seguirán en el ámbito del *soft law* o recomendaciones de buen gobierno, sometidas al régimen de cumplir o explicar.

Por otro lado, la Comisión de expertos identificó determinados puntos en los que era conveniente transformar las recomendaciones existentes en derecho positivo. En este sentido, se propone impulsar y revitalizar el consejo de administración, estableciendo una periodicidad mínima de reuniones –una reunión trimestral–, justificada por el hecho de que, al tratarse de un órgano colegiado, solo puede desarrollar sus funciones si se reúne, evitando su posible desnaturalización en beneficio de los órganos delegados. Además, se establece un catálogo de facultades indelegables del consejo de administración (más amplio en el caso de sociedades cotizadas) que asegura que este retiene las competencias fundamentales de control y supervisión, todo ello con el propósito de que el consejo de administración (y no sus órganos delegados) sea el órgano donde verdaderamente se deliberen y tomen las

decisiones estratégicas de la sociedad, en línea con la recomendación 8ª del Código Unificado.

Con este mismo objetivo se propone la recepción en derecho positivo de otra serie de recomendaciones, como la previsión de que los consejeros cuenten con la información necesaria para el cumplimiento de su función y el desarrollo de las competencias del presidente y del secretario del consejo de administración (recomendaciones 16ª a 18ª del Código Unificado). Se propone elevar, igualmente, a norma la figura del consejero independiente coordinador (*lead independent director*), de obligada existencia cuando se combinen en el mismo consejero los cargos de presidente y primer ejecutivo de la sociedad. Asimismo, se refuerza el deber de los consejeros de asistir personalmente a las reuniones del consejo, prohibiendo la delegación de los consejeros no ejecutivos en consejeros ejecutivos en las sociedades cotizadas.

Se regula con mayor grado de detalle el procedimiento para el nombramiento y reelección de consejeros en las sociedades cotizadas para asegurar la efectiva intervención de la comisión de nombramientos y retribuciones y el ejercicio informado del voto por parte de los accionistas, haciendo hincapié en la transparencia del proceso y en la necesidad de que toda la información se ponga a disposición de los accionistas en el momento de la convocatoria de la junta (incluyendo la puesta a disposición de un informe que valore adecuadamente el currículum vitae, la competencia, experiencia y méritos del candidato).

Se propone incorporar a la LSC, por otra parte, la definición de las distintas clases de consejeros (ejecutivos, dominicales, independientes y otros externos), sustancialmente coincidente con la contenida en la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo. Se trata de una exigencia derivada de la inclusión en la ley de distintas referencias a dichas clases de consejeros (miembros de las comisiones de auditoría o nombramientos, por ejemplo). Y se propone, asimismo, reducir el plazo máximo de duración del cargo de consejero en las sociedades cotizadas, pasando de 6 a 4 años, establecer de forma obligatoria la evaluación anual del desempeño del consejo y de sus comisiones (recomendación 22ª del Código Unificado), suprimir la posibilidad de que se designen consejeros suplentes en sociedades cotizadas, mejorar la regulación del nombramiento de consejeros por cooptación y recoger, como principio progra-

mático, el mantenimiento de la diversidad de género, experiencias y conocimientos en el órgano de administración.

Por último, la propuesta de la Comisión de expertos plantea la obligatoriedad de la comisión de nombramientos y retribuciones, que deberá estar formada, igual que la de auditoría, íntegramente por consejeros no ejecutivos, incorporando cada una, al menos, dos miembros independientes y recayendo el cargo de presidente en uno de estos.

Sólo nos queda ver cuáles de estas propuestas son acogidas favorablemente por el Gobierno y el Parlamento y pasan a formar parte de una futura reforma legal.

## Algunos cambios en la regulación de la junta general en el Informe de la Comisión de Expertos (y en el Anteproyecto de Ley de Modificación de la LSC)\*

JUAN SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE

*Catedrático de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid*

### I. INTRODUCCIÓN

#### 1. LA OPORTUNIDAD DE LA INICIATIVA GUBERNAMENTAL

Se me ha solicitado que analice algunos de los cambios que se anuncian en la Ley de Sociedades de Capital (LSC) en relación con la regulación de la junta general. En concreto, esta exposición se refiere a algunos de sus cambios que afectan a la convocatoria, la asistencia, las votaciones, adopción de acuerdos y los derechos de información de los accionistas. Las referencias a esas cuestiones en el actual proceso de reforma deben ponerse en relación con las correspondientes a otros aspectos cercanos de los que abordaré, que serán tratados en otras sesiones de esta Cátedra. Cumpliré el encargo de inmediato, pero me parece imprescindible realizar algunas consideraciones preliminares, sobre

---

\* Intervención en la sesión del 18 de diciembre de 2013, en la Universidad Pontificia de Comillas, dentro de la *Cátedra Garrigues de Modernización del Derecho de Sociedades* (Curso 2013/2014). Mi agradecimiento a sus Directores, los profesores MÓNICA MARTÍN DE VIDALES  JAVIER IBÁÑEZ JIMENEZ, por la invitación y por la oportunidad de participar en el interesante debate posterior.

todo para situar esas medidas concretas en el marco general del impulso de reforma de la LSC que comporta la creación de la Comisión de Expertos<sup>1</sup> a la que se encargó la elaboración del correspondiente «*Estudio sobre propuestas normativas*»<sup>2</sup> (al que me referiré indistintamente como «*el Informe*» o «*el Estudio*»), cuyo contenido nos corresponde analizar en estas sesiones.

En virtud de esos hechos, estamos inmersos en un nuevo proceso de revisión de nuestro Derecho de las sociedades de capital, una vez que las propuestas de la Comisión se han traducido con mínimos cambios de redacción en el correspondiente Anteproyecto de Ley<sup>3</sup> («*el Anteproyecto*»).

Sin duda, la decisión del Gobierno de incorporar este asunto al Plan de Reformas que inspira numerosas iniciativas normativas supuso una precipitación en un proceso que ya venía planteándose con ocasión de la conclusión de la Propuesta de Código Mercantil<sup>4</sup> (PCM). Es una situación similar a la que se vivió hace algo más de un decenio cuando la presentación de la Propuesta del Código de Sociedades mercantiles se vio seguida de la creación de la Comisión Aldama y de la posterior elaboración del correspondiente Informe<sup>5</sup>.

Entonces y ahora, pueden suscitarse dudas sobre la política legislativa que impulsa iniciativas paralelas desde distintos Departamentos ministeriales y puede entrarse en un debate sobre la oportunidad del contenido de propuestas coincidentes en el tiempo. Es una discusión que debe superarse desde el reconocimiento del trabajo de todos aquellos que, desde cualquiera de los ámbitos, se afanan por mejorar la calidad de nuestra legislación societaria.

1 La Comisión de Expertos en Materia de Gobierno Corporativo se creó por Acuerdo del Consejo de Ministros de 10 de mayo de 2013, que se publicó por Orden ECC/895/2013, de 21 de mayo.

2 El Estudio se publicó el 14 de octubre de 2013. Puede consultarse en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

3 El 16 de diciembre de 2013 el Gobierno sometió a audiencia pública el *Anteproyecto de Ley por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo*. El 30 de mayo de 2014 el Congreso publica el correspondiente Proyecto de Ley, 121/000097.

4 MINISTERIO DE JUSTICIA, *Propuesta de Código Mercantil* elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, Madrid (2013).

5 Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas, disponible en la [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

Esto es lo que debemos evaluar, teniendo en cuenta que el Informe está plagado de referencias a la PCM, asumiendo o desestimando las soluciones sugeridas por éste. Al final, lo relevante es la calidad de nuestras leyes.

## 2. PRINCIPIOS Y ALCANCE DEL TRABAJO DE LA COMISIÓN

El trabajo de la Comisión de Expertos estuvo orientado a la mejora del gobierno corporativo de nuestras sociedades, señaladamente de aquellas que conocemos como sociedades cotizadas. Conviene recordarlo por lo que implica de consolidación de una tendencia imparable a favor de implicar a la junta general en el núcleo del buen gobierno de una sociedad. Frente a los trabajos iniciales que en esta materia vieron la luz a finales del siglo pasado (desde el *Informe Cadbury* a nuestro *Informe Olivencia*) y que centraban su atención en la mejor organización (estructura) y funcionamiento del consejo de administración, llevamos unos años en los que la regulación de la junta general se ha situado en términos afines a los del consejo de administración en el centro del escenario. Digo regulación porque, de consolidarse la propuesta normativa de la Comisión sobre la junta general de las sociedades anónimas, en general, y de las cotizadas, en particular, se proyecta un número creciente de disposiciones, la mayoría de contenido imperativo, que relegan el campo disponible para iniciativas autorregulatorias o recomendaciones. Un proceso normativo que enlaza con no pocas reformas parciales que, preferentemente por el impulso europeo, han convertido a la junta general (mejor a los derechos de los accionistas vinculados con su funcionamiento) en su principal destinataria. El trabajo de la Comisión venía determinado por algunos de los objetivos que a su tarea señalaba el Acuerdo de creación de la Comisión con respecto a la junta general. En el Anexo de la Orden ECC/895/2013 se hacía referencia a las medidas destinadas a «*la potenciación del papel de las Juntas de accionistas en el control de las políticas de retribución de los órganos de gestión y alta dirección de la sociedad*». También «*al establecimiento de reglas claras respecto a los mecanismos que pueden permitir a los administradores y otros agentes influir en las juntas de socios, evitando los conflictos de interés y amparando las legítimas expectativas de los socios minoritarios*». Para finalizar orientando el trabajo de la Comisión a la proposición de «*iniciativas destinadas a que la información suministrada en todo momento por los administradores a*

*los socios y a los mercados sea veraz y comprensible*». Ese era el terreno de juego marcado por el Gobierno y dentro del que el Informe realiza sus propuestas de reforma.

Las propuestas concretas de modificación de la LSC pueden llamar la atención por afectar a un amplio número de disposiciones referidas a las sociedades cotizadas, ciertamente, pero también a las que no tienen esa condición. La justificación de esa circunstancia que se aprecia a partir de la simple lectura del Anteproyecto puede ser doble. Una primera justificación nos devuelve al tenor del Acuerdo gubernamental. Aunque en éste se apunta a los problemas clásicos de la disciplina de las sociedades cuyos valores se negocian en los mercados financieros, también se apunta con claridad a una innovadora pretensión, como es la de que también las sociedades no cotizadas se conviertan en destinatarias de normas o recomendaciones en materia de buen gobierno<sup>6</sup>. La segunda explicación enlaza con el carácter especial de la regulación de las sociedades cotizadas. A éstas se les aplican las normas generales propias de la sociedad anónima (que en muchas ocasiones son las generales de las sociedades de capital) y las especiales que integran el Título XIV LSC. Por lo tanto, la reforma debía pasar por normas generales y especiales destinadas a la junta general de la sociedad anónima.

### 3. JUNTA Y ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD DE CAPITAL: UN APUNTE NECESARIO

Uno de los tópicos que ha acompañado el debate sobre nuestra regulación de las sociedades cotizadas es el de la devaluación del papel de la junta general como consecuencia de la atomización del capital social y el consiguiente alejamiento de los accionistas. La *«apatía racional»* de éstos, como expresión que resume el generalizado absentismo de los dueños del capital a la hora de asistir a la junta, habría actuado como factor principal de desplazamiento del control de la junta hacia quienes sin ser accionistas relevantes, representaban a un porcentaje suficiente y organizado. Los administradores eran los principales beneficiarios por ese control ocasional (anual) de la junta, que garantizaba el control permanente de la marcha de la sociedad. Ese tópico se asienta, sobre todo, en la experiencia de los grandes mercados financieros en los que el esce-

6 El Acuerdo de creación de la Comisión de Expertos contemplaba expresamente *«la posibilidad de elaborar un Código de Buenas Prácticas para las sociedades no cotizadas»*.

nario coincide mayoritariamente con lo descrito. Es la separación entre propiedad y control de clásica enunciación. Un escenario igualmente válido para algunas de nuestras grandes sociedades españolas, cuya estructura de capital reproduce una cuota muy importante de capital flotante, sin perjuicio de la presencia en algunas de ellas de determinados accionistas significativos pertenecientes al sector financiero. No es, sin embargo, lo que sucede en la mayoría de las sociedades cotizadas españolas, cuya estructura de capital presenta como una de las características más influyentes para el funcionamiento de la junta general, la concentración de capital en manos de dos grupos de propietarios: los accionistas significativos y los integrantes del consejo de administración. Conforme a la información elaborada por la CNMV, en 107 sociedades cotizadas (el 73% del total de ellas, 18 del IBEX), las participaciones significativas declaradas, incluidas las poseídas por los administradores, superan el 50 % del capital social<sup>7</sup>. Siendo habitual que los accionistas significativos formen parte del consejo de administración a través de los consejeros ejecutivos (representantes del accionista significativo o propuestos por éste) y consejeros dominicales, nos encontramos con una situación en la que el control de la sociedad es estable. Los administradores controlan la junta de forma directa (por título de propiedad o mediante convenios), en términos similares a los que ofrecen sociedades no cotizadas. Por lo tanto, el dibujo de la junta como una suerte de órgano desvalido y falto de orientación no debe aceptarse sin más. En la mayoría de las sociedades cotizadas, el grupo de control cuenta con un poder directo, que no precisa del recurso a la representación.

#### 4. DEL RENACER DE LA JUNTA GENERAL

La junta general se ve situada de nuevo en el centro de las reformas de la LSC. De nuevo porque, sobre todo como consecuencia de la adaptación a las Directivas europeas, la LSC presenta en sus más recientes reformas esa modificación del régimen de la junta. A ese impulso se suma el del Anteproyecto, que va a alcanzar una notable importancia.

---

<sup>7</sup> COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Ejercicio 2012*, disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es), pp. 26 y 27, en donde se destaca que en 2012 y en sociedades con capitalización superior a 1.000 millones de euros, el promedio de capital en manos del consejo ha crecido en 9 puntos, en detrimento de accionistas significativos y capital flotante.

Hace no muchos años, la junta general transitaba por una lánguida existencia. Se hablaba de su declinar o de que se hallaba en una encrucijada normativa, expresiones que trataban de provocar la revisión radical de su papel (incluso de su pervivencia) en la configuración orgánica de las sociedades anónimas<sup>8</sup>. El proceso legislativo –el actual y sus precedentes– suponen una radical alteración de la situación, a partir de un propósito de revitalización de la junta general en la sociedad no cotizada y en las cotizadas. No permite este lugar profundizar en las causas de tan evidente cambio, más allá de apuntar el papel que las nuevas tecnologías (páginas web, registros electrónicos, etc.) juegan al respecto, el reconocimiento de nuevos actores en la vida societaria (entre otros, asesores de voto, asociaciones de accionistas, accionistas «*activistas*», etc.) y, por supuesto, una política legislativa consciente de que un correcto sistema de gobierno corporativo reclamaba devolver a los accionistas, a través del poder de la junta, la primacía sobre la que se asienta el diseño de ese tipo social. La promulgación de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio de 2007, constituyó un hito para la revitalización de la junta. Un proceso que no ha supuesto una simple devolución de la junta de accionistas al centro del escenario, sino una auténtica reformulación del funcionamiento de ésta. La clave radica en las posibilidades tecnológicas, que, mediante la aceptación del ejercicio de los derechos de los accionistas a esas nuevas oportunidades, comportan también un cambio profundo para la actividad del propio órgano social y para la adopción de acuerdos.

## II. LA CONVOCATORIA DE LA JUNTA GENERAL

### 1. LA SATISFACCIÓN CON EL SISTEMA VIGENTE

En materia de convocatoria de junta general ha de partirse de la valoración favorable que la propia Comisión hace de la normativa en vigor, para la que propone únicamente «*ligeros retoques*» destinados a reforzar la transparencia y a facilitar la mejor información a los accionistas para el mejor ejercicio de sus derechos. Es un criterio acertado puesto que, como enseña la realidad, la convocatoria ha visto notable-

<sup>8</sup> Baste una concreta referencia a la oportuna iniciativa que se tradujo en AA.VV., *La junta general de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, (RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. y otros, coord.), Madrid (2009), 461 páginas.

mente impulsada su eficacia informativa en virtud de normas imperativas. Una eficacia que la introducción de la página web (artículos 11 bis y ss. LSC) refuerza. La convocatoria ha dejado atrás en grandes y medianas sociedades su carácter de acto ocasional y de publicidad limitada de simple enunciación de los asuntos a tratar y aspectos precisos sobre la reunión (lugar, hora, etc.). Se convierte en un instrumento de información de especial eficacia, pues a través de ella se ofrece a los accionistas el acceso inmediato a cuantos datos, informes y documentos exige la norma y cualquier información adicional que se juzgue oportuno poner a su disposición. Siendo inestimable que las nuevas tecnologías suponen un considerable avance para la información societaria y la comunicación con los socios, esa eficacia se incrementa con respecto a la preparación de la junta general. Basta con remitir a la extensión y detalle de la convocatoria de cualquier sociedad cotizada para comprobar hasta qué punto su anuncio o publicación hace tiempo que superaron la simple indicación de la fecha y lugar de celebración y del orden del día. La convocatoria es ya, en gran medida, una guía sobre el ejercicio de distintos derechos de los accionistas (cfr. artículo 517 LSC) y un incentivo al ejercicio de sus derechos (de completar la convocatoria y presentar propuestas o de información: artículos 519 y 520 LSC).

## 2. PROPUESTA DE ACUERDO Y DEBER DE INFORMACIÓN

A partir de las anteriores evidencias, no es extraño que, por lo tanto, la propuesta de cambios se haya traducido en una leve modificación del artículo 518 LSC, destinado a las sociedades cotizadas y que afecte a la información general previa a la junta que debe facilitarse conforme los apartados d) y e) de la propuesta del Anteproyecto. En el primero, se pasa a señalar que cualquier propuesta de acuerdo sobre todos y cada uno de los puntos del orden del día deberá integrar la información que la sociedad debe poner a disposición de sus socios y demás interesados a través de la página web. Se quiere evitar así la práctica ocasional consistente en no formular propuestas de acuerdo en relación con algunos puntos del orden del día o que esas propuestas sean publicadas con posterioridad a la convocatoria. La falta de una propuesta de acuerdo sólo se admite, lógicamente, en aquellos puntos del orden del día que sean «*de carácter puramente informativo*». En su lugar, se mantiene la exigencia de un informe explicando su inclusión.

Dado que el propio Informe de la Comisión explicaba que la práctica de no incluir las propuestas de acuerdo junto con la convocatoria había sido usada especialmente en el nombramiento de administradores, el apartado e) del artículo 518 del Anteproyecto pasa a exigir que la información previa referida a este asunto tenga un contenido concreto. Así, cuando la propuesta de acuerdo se refiera al nombramiento, ratificación o reelección de un consejero, desde la publicación del anuncio de la convocatoria deberá incluirse junto con la propuesta correspondiente, la identidad, el currículum del candidato y el correspondiente informe o propuesta de la Comisión de nombramientos.

### III. ASISTENCIA A LA JUNTA GENERAL

#### 1. LA JUSTIFICACIÓN DE LOS LÍMITES ESTATUTARIOS AL DERECHO DE ASISTENCIA

Una disposición clásica en materia de asistencia a la junta general ha sido la que reconocía a los estatutos sociales la posibilidad de limitar ese derecho a la posesión o titularidad de un número mínimo de acciones. Ante el riesgo de abuso de esa limitación estatutaria, el artículo 179.2 LSC establecía un límite a la autonomía estatutaria de forma que nunca pueda someterse el derecho de asistencia a la tenencia de un porcentaje superior al uno por mil del capital social. Este límite resultaba de aplicación a cualquier tipo de sociedad anónima y, por lo tanto, se adivinaba fácilmente que exigir un uno por mil del capital como requisito para la asistencia en la junta de no pocas sociedades cotizadas resultaría excesivo. La atomización o dilución del capital en este tipo de sociedades podría dar lugar a que dicho límite estatutario dejara fuera de la junta a un elevado número de accionistas.

#### 2. LA REVISIÓN DEL LÍMITE MÁXIMO QUE ATIENDE A LA POSESIÓN DE ACCIONES

La Comisión no ignoró que abolir dicho límite y reconocer con carácter general el derecho de asistencia podría dar lugar a una muy compleja organización de las juntas generales, ante la perspectiva de la afluencia a las mismas de un número tan elevado de accionistas que desde cualquier punto de vista organizativo esa asistencia se convertiría en un problema considerable. De ahí que se optara por mantener la

facultad de los estatutos para supeditar la asistencia a la tenencia de un número de acciones, estableciendo como límite máximo en el caso de sociedades cotizadas la posesión de mil acciones. Este límite aparece en el nuevo artículo 521 bis del Anteproyecto y supone una conciliación entre el derecho de asistencia como una de las facultades esenciales de todo accionista y el interés de la sociedad por someter ese derecho a unos límites razonables que hagan posible la organización de la junta también en aquellas sociedades cuya principal característica es la de contar con cientos de miles o incluso, millones de accionistas. El cambio propuesto está llamado a tener una relativa incidencia sobre la situación actual<sup>9</sup>. La limitación de ese derecho debe analizarse conforme al hecho nuevo que supone la posibilidad de una participación a distancia, es decir, de una presencia que no requiere asistencia del socio. Una posibilidad llamada a cambiar de manera tan constante como profunda el funcionamiento de la junta, en especial en las grandes sociedades anónimas, pero también en las sociedades limitadas<sup>10</sup>.

#### IV. VOTACIONES EN LA JUNTA GENERAL

En el apartado relativo a como se produce el ejercicio del derecho de voto por los accionistas y la formación de los acuerdos es donde los cambios normativos acogidos en el Anteproyecto tienen un especial alcance.

##### 1. VOTACIÓN SEPARADA DE DETERMINADAS PROPUESTAS DE ACUERDO

###### 1.1. Un requisito de transparencia

Las muchas materias en las que se reconoce a la junta la competencia para adoptar los correspondientes acuerdos presentan una dispar

---

<sup>9</sup> CNMV, *Informe de gobierno corporativo. Ejercicio 2012*, pp. 77-78. Ahí se pone de manifiesto el descenso continuado de número de sociedades que exigen un número mínimo de acciones para poder asistir a la junta. Son excepcionales las que exigen la titularidad de un número muy superior de acciones al que se propone (dos sociedades exigen tener 25.000 acciones). Es una amplia mayoría la que se mueve en cifras cercanas al límite previsto en el artículo 521 bis del Anteproyecto: entre 500 y 1500 acciones.

<sup>10</sup> Al respecto, por todos, v. la reciente aportación de RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «La participación por medios electrónicos en las juntas de la sociedad limitada», *RDM* 289 (2013), p. 75 y ss.

relevancia para el funcionamiento de la sociedad, los derechos de los socios y los intereses vinculados con la actividad social. La propia LSC es consciente de ello y de ahí que supedita determinados acuerdos a la constitución de la junta con determinados porcentajes de asistencia y también a que el acuerdo se adopte con el respaldo de determinadas mayorías de votos, pudiendo incluso los estatutos elevar los límites legales. Junto a esas medidas, sin embargo, ha lugar a otras inspiradas en ese mismo criterio y que sirvan para tener la certeza de que el pronunciamiento cuenta con una adecuada información de los socios y, al propio tiempo, su voto en relación con un asunto no se ve afectado por el hecho de que la votación correspondiente se agrupe con otros asuntos. Camuflar asuntos conflictivos en los que se prevé una reticencia significativa de los accionistas con otros que, previsiblemente, producen el efecto contrario, no opera en favor de la efectividad de la junta general. Es un principio de transparencia y de buen funcionamiento de la junta general presentar a los socios los acuerdos a adoptar de manera que puedan valorar adecuadamente el contenido de lo que se les propone, y votar en consecuencia. Es esa además una reacción que reclama la propia práctica societaria en la que con frecuencia ciertos asuntos importantes o conflictivos se presentan de manera inadecuada, agrupando la correspondiente propuesta de acuerdo con las referidas a otros asuntos de menor complejidad. Así lo señala el Informe de la Comisión y explica la redacción propuesta para el artículo 201 bis LSC que supone que ciertos asuntos se voten necesariamente de forma separada.

No existe un *numerus clausus* a esos efectos, puesto que el artículo 201 bis LSC comienza formulando una regla general y de no sencilla interpretación: «*deberán votarse separadamente aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes*». Cabe preguntarse si esta última condición no es lo suficientemente clara como para asegurar la correcta aplicación del precepto. Su interpretación gira en torno al adverbio «*sustancialmente*». Se trata de combatir la práctica conforme a la cual, asuntos que formalmente parecen dependientes, sean votados de forma conjunta cuando la esencia o contenido de tales asuntos son muy distintos. El ejemplo más sencillo es el del nombramiento de los consejeros, cuando existen dos o más vacantes. El simultáneo nombramiento de todos los candidatos se puede querer justificar en la homogeneidad del acuerdo: «*nombramiento de administradores*». Desde un punto de vista sustancial,

el nombramiento de cada uno de ellos es autónomo. Así debe presentarse a la junta para la votación, de manera que los accionistas expresen con libertad su respaldo o rechazo a cada uno de los candidatos. Otro tanto podría argumentarse con respecto a las modificaciones estatutarias. La propuesta de cambiar el valor nominal de las acciones, o la de introducir límites máximos al número de votos son acuerdos formalmente coincidentes, pero de dispar sustancia.

### **1.2. El acuerdo referido a un administrador**

Quizás sea por la imprecisión de la regla general, pero lo cierto es que el artículo 201 bis LSC se encarga de establecer dos reglas especiales, precisamente en relación aquellos asuntos en los que se viene observando un mayor uso de la votación agrupada. Así, en primer lugar, cualquier acuerdo que afecte a un administrador ha de dar lugar a un voto separado con respecto al mismo. El artículo 201 bis LSC, menciona el nombramiento, la ratificación, la reelección o la separación de «cada» administrador. La práctica societaria viene ilustrando que en esta materia no todos los administradores son iguales y que en una misma junta se produce la llamativa situación consistente en que entre el nombramiento de uno y otro administrador puede haber importantes variaciones en cuanto al porcentaje de capital que lo apoya y, en consecuencia, que lo rechaza. Es además una técnica de votación acorde con el hecho de que en las sociedades los consejeros tienen una diversa implicación y responsabilidad en la marcha de la sociedad. El caso más evidente nos lo ofrecen las sociedades cotizadas y su clasificación de los consejeros en distintas categorías (por ejemplo, ejecutivos o independientes), de manera que el nombramiento o la reelección deben plantearse y acordar de forma individual y separada como procedimiento que asegura una mejor valoración de las características individuales de cada consejero. La votación separada es una práctica elemental de transparencia y, por lo tanto, una expresión de buen gobierno corporativo.

### **1.3. Modificaciones estatutarias**

La votación separada se exige para cualquier modificación estatutaria. Es de nuevo una reacción ante prácticas incorrectas. En los cambios estatutarios la heterogeneidad de propuestas reviste al pronunciamiento de la junta (y el voto de cada socio) de una importancia

muy variable. Hay modificaciones estatutarias de trámite y de escasa o nula relevancia, frente a otras que son esenciales para los derechos de los socios (o de algunas clases de acciones) o para la organización y el gobierno de la sociedad. En estos últimos casos la votación separada permite a los accionistas ponderar la incidencia que la modificación puede tener sobre sus intereses particulares y sobre el interés social y votar en consecuencia. La votación separada no es necesariamente la relativa a cada uno de los artículos que se modifican. El artículo 201 bis LSC permite que se voten conjuntamente aquellos artículos que normalmente cabe considerar que presentan una dependencia o ligazón por el objeto de su regulación. Es los que sucede, por ejemplo, cuando se modifican determinados artículos destinados a regular una determinada materia (causas de disolución) o un aspecto orgánico (el funcionamiento del órgano de administración), pero siempre respetando el criterio general que somete a un voto separado cuando el contenido de uno y otro asunto presenta esa diferencia sustancial.

## 2. REGULACIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERESES Y EJERCICIO DEL DERECHO DE VOTO EN LA JUNTA

### 2.1. Una propuesta «intermedia»

En la regulación de los conflictos de interés que afectan a un socio o a un accionista la solución propuesta por la Comisión de Expertos ofrece una nota innovadora. Esta característica resulta especialmente trascendente por tratarse de una materia siempre delicada y largamente debatida en la regulación de la junta general. Porque así como la regulación del conflicto de intereses de los administradores hace tiempo que se abordó con especial detalle en nuestra LSA primero, en la LSRL luego, y así pasó a la LSC, en el caso del conflicto que afecta a un accionista el legislador se había mostrado dubitativo. Mientras que en la sociedad limitada se abordaba con relativa minuciosidad esa situación, el conflicto que afectaba al accionista no encontraba respuesta alguna en el régimen de la sociedad anónima, de forma que en cualquier asunto la existencia de un conflicto directo o indirecto no impedía el ejercicio del derecho de voto.

La Comisión explica en su Informe con precisión la situación de partida y la necesidad de revisar la situación actual. Entre una solución

que obliga a la abstención del socio en función de una regla general como la formulada en el artículo 231-63 de la PCM<sup>11</sup> y la solución contraria consistente en no limitar el derecho de voto ante situaciones de conflicto de interés del socio, que podrá ser atacada por medio de la correspondiente impugnación del acuerdo, el Informe ha formulado la que enuncia como vía intermedia que se desglosa en distintas previsiones contenidas principalmente en el artículo 190 LSC.

## 2.2. La prohibición del derecho de voto

La primera regla pasa por una ampliación del alcance de la prohibición específica de ejercer el derecho de voto. Ampliación que parte de la ya existente prohibición diseñada para las sociedades limitadas que se extiende a la sociedad anónima. Es una prohibición específica porque opera solo con respecto a una lista de asuntos o acuerdos que suponen una reformulación de las hasta ahora existentes, con el matiz que para las sociedades anónimas reclama que cuando (i) el socio haya solicitado la autorización para transmitir acciones o participaciones o (ii) cuando se plantee su exclusión, la prohibición para que el accionista vote sólo será efectiva si así se hubiere contemplado en las correspondientes cláusulas estatutarias que regulan uno y otro asunto.

---

11 Dice el citado precepto: «Conflicto de intereses: 1. El socio no podrá ejercer, por sí o por representante, el derecho de voto que le corresponda en los asuntos en que tenga, por cuenta propia o de un tercero, un interés en conflicto con el de la sociedad. 2. El representante no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a las participaciones o acciones representadas, ni designar a un tercero como sustituto, en aquellos asuntos que se sometan a decisión de la junta en los que se encuentre en conflicto de intereses, salvo que hubiese recibido del representado instrucciones precisas de voto para cada uno de esos asuntos. En todo caso, se entenderá que el representante se encuentra en conflicto de intereses respecto de las siguientes decisiones a) Su nombramiento, reelección o ratificación como administrador. b) Su destitución, separación o cese como administrador. c) El ejercicio contra él de la acción social de responsabilidad. d) La aprobación o ratificación, cuando proceda, de operaciones de la sociedad con el representante de que se trate, sociedades controladas por él o a las que represente o personas que actúen por su cuenta. e) La aprobación de la gestión social que afecte al representante. 3. El socio que fuere administrador en ningún caso podrá votar por sí o por representante en los asuntos que se refieran a la exigencia de responsabilidad, a la dispensa de la prohibición de competencia o al establecimiento con la sociedad de una relación de prestación de cualquier tipo de obra o servicios. 4. Los votos del socio en conflicto de intereses se deducirán del total de los necesarios para la adopción del acuerdo de que se trate».

### **2.3. La deducción de las acciones o participaciones afectadas por el conflicto**

Se mantiene, con la lógica extensión a las acciones, la que cabe describir como una solución técnica plasmada en el artículo 190.2 LSC. Las acciones o participaciones afectadas por la prohibición que deriva de la concurrencia de una situación de conflicto de interés se deducirán del capital social para el cómputo de la mayoría de votos que, en relación con el asunto a resolver, resulte necesario alcanzar para la válida adopción de un acuerdo. La necesidad de esta previsión se adivina con facilidad si tenemos en cuenta que hay situaciones en las que la prohibición puede afectar a participaciones significativas o mayoritarias del capital de una sociedad. Su simple deducción del capital con derecho a voto podría suponer un bloqueo de la sociedad.

### **2.4. Reglas especiales para la impugnación de los acuerdos**

Comparte el carácter innovador el supuesto contemplado en el apartado 3 del artículo 190 del Anteproyecto. Supone una ampliación material de la disciplina de los conflictos de interés en la junta general, puesto que se contempla una regulación especial para aquellos supuestos en los que se adopte un acuerdo en los que su adopción haya sido posible por el voto decisivo del socio o accionista incurrido en un caso de conflicto de interés distinto de los específicamente tasados en el artículo 190.1 LSC. En esos casos, resulta obvio, el conflicto no supone la privación del derecho de voto, pero tampoco nos sitúa ante una situación inocua para el interés social. Porque es la defensa del interés social la que justifica que en caso de impugnación del acuerdo así adoptado se establezca una inversión de la carga de la prueba. La disconformidad del acuerdo con el interés social no deberá ser acreditada por el demandante. A éste sólo se le exige que acredite la existencia del conflicto de interés. Será a la sociedad y, en su caso, a los socios afectados por el conflicto, a quienes corresponda acreditar que el acuerdo respetó o favoreció el interés de la sociedad. Esta regla tiene su propia excepción que cierra el artículo 190.3 LSC, puesto que no será aplicable la citada inversión de la carga probatoria en aquellos acuerdos relativos al nombramiento o revocación de administradores y al ejercicio de acciones de responsabilidad contra ellos. E igualmente, en lo que resulta una formulación más confusa, conforme a la modificación propuesta en el

Informe de la Comisión de expertos, la excepción afectará a los demás acuerdos que tuvieran un significado análogo a los que se acaban de citar «*en los que el conflicto de interés no sea transaccional, sino meramente posicional*». Con el fin de aclarar esta excepción, el Anteproyecto de Ley sustituyó ese inciso final para referirla a aquellos acuerdos «*en los que el conflicto de intereses se refiera exclusivamente a la posición que ostenta el socio en la sociedad*». Es una formulación más clara en lo terminológico, pero que suscita también algunas dudas con respecto a lo que supone esa «*posición*».

## **2.5. Modificaciones estatutarias con eficacia desigual y votación separada**

Finalmente, dentro de la regulación del conflicto de intereses nos encontramos con una propuesta de modificación del artículo 293.2 LSC aplicable a la tutela colectiva de los derechos de los titulares de clases de acciones en la sociedad anónima. La regla actual se refiere a la votación relativa a modificaciones estatutarias que sólo afecten a parte de las acciones pertenecientes a una misma clase y que supongan un trato discriminatorio entre ellas. En ese supuesto, se considerará que cada una de las partes de esa clase constituyen clases independientes (de un lado las acciones afectadas por la modificación y, de otro, las no afectadas). A partir de esa consideración, cada una de esas «*clases*» deberá adoptar un acuerdo separado aprobando la modificación propuesta. Hasta aquí lo existente. La innovación consiste en añadir al citado precepto un criterio de valoración de lo que supone ese trato discriminatorio para las acciones pertenecientes a una misma clase. Esa desigualdad surge cuando la modificación tenga, en el plano sustancial, un impacto económico o político claramente asimétrico para una u otras acciones o para sus titulares. Es una previsión cuya interpretación no resulta sencilla. En primer lugar, por tomar en cuenta modificaciones que afecten «*sustancialmente*» a las acciones o a los accionistas. Lo sustancial es lo más importante de algo. Si pensamos en acciones, parece apuntarse a las modificaciones estatutarias que supongan una incidencia efectiva y precisa en cualquiera de los derechos que acompañan a la titularidad de las acciones afectadas por la modificación estatutaria. Es sustancial la eliminación de un derecho o cualquier forma de restricción de ese derecho. La referencia al impacto «*económico o político*» parece estar pen-

sando en la diversidad de derechos que derivan de la condición de socio (artículo 93 LSC) y en su clasificación como derechos con ese variable contenido. Por otro lado, la existencia de ese trato discriminatorio exige que el impacto de la modificación estatutaria resulte «*claramente asimétrica*», en lo que supone la incorporación al lenguaje normativo de la terminología económica tradicional. Lo asimétrico es lo falto de simetría y esta voz encuentra distintas acepciones que permiten entender el propósito del precepto que comentamos si equiparamos lo asimétrico con lo que es desproporcionado o irregular. Éste persigue regular una situación de desigualdad de trato y por ello cabe recomendar la sustitución del término asimétrico por el de «*desigual*». Finalmente, el artículo 293.2 del Anteproyecto se refiere a las modificaciones con incidencia no sólo sobre las acciones, sino también sobre los accionistas.

### 3. CLÁUSULAS LIMITATIVAS DEL VOTO

#### 3.1. La propuesta de continuidad

Al hacer referencia sobre el tratamiento que el Informe de la Comisión da a las cláusulas limitativas del voto cabe comenzar por el final: se propone que las cosas sigan como están. Es un apartado extraño, porque quizás sea el único en el que el citado Informe se adentra en el estudio de un aspecto normativo de la junta general (de las sociedades cotizadas en concreto) para no formular propuesta alguna. Cabe seguir elucubrando que fuera precisamente esa continuidad de lo actual la que ha animado a explicar la posición adoptada. El informe opta por justificar por qué no contiene propuesta alguna al respecto.

Las cláusulas limitativas del derecho de voto han estado rodeadas en estos últimos años por un conocido cambio de posturas legislativas –que animaron un interesante debate doctrinal– que oscilaban entre su prohibición y su autorización bajo ciertas condiciones. Esta última opción es la actualmente vigente, plasmada en el artículo 527 LSC<sup>12</sup>. Conforme a ese precepto, en las sociedades cotizadas cabe introducir en los estatutos limitaciones al número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista. Esas limitaciones estatutarias serán ineficaces cuando en virtud de una oferta pública de adquisición se alcance por el

12 En la redacción introducida por la disposición adicional 1.2 de la Ley 1/2012, de 22 de junio.

oferente un porcentaje igual o superior al 70% del capital de la sociedad. Este requisito no rige para aquellos oferentes que no estuvieran sujetos a medidas de neutralización similares a las cláusulas limitativas o que no las hubiera adoptado. Es una cautela tomada del régimen de las OPAs, recelosa de una utilización entre empresas que están en una dispar situación normativa en lo que se refiere a la posibilidad de provocar cambios de control por medio de esa temática.

El problema principal que plantea el análisis objetivo de las cláusulas limitativas es el de haberse visto protagonizado algunas de las contiendas societarias más relevantes y arduas vividas en los mercados de valores españoles en el periodo reciente. De ahí que se hable de «*circunstancias coyunturales*»<sup>13</sup> en la reforma del artículo 527 LSC introducida en 2012. Cualquier nueva modificación del régimen de estas cláusulas limitativas corre el riesgo de ser vista como el alineamiento del legislador con alguna de las partes en conflicto. Es probable que ese cambio provocará la reapertura del intenso debate político, empresarial y doctrinal que suscitaron los cambios en esta materia no hace tanto. Entre nosotros, el «*fulanismo*» también alcanza cuestiones normativas complejas, que en lugar de ser objeto de un análisis profundo y objetivo de sus pros y contras, se despachan en función de a quien favorecen o perjudican en el momento de la adopción. La Comisión de expertos parece haber optado por una solución prudente. Sin embargo, no estoy seguro de que sea una solución acertada.

En éste y en otros muchos aspectos es de desear que nuestro Derecho de sociedades adopte las soluciones desde una perspectiva general y objetiva más allá de sus efectos inmediatos o particulares. Los factores coyunturales no deben condicionar esa labor. Las cláusulas limitativas han merecido una intensa crítica. Es incuestionable que uno de sus principales efectos es que una medida de defensa de la minoría ha terminado convirtiéndose en una eficaz protección para los tenedores del control de una sociedad, figurando los administradores entre los principales beneficiarios de la disuasión que comporta adquirir acciones carentes del principal derecho político. Es igualmente notorio que el uso que se ha hecho de esas limitaciones ha sido excesivo, pues tal circunstancias se advierte en algunos porcentajes limitativos del dere-

---

13 Expresión que usa el propio Informe de la Comisión de expertos, página 22.

cho de voto. Se invoca con frecuencia el principio *one share, one vote* para cuestionar la validez de esas limitaciones. No estoy seguro de que tal principio esté asentado en nuestro Derecho de sociedades cotizadas con el alcance que del mismo se proclama. Si me parece más claro que a través de esas limitaciones se produce una vulneración del principio de igualdad de trato explícitamente acogido en el artículo 97 LSC. En condiciones normales, los accionistas que detentan, respectivamente, el 9% y el 18% del capital de una misma sociedad están en condiciones idénticas en cuanto a los derechos que se les reconocen y al ejercicio de los mismos. Limitar, por ejemplo, en el 10% del capital el número máximo de votos que pueden ejercerse supone que el primer accionista puede utilizar la totalidad de su paquete para participar en las decisiones de la sociedad, mientras que en segundo ve limitada su capacidad a la mitad. La disparidad es manifiesta: en términos de inversión y control.

### **3.2. A favor de la prohibición de estas cláusulas**

Por esas y otras razones creo que la solución adecuada pasaba por acoger la prevista en el artículo 282-3 de la PCM, que reitera la solución prohibitiva para ese tipo de cláusulas estatutarias en las sociedades cotizadas y las declara nulas de pleno derecho. Más allá del argumento coyuntural, no es convincente la justificación que parece apuntar el Informe de la Comisión de Expertos a favor de mantener la solución actual en nuestra legislación societaria y que, en síntesis, vendría dada por las diversas excepciones que en el Derecho comparado o en la práctica societaria dan lugar a la ruptura de la proporcionalidad entre capital y voto. Una medida que se considere desacertada no se justifica por la existencia de otras que comparten el mismo error de planteamiento. Tampoco es un argumento válido que pueda destacar la disparidad de soluciones que se producirían entre la posición de las sociedades españolas si se las prohibieran ese tipo de cláusulas y las de otras sociedades similares que operan en otros mercados y cuyos accionistas de control y administradores cuentan con esa y otras medidas similares. No hay en esa discriminación ninguna consecuencia positiva para los principios esenciales del buen gobierno y la buena regulación de los mercados corporativos, que tanto desde el punto de vista de la protección del inversor y de los derechos de propiedad, como desde la transparencia reclaman la desaparición de esas cláusulas.

Como se ha indicado de manera expresa, la anterior reflexión se proyecta sobre el tratamiento que a esa cuestión debe darse por parte del Derecho de sociedades. La supresión de las citadas cláusulas limitativas no puede equipararse a un desarme ante operaciones objetivamente hostiles para los intereses generales. Frente a ellas, el ordenamiento puede diseñar medidas de ordenación sectorial o de control administrativo que impidan la toma de participaciones relevantes por inversores que amenacen la estabilidad de la sociedad y, con ello, los intereses generales vinculados con esa actividad. Los ordenamientos sectoriales están plagados de ejemplos de ese tipo de medidas, que no es al Derecho de sociedades al que corresponde ofrecer, ni siquiera de manera indirecta. La adquisición de una participación significativa que amenace la posición de control no es, por sí misma, una operación hostil para el interés social.

#### 4. FRACCIONAMIENTO DEL VOTO Y VOTO DIVERGENTE

##### 4.1. La generalización del voto fraccionado

En materia de fraccionamiento del voto se propone una modificación aparentemente reductiva del artículo 524 LSC, pero que tiene un alcance cualitativo que no puede desconocerse. Adviértase el cambio que se produce entre la rúbrica vigente de ese precepto («*Relaciones entre el intermediario financiero y sus clientes a los efectos del ejercicio de voto*») y la que se propone («*Delegación de la representación y ejercicio de voto por parte de entidades intermediarias*»). Desaparece como protagonista del voto divergente el «*intermediario financiero profesional*» del que habla el artículo 524.1 LSC y la relación entre ese intermediario y sus «*clientes*» y se sustituye por la que mantienen «*entidades* que son accionistas de una sociedad cotizada y sus socios. Asistimos a una generalización de una posibilidad que hasta ahora estaba legalmente reservada a los intermediarios financieros. El Informe dice que «*debe admitirse con carácter general en nuestro sistema*» el voto divergente para aquellas entidades que aparecen como accionistas pero que actúan por cuenta de distintas personas. La generalización no se refiere a las sociedades de capital, puesto que el voto divergente se reconoce sólo para las sociedades cotizadas. A lo que apunta es a los protagonistas de esa posibilidad, que dejan de ser intermediarios financieros (es decir, instituciones sometidas a un

estatuto especial y que mantiene la participación en el marco de su actividad profesional ordinaria), y pasan a ser, simplemente, «entidades». No se explica la razón que imponga esa admisión y los perfiles de los supuestos beneficiarios tampoco se explican con claridad.

#### 4.2. Los fundamentos del fraccionamiento del voto

El voto divergente plantea un problema simple en relación con el ejercicio del derecho de voto, tal y como se han encargado de ilustrar las cualificadas aportaciones doctrinales al respecto<sup>14</sup>. El artículo 93 LSC dice que, entre otros, el socio tendrá el derecho de votar en las juntas generales. Ese derecho, sin embargo, no es personal, sino que viene dado a través y en proporción a la participación en el capital social. Es un derecho que, como otros, al accionista se lo atribuyen las acciones de las que sea titular (artículo 94.1 LSC). Un derecho cuyo ejercicio puede delegarse en un representante. Son muchas las expresiones dentro de la LSC de esa ilustración, entre las que cabe citar las mayorías que se computan con respecto al capital o la existencia de acciones (no los accionistas) sin voto. Sentada esa regla, la cuestión fundamental es si en relación con un acuerdo el accionista puede utilizar parte de sus acciones para ejercitar determinados derechos en un sentido, a la vez que usa otra parte para votar en sentido contrario. Es una divergencia que se ampara en la variedad de derechos de voto derivados de las acciones, pero que presentan a su titular como un actor contradictorio. En principio, la regla básica es que un accionista no puede fraccionar su participación para votar en sentido divergente un mismo acuerdo. A partir de ahí surgen hipótesis que llevan a modular esa regla en función de una serie de situaciones. La primera es la de la representación. No parece existir problema en aceptar, por ejemplo, que un accionista vote a favor de un acuerdo con los votos que atribuyen sus acciones, a la vez que se pronuncia en contra con los votos que comportan las acciones representadas por así haberle instruido su titular<sup>15</sup>. La situación se complica en el caso de las sociedades cotizadas con la aparición de una serie

14 V. la cualificada exposición de MENÉNDEZ, A., «El voto divergente en las sociedades de capital», en AA.VV., *Estudios García Villaverde*, t. II, Madrid (2007), p. 955 y ss. con amplias referencias a la bibliografía precedente.

15 V. SÁNCHEZ CALERO, F., «Presente y futuro de la junta general: propuestas y reforma», en *La junta general de sociedades de capital cuestiones actuales*, Madrid 2009, Academia Matritense del Notariado p. 121 y ss. y BOQUERA MATARREDONA, J., «La reforma del

de accionistas que lo son en función de su actividad profesional. En esta categoría cabe citar a los intermediarios financieros e inversores institucionales. La simultánea gestión de una pluralidad de patrimonios o de inversiones colectivas sitúa con frecuencia a esos sujetos ante la necesidad de atender instrucciones contradictorias de sus clientes en relación con la votación de un mismo asunto. Son quienes aparecen registrados como accionistas –titulares además de participaciones significativas– pero lo son por cuenta de otros. Esa disparidad entre titularidad formal y real la explica de forma precisa el Informe de la Comisión y fue la que animó el reconocimiento a favor de los intermediarios financieros del voto divergente<sup>16</sup>. Es una medida acertada desde el punto de vista de la revitalización de la junta, puesto que de no permitirse el fraccionamiento y divergencia en ese derecho el riesgo que se corre es el de bloquear esas participaciones. Ante las posturas contrapuestas de sus clientes en relación con un determinado asunto, el intermediario/accionista optará por no participar en la junta. Si ese absentismo lo comparten los varios intermediarios/accionistas presentes en una misma sociedad, un porcentaje sustantivo del capital se alejará de la toma de decisiones.

Volviendo a nuestra reforma y en cuanto a la necesidad de la medida, el Informe alega la coherencia con la actual Recomendación 6ª del Código Unificado. La primera consideración que suscita este tránsito desde lo recomendado a una norma imperativa es siempre la de su justificación. Más clara aparece la dudosa validez del precedente. Esta Recomendación se diseñó ante el vacío normativo<sup>17</sup>. Constituyó un acierto acoger una opción ya prevista en el ordenamiento europeo, aunque la desconociera la LSA entonces vigente. En todo caso, esa Recomendación resultaba plenamente coherente con el régimen legal plasmado en el artí-

---

régimen de la representación del accionista en la junta general de las sociedades cotizadas», Cuadernos de Derecho y Comercio 57 (2012), p. 105 y ss.

16 Tal reconocimiento se produjo especialmente por medio del artículo 13 de la Directiva 2007/36/CE de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (DOUE L 184, de 14 de julio de 2007, p. 17 y ss.).

17 La introducción de la Recomendación 6ª la justificaba el Código Unificado en su página 16 en los siguientes términos: «*Se trata de una posibilidad que el Código quiere promover y que ya es admitida por numerosas sociedades españolas, aunque no esté contemplada de forma expresa en la Ley de Sociedades Anónimas*».

culo 524 LSC<sup>18</sup>. En aquella Recomendación se aconsejaba permitir el fraccionamiento del voto a favor de «*intermediarios financieros... que actúen por cuenta de clientes distintos*», es decir, en un supuesto afín al descrito el artículo 524.1 LSC. La propuesta de modificación del artículo 524 LSC implica una alteración del supuesto, sobre todo por la generalización de esa posibilidad de ejercicio de voto fraccionado y, en su caso, divergente.

### 4.3. Las entidades intermediarias

La interpretación de la modificación acogida en el artículo 524 del Anteproyecto debe arrancar del significado del término «*entidades*» (apartado 1) o «*entidades intermediarias*» (apartado 2). Parece apuntarse a una persona jurídica que ocupa una posición instrumental entre la sociedad emisora de las acciones y los titulares reales de éstas. Porque se parte de que es la entidad la que aparece legitimada como accionista en virtud de los registros contables, pero que actúa por cuenta de diversas personas. Aquella aparece como el accionista directo (ante la sociedad, ostenta tal condición), mientras que éstos son accionistas indirectos. El ejercicio del derecho de voto debe adaptarse a esa situación.

En principio, parece que una simple sociedad limitada pudiera encuadrarse en esa definición de entidad intermediaria. El voto correspondiente a la sociedad debería poder asignarse a cada uno de sus socios en proporción a su participación en el capital social. Asignación que reclama, además, que se acredite que esa entidad «*actúa por cuenta de diversas personas*». Esta es una circunstancia de hecho que debe ser acreditada, como presupuesto para que la posibilidad del voto divergente cobre efectividad. En el caso de los intermediarios financieros o instituciones de inversión colectiva, esa circunstancia se presume. La actuación por cuenta de los clientes deriva de su propio estatuto legal. En estos casos a favor de la naturaleza instrumental o intermediaria jugará que esa entidad sea tenedora, exclusivamente, de esa participación en una sociedad cotizada y que la gestión de esa inversión conforme a las instrucciones de sus socios resulte de sus estatutos, pactos parasociales o cualquier otra expresión contractual que someta el ejercicio de los derechos como accionista en la sociedad cotizada a las instrucciones de sus socios: éstos son los titulares reales (aunque lo sean indirectamente

---

18 El citado artículo 524 fue añadido por el artículo 2.3 de la Ley 25/2011, de 1 de agosto.

o como últimos beneficiarios). Sin adentrarnos en un extenso casuismo, la acreditación de esa naturaleza intermediaria es algo que deberá ser reconocido por la sociedad. Tal reconocimiento debiera producirse en un primer momento con ocasión de los trámites destinados al reconocimiento del accionista legitimado para asistir (cfr. artículo 189 LSC). Esto no precisa de trámite alguno con respecto a intermediarios financieros (la gestora de instituciones de inversión colectiva, la de carteras, etc.), de cuyo estatuto se desprende, como regla general, que tienen la condición de gestores de los intereses de sus clientes (los accionistas indirectos o finales) y cuyas instrucciones pueden determinar la necesidad de un ejercicio fraccionado del voto. Más imprecisa es la asistencia y actuación de esas intermediarias no financieras. La posibilidad del fraccionamiento del derecho de voto que deriva de su participación parte de la existencia de que esa entidad es accionista «*por cuenta de diversas personas*» (artículo 524 del Anteproyecto). Esa condición deberá ser declarada en la fase previa a la junta y reconocida por la sociedad. Como consecuencia de ese reconocimiento, en segunda instancia, el reconocimiento de la aptitud de ese accionista intermediario se materializa en el acto de la junta general. Es durante el desarrollo de ésta cuando el fraccionamiento del voto se hace posible como presupuesto para que una misma participación en el capital permita a su titular ejercer el derecho de voto de forma divergente en relación con uno o varios acuerdos. El ejercicio de esa opción se ve sometido en los estatutos y reglamentos de junta general de algunas sociedades, al criterio del presidente de la misma. La actuación de la sociedad y de sus representantes en la fase previa de la junta y en su desarrollo en materia de fraccionamiento del voto debe estar presidida por criterios objetivos de actuación, descartando una conducta arbitraria que desemboque en la aceptación o rechazo del voto fraccionado en función de quien pretenda utilizarlo.

#### **4.4. Fraccionar para divergir**

El fraccionamiento del voto se admite sólo como paso previo a la divergencia en su uso. Las instrucciones diversas de los clientes o accionistas indirectos obligan a fragmentar una participación en función de la cuota que a cada uno de éstos se reconoce en la participación que «*comparten*» en el capital de la sociedad. Para los intermediarios financieros, el fraccionamiento del voto será la regla habitual. La pluralidad

de clientes implicados en esa inversión/participación es la circunstancia que permite prever posiciones variadas y abiertamente contradictorias a la hora de votar sobre la gestión y aplicación de resultados de una sociedad cotizada o la retribución de sus administradores, por citar los asuntos que provocan una mayor variedad de criterios. Otra cosa será la discrepancia que aflora en entidades intermediarias no financieras. En éstas, el fraccionamiento del voto de su participación expresa discrepancias en ámbitos de inversión más reducida. El ejemplo típico es el de la sociedad que agrupa la participación de los inversores pertenecientes a una misma familia (entendida en sentido amplio). El voto divergente en la junta de la sociedad participada suele ser el anuncio de discrepancias profundas en la propia entidad intermediaria.

El fraccionamiento del voto no es una medida autónoma. La norma no autoriza en todo caso y como regla general el fraccionamiento del voto que corresponde a cada cliente o accionista indirecto. El fraccionamiento no es necesario y por lo tanto no opera para un ejercicio concurrente del derecho de voto. Recurrir al voto fraccionado no es una facultad de la propia entidad intermediaria (el accionista directo), sino una derivación de su naturaleza fiduciaria, que somete el ejercicio del derecho de voto a los intereses ajenos que gestiona. La admisión del fraccionamiento del voto se produce como presupuesto de un voto divergente, como solución que trata de adaptar el derecho de voto a la propia titularidad real o final de la participación. Si los accionistas indirectos no ven traducidas sus instrucciones en un ejercicio concreto del voto, la efectividad de sus derechos se ve cuestionada. Esto sucede en perjuicio de todos sus partícipes cuando la entidad intermediaria debe optar por abstenerse (ante la divergencia interna), o cuando atiende sólo las instrucciones de algunos de ellos y desatiende las de otros (que son los perjudicados). De manera que si dos o más partícipes o socios de esa intermediaria expresan su divergencia en relación con uno o más asuntos, el fraccionamiento está justificado. Al igual que cuando la divergencia no nace de una contradicción absoluta de las instrucciones, sino de la opción a favor de abstenerse, que solicitan algunos accionistas indirectos, a diferencia de los que instruyen para que se vote a favor o en contra. La justificación del fraccionamiento del voto desaparece allí donde no se dan esas instrucciones. Si todos los accionistas comparten una misma instrucción, el voto es único.

#### **4.5. Fraccionar con respecto a un acuerdo**

La solicitud del ejercicio fraccionado del derecho de voto no se plantea con relación a la celebración de la junta general, sino con respecto a cada uno de los acuerdos para los que se solicita el voto de los accionistas. Este hecho reviste al voto fraccionado de una complejidad en su aplicación práctica que no es desdeñable. De ahí que sea previsible que su admisión se traduzca en una adecuada contemplación en los estatutos y reglamentos corporativos, tanto con respecto a su planteamiento, como a su ejecución. Parece que el fraccionamiento vendrá determinado por las discrepantes reacciones de los accionistas indirectos ante la convocatoria y que esa situación requiere de la entidad intermediaria una previa advertencia a la sociedad participada. Pero puede imaginarse que la discrepancia se plantea en un momento posterior, durante la propia junta. Admitir el ejercicio sobrevenido del voto divergente puede encontrar alguna resistencia. Por otro lado, el de voto es un derecho cuyo ejercicio puede verse precedido por el de otros derechos de los que suele decirse que son instrumentales o accesorios de aquél. La norma permite un ejercicio fraccionado sólo del derecho de voto, pero las mismas justificaciones de esa solución deberían inspirar su extensión en relación con los otros derechos políticos del accionista. Un primer ejemplo lo encontramos en el de información o en el de proponer acuerdos. Otro, con los derechos posteriores a la adopción del acuerdo (son clásicas las menciones al derecho de separación y al de impugnación).

#### **4.6. El accionista indirecto como delegado del accionista directo**

La nueva formulación que se propone para el voto divergente se completa con la autorización de que las diversas posiciones de los accionistas indirectos se transformen en la correspondiente delegación del voto que correspondería a la entidad intermediaria. Se produce de esta manera un ciclo completo: si hay unos accionistas indirectos que se relacionan con la sociedad a través de un intermediario común que aparece como accionista directo, la delegación del voto por éste en sus clientes o dueños supone el ejercicio directo del derecho por su titular real o último beneficiario. El artículo 524.2 del Anteproyecto LSC abre la puerta a esta posibilidad y lo hace advirtiéndolo que la delegación puede ser también a favor de terceros designados por los accionistas indirectos. Es una situación llamativa, pues supone que quien suele ac-

tuar como representante habitual y gestor de los accionistas indirectos se vea obligado a nombrar un representante ocasional. Nombramiento que será dirigido por los inicialmente representados (los accionistas indirectos) por quien ahora tiene que nombrar un nuevo representante. Es un supuesto que reclama mayor precisión a la hora de definir el papel de estos delegados. En especial porque su apoderamiento o delegación se entiende que operará sólo para el ejercicio del voto en relación con el asunto en el que se haya puesto de manifiesto el criterio divergente entre dos o más accionistas indirectos. Situación que genera alguna duda en cuanto a su compatibilidad con el sistema general de representación del accionista, que se ha diseñado para la asistencia a la junta (artículo 184 y ss. LSC) y no para un asunto concreto. Puede llegar a entenderse que esa delegación específica que establece el artículo 524.2 LSC ofrece un escenario afín al de la revocación de la representación. No es el representado el que asiste personalmente a la junta (cfr. artículo 185 LSC), pero sí un nuevo representante designado *ad hoc* con relación a un concreto asunto. Para la sociedad cotizada y para la mesa de la junta general no resulta sencillo seguir estos cambios en la representación de un mismo accionista. La solución también se vislumbra compleja, pues no es imaginable que el interés de un accionista indirecto por comparecer en la junta y votar en un concreto asunto desemboque en su condición de representante de la entidad intermediaria para toda la junta.

#### 4.7. Los efectos del reconocimiento del voto divergente

El reconocimiento a favor de las entidades intermediarias de la posibilidad de que se fraccione el voto entre sus socios y que éstos puedan votar en sentido divergente no deja de abrir otras cuestiones, que aquí basta con apuntar. La primera es la de si el voto divergente no puede ser la vía para introducir una discriminación entre accionistas allí donde existan cláusulas limitativas del número máximo de votos<sup>19</sup>. La se-

19 Un ejemplo que ilustra esa idea: en una sociedad cotizada, A tiene un 8% del capital. La entidad intermediaria B (cuyo capital comparten por tercios tres miembros de una misma familia) tiene un 15%. La limitación estatutaria del número máximo de votos está en un 5% del capital. Alegando que B es accionista por cuenta de sus socios, se reconoce el fraccionamiento del derecho de voto y la posibilidad de ejercerlo conforme a sus respectivas instrucciones. Si todos ellos o, al menos, dos, comparten esas instrucciones, puede entenderse que la limitación estatutaria no afecta a B (e indirectamente a sus socios).

gunda consideración lleva a vincular el fraccionamiento del derecho de voto con aquellas situaciones en las que la tenencia de una determinada participación en el capital (y la consiguiente tenencia de derechos de voto) da lugar a la aplicación de normas imperativas, limitativas o prohibitivas. La enunciación puede ser amplia, con lo que nos limitaremos a algunos supuestos ilustrativos. El primero lo depara la aplicación del artículo 42.1 C de c. a partir de la existencia del control. Si una «*entidad intermediaria*» conforme al artículo 524 LSC del Anteproyecto detenta la mayoría de los derechos de voto en una sociedad cotizada, ello obliga, en principio, a la consideración de que aquella es una sociedad dominante obligada a la formulación de cuentas consolidadas del grupo. Ahora bien, si se considera que esa participación se detenta por cuenta de dos o más socios de aquella entidad, el control y el consiguiente deber contable se dirá que decaen como consecuencia del fraccionamiento del derecho de voto. El mismo argumento servirá cada vez que se quiera aplicar una norma que parte de la existencia de una relación de grupo entre la repetida entidad y la sociedad participada. Otro supuesto lo ofrecen los deberes legales de hacer o de abstención. Cabe pensar en deberes de notificar o comunicar o en la prohibición de adquirir salvo que se cumpla una condición legalmente establecida. Que una sociedad cotizada recoja en sus estatutos la posibilidad de voto fraccionado y divergente servirá para negar que los socios de una entidad intermediaria protagonicen una acción concertada. Esa misma previsión incide sobre el ejemplo de las reglas en materia de conflicto de intereses y derecho de voto anteriormente analizadas.

## V. ADOPCIÓN DE ACUERDOS EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA

### 1. EL CAMBIO DE LA REGLA DE LA MAYORÍA

El Informe presenta en relación con el cómputo con las mayorías de voto una breve modificación del artículo 201 LSC, que tiene sin embargo un significativo alcance. Esto último resulta de que nos encontramos ante una de las reglas esenciales para el funcionamiento de la junta general de la sociedad anónima, cual es la que determina cómo se calcula la mayoría que permite entender válidamente adoptado un acuerdo social. La regla es aplicable a todo tipo de sociedades de capital,

lo que la reviste, en suma, del significativo alcance ya apuntado tanto desde un punto de vista cualitativo como cuantitativo.

En la redacción vigente, el artículo 201.1 LSC dice que los acuerdos sociales se adoptarán «*por mayoría ordinaria*» de los votos de los accionistas presentes o representados. Esa terminología no zanjaba el debate clásico en torno a si el cómputo debía hacerse sobre la base de la mayoría relativa (mayor número de votos a favor que en contra) o de la mayoría absoluta (el acuerdo se adopta con más de la mitad de los votos presentes o representados). Tras varias consideraciones generales y referencias al debate en esta materia, la modificación que propone el Informe con carácter general consiste, lisa y llanamente, en sustituir mayoría «*ordinaria*» por mayoría «*relativa*» en el artículo 201.1 LSC, ocupándose de definir esta última. La mayoría relativa significa que, partiendo del capital presente o representado en la junta, el acuerdo se entiende adoptado cuando haya más votos a favor que en contra.

## 2. MAYORÍAS REFORZADAS

La regla especial supone modificar ese criterio de cómputo de la mayoría en relación con la adopción de los acuerdos de especial importancia, es decir, aquellos que enuncia el artículo 194 LSC. En relación con esos asuntos el cómputo de la mayoría reforzada exigida para la adopción de acuerdos parte de la necesidad de una mínima concurrencia. Ésta se mide con referencia al capital social y da pie a dos soluciones que se clarifican en la propuesta de modificación del artículo 190.2 LSC que incluye el Anteproyecto. La primera no modifica la regla vigente que formula el primer inciso del artículo 201.2 LSC. Así, cuando el capital concurrente a la junta (presente o representado) oscile entre el 25 y el 50 %, será necesario el voto favorable de los dos tercios del capital concurrente. La novedad radica en la adición de un nuevo inciso conforme al cual cuando el capital concurrente supere el 50 %, el acuerdo quedará aprobado por mayoría absoluta, esto es, cuando voten a favor más de la mitad de los votos presentes o representados.

## 3. RECONOCIMIENTO DE LA AUTONOMÍA ESTATUTARIA

Se mantiene la autonomía de la voluntad en la fijación de estas mayorías, de forma que los estatutos podrán elevar las legalmente pre-

vistas (artículo 201.3 LSC). Una elevación que suele hacerse en función de la estructura del capital de una sociedad.

## **VI. DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS**

El Informe introduce algunos cambios en el derecho de información de los accionistas, tanto con carácter general (modificando el artículo 197 LSC), como en la regulación especial de las sociedades cotizadas (modificando en consecuencia el artículo 520 LSC). Esas modificaciones parten de una consideración general a favor de la adecuación de la disciplina de ese derecho en nuestro ordenamiento, lo que justifica que su revisión por la Comisión se limitara a completar determinados aspectos referidos a algunas de las modalidades legalmente previstas para el ejercicio del derecho de información.

### **1. EL ABUSO DEL DERECHO DE INFORMACIÓN Y LA LIMITACIÓN DE LA ACCIÓN DE IMPUGNACIÓN**

Se considera que el derecho de información previo a la junta que debe ser atendido por escrito, enlaza directamente con el interés de todo accionista por formarse una opinión que le permita el adecuado ejercicio de sus derechos durante la junta. Por lo que se refiere al derecho de información ejercitado durante la junta general, resulta objeto de algunas modificaciones destacables. La justificación de los cambios radica en considerar que ese ejercicio del derecho coincidente con el desarrollo de la junta general presenta unos perfiles propios que permiten cuestionar su contenido estrictamente informativo cuando de su ejercicio resulta que lo que anima la intervención del accionista no es tanto conocer, sino cómo también formular sus propias opiniones sobre la evolución de la sociedad. Puede decirse que el derecho de información es el preámbulo del derecho de la crítica por el accionista. Se apunta también, con acierto, que la no atención del ejercicio de ese derecho en el propio momento de la junta no comporta una vulneración o infracción, toda vez que la Ley permite responder a la solicitud de información en forma escrita y dentro de los siete días siguientes al de la terminación de la junta. En lo que pueda ser una argumentación polémica, el Informe continúa advirtiendo que esa forma de solicitar información por parte del accionista tiene propósitos que cabe cuestionar desde el punto de vista de la

buena fe<sup>20</sup>. El ejercicio de esa forma de solicitar información pretende, según advierte el Informe, «*la impugnación de los acuerdos*» y que «*la experiencia práctica*» pone de manifiesto que «*muchas veces*» se persiguen propósitos extraños al derecho del accionista de informarse y se está ante un comportamiento abusivo que persigue «*crear artificialmente un motivo de impugnación*». Como quedó señalado, es discutible proponer soluciones normativas a partir de determinadas experiencias, siempre susceptibles de valoraciones contradictorias. Aunque pueda compartirse que el derecho de información es aquél cuyo ejercicio se desliza con mayor frecuencia hacia un ejercicio ilícito (cuya mejor evidencia son las múltiples cautelas y límites que la legislación ha adoptado con respecto al mismo), sería conveniente respaldar la solución que se propone con la referencia a la propia jurisprudencia, en la que es mayoritaria la desestimación de las demandas de impugnación de acuerdos basadas en la infracción de aquel derecho.

En cualquier caso, la invocación de esa experiencia es la que termina justificando la principal novedad relativa a ese derecho de información durante la junta, al establecer el propuesto artículo 197.5 LSC contenido en el Anteproyecto que su vulneración permitirá reclamar daños y perjuicios causados al accionista, «*pero no será causa de impugnación general*».

## 2. EL PLAZO DE EJERCICIO DEL DERECHO DE INFORMACIÓN EN SOCIEDADES COTIZADAS

Por lo que se refiere al derecho de información en las sociedades cotizadas, el ejercicio previo a la junta del derecho de información se ve afectado en cuanto al plazo. En lugar de cerrarse esa posibilidad el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la junta, en el caso de las sociedades cotizadas, deberá atenderse cualquier solicitud presentada hasta el quinto día anterior. La reducción de ese plazo está inspirada en la PCM (artículo 231-68), pero se ha aceptado sólo con respecto a las sociedades cotizadas. El argumento, que cabe compartir, es que en la fase de preparación de la junta la capacidad de responder a las solicitudes requiere una determinada organización y capacidad, que así como

20 FUENTES NAHARRO, M., «El accionista 'depredador'. Un acercamiento a la figura y su problemática a partir de la experiencia comparada», *RDBB* 31 (2012), p. 7 y ss., que ofrece un cuidado estudio de estas conductas abusivas.

suele ser característica propia de las sociedades cotizadas (habituadas a un regular y constante suministro de información), no se observará en muchas otras sociedades anónimas de menor dimensión.

### 3. LA RELEVANCIA INFORMATIVA DE LA PÁGINA WEB

La segunda reforma destacable en relación con las sociedades cotizadas supone una mejora de la solución actual, sobre todo con respecto a las respuestas dadas a través de la página web de la sociedad. A tal fin, el propuesto artículo 520.2 LSC remite a dicha página web como contenidos necesarios tanto las solicitudes de información que se hubieren realizado por escrito, como las contestaciones facilitadas por esa misma vía por los administradores. Esa publicidad singular ofrece una nueva perspectiva para la regla que formula el artículo 520.3 del Anteproyecto (que continúa el actual 520.2 LSC) y que autoriza a los administradores dar respuesta a una solicitud de información por medio de la remisión a la información que ya se hubiera podido facilitar bajo el formato general pregunta-respuesta o como consecuencia particular de una previa solicitud sobre el mismo asunto cuya respuesta ya consta en la página web.



## Anatomía del deber de lealtad (Reflexiones a propósito del anteproyecto de reforma de la LSC)\*

CÁNDIDO PAZ-ARES

*Catedrático de Derecho Mercantil  
Universidad Autónoma de Madrid*

### ~~I. PRELIMINAR: EL ALINEAMIENTO ENTRE DIRECTIVOS Y ACCIONISTAS MINORITARIOS COMO FIN DEL SISTEMA DE GOBIERNO CORPORATIVO~~

Los organizadores de este seminario me han brindado la oportunidad de compartir con todos vosotros algunas reflexiones sobre uno de los temas estelares del Anteproyecto de reforma de la Ley de Sociedades de Capitales para la mejora del gobierno corporativo aprobado por el Gobierno el pasado 16 de diciembre de 2013. El tema en cuestión es la nueva regulación del deber de lealtad de los administradores. Debo confesar que, habiendo tenido el privilegio de formar parte de la llamada «Comisión de Expertos», de cuya propuesta trae causa esa nueva regulación, mi punto de vista seguramente no es el más imparcial. Os ruego por ello que apliquéis a mis palabras y a mis juicios –ciertamente

---

\* Transcripción de la lección impartida en la Facultad de Derecho de la Universidad Pontificia de Comillas (ICADE), en el marco del Seminario sobre la Reforma Societaria organizado por la Cátedra Garrigues. Madrid 12 de marzo de 2014. Solamente se han revisado algunos giros propios de una exposición oral y agregado algunas notas para dar cuenta de las fuentes citadas.

benevolentes con la reforma en ciernes– el correspondiente descuento. Yo también estoy incurso en un conflicto de interés.

Adelanto que el objetivo de la exposición no es exegético, sino sistemático. Mi propósito es encuadrar la normativa objeto de examen en nuestro sistema de gobierno corporativo y, a partir de ahí, explicar las razones y los fines que la justifican. Para ello he de comenzar recordando que cualquier sistema de gobierno corporativo está integrado por un conjunto heterogéneo de instrumentos de salvaguardia y supervisión cuya finalidad básica es alinear los incentivos de los *insiders* (el equipo directivo, los administradores y, en su caso, el grupo de control) y los intereses de los *outsiders* (los accionistas minoritarios). Supuesto que los *outsiders* aspiran a maximizar los retornos de su inversión, a los *insiders* se les piden dos cosas: que gestionen adecuadamente los recursos que se les han confiado y que distribuyan equitativamente los rendimientos que generan. Es así como quedan sujetos a dos imperativos fundamentales, cuyo *enforcement* eficaz es el fin supremo de cualquier sistema de gobierno corporativo: *maximizar la producción de valor y minimizar la redistribución de valor*. Si infringen el primer imperativo –el imperativo de la diligencia– cometen actos de «gestión indebida» (*missmanagement*). Si infringen el segundo imperativo –el imperativo de la lealtad, sobre el que hemos de concentrar la atención en esta disertación–, cometen actos de «apropiación indebida» (*missappropriation*).

La deslealtad corporativa entraña siempre, en efecto, una «apropiación indebida», sea en acto o en potencia. No me refiero, como es natural, a la conducta tipificada bajo ese nombre en el Código Penal, sino a una actuación genérica que se caracteriza por la desviación de valor de la esfera social a la esfera individual, siempre motivada por la anteposición de los intereses propios a los intereses ajenos por los que uno debe velar. La que podríamos llamar «apropiación indebida civil» consiste así en la extracción de eso que los economistas denominan «beneficios privados» del control. Más tarde veremos que las tecnologías de extracción son muy variadas, complejas, sofisticadas y frecuentemente dotadas de un propósito empresarial plausible.

Para ilustrar la importancia o magnitud del problema tomaré como ejemplo una transacción relativamente frecuente en los mercados de capitales: la adquisición de una participación minoritaria de control

(normalmente entre el 10% y el 30%). Todo el mundo sabe que estos paquetes de control se intercambian con una prima sobre su precio de mercado. Lo intrigante sigue siendo por qué. ¿Por qué hay personas dispuestas a pagar, pongamos, 1'5€ por una acción que cotiza a 1€? El poder y la gloria no parecen explicación suficiente. La gente no dilapida miles de millones sólo para mandar, salvo que mandar incremente el retorno esperado de la inversión (en cuyo caso «dilapidar» ya no sería la palabra adecuada). Y si es así, una de dos: o bien el adquirente paga la prima de control porque confía en producir más valor del que estaba produciendo el *management* anterior (si el valor esperado de los flujos de caja era de 100, espera que bajo su gestión sea de 150) o bien la paga porque confía en apropiarse de más valor del que corresponde a su participación (si le corresponde un 20% de los flujos de caja, espera obtener un 30%). *Tertium non datur* (a no ser que hablemos de una combinación de ambas explicaciones).

El cálculo o diseño que en cada caso mueve al adquirente que toma el control –búsqueda de mayor eficiencia o búsqueda de «beneficios privados»– es una incógnita que seguramente nunca podremos despejar. Su lenguaje público será, como es natural, el de la eficiencia. En cambio, es fácil averiguar lo que piensan los inversores (¡basta mirar los boletines de cotización!). Si piensan que el adquirente producirá más valor, el precio de mercado de las acciones, una vez hecha pública la operación, tenderá a converger con el precio satisfecho (1'5€). Por el contrario, si estiman que redistribuirá valor, la cotización tenderá a alejarse del precio pagado y regresar a su estado primitivo (1€). La diferencia entre el valor privado y el valor público de la compañías –entre el valor que le atribuye el adquirente y el valor que le atribuye el *free float*, uno y otro en función de los rendimientos que respectivamente esperan obtener de ella– nos ofrece, por ello, información fiable acerca de la magnitud de los *beneficios privados* que extraen los *insiders* en un determinado mercado y, de paso, sobre la calidad de su sistema de gobierno corporativo.

La investigación empírica revela la existencia de sorprendentes variaciones internacionales en el valor de esa magnitud. El estudio seguramente más ambicioso –basado en una muestra de 393 transacciones privadas de cambio de control realizadas en todo el mundo entre 1990

y 2000– indica que en algunos países la diferencia entre valor privado y valor público es pequeña o despreciable –en torno al 2'5% (EE.UU o Reino Unido)– y que en otros es *notable* –en torno al 10% (Francia o Alemania)–, *grande* –en torno al 15% (Chile o Portugal)–; *grandísima* –en torno al 30% (Argentina, Italia o México)–; o simplemente *increíble* –superior al 50% (Brasil, Rusia o Chequia/Eslavaquia)–<sup>1</sup>. Los datos que ofrecen sobre España *Dyck* y *Zingales* no son estadísticamente significativos (en la década que cubre su estudio apenas ha habido transacciones privadas de cambio de control debido a la necesidad de formular opa para hacerse con un paquete superior al 25%). No obstante, podemos hacer una estimación relativamente fiable dirigiendo la mirada a las opas parciales, un fenómeno singular de nuestra experiencia jurídica, hoy afortunadamente desterrado. Aunque a otros efectos, *Juan Fernández-Arme* se tomó la molestia de hacer ese cálculo con todas las ofertas de esa índole formuladas entre 1989 y 1997, y verificó un desfase o diferencia del 18'5% entre el precio de la opa (valor privado) y el precio que posteriormente prevaleció en el mercado (valor público). Nuestra conjetura, a la vista de ello, es que la tasa de extracción de beneficios privados en España no es nada despreciable. Sería *grande* en la clasificación anterior.

## ~~II. EL RÉGIMEN DEL DEBER DE LEALTAD COMO FACTOR DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR FRENTE A LA APROPIACIÓN DE VALOR POR LOS ADMINISTRADORES~~

Sabemos que cuanto mayor es el volumen de los beneficios privados o, si se prefiere, la diferencia entre valor público y valor privado de las compañías, mayor es el incentivo para la concentración de propiedad, menor la confianza del público y, por tanto, menor la liquidez, la profundidad y el tamaño de los mercados de capitales. Lo que no sabemos con exactitud son los factores que explican el fenómeno. La hipótesis que cada día cobra más fuerza se funda en la estructura del derecho de sociedades y del sistema de gobierno corporativo y, muy especialmente, en la efectividad de los instrumentos de salvaguardia y supervisión de los conflictos de interés. La intuición básica es muy simple: las ganancias derivadas de los beneficios privados son tan succulentas que sólo la ame-

1 A. DYCK y L. ZINGALES, «Private Benefits of Control: An International Comparison», *Journal of Finance* 59 (2004), pp. 537 ss.

naza creíble de responsabilidad societaria permite conjurar o minimizar el problema. Las investigaciones pioneras en *law & finance* de La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny –sin duda, entre las más imaginativas y aplaudidas de las últimas décadas–, ofrecieron un poderoso respaldo empírico a esta tesis, que correlaciona el desarrollo del mercado de capitales y la protección jurídica del inversor frente al riesgo de expropiación. Desde entonces, ese respaldo no ha dejado de crecer.

▲ Pues bien, si el mal está en la insuficiencia de protección jurídica, lo oportuno es proveer ese derecho que falta. Pero hay que identificarlo y configurarlo bien, no vaya a ser que el remedio sea peor que la enfermedad. Y aquí es donde vemos enfrentadas diversas políticas jurídicas –diversas opciones de regulación–, que se han puesto de manifiesto en el debate académico generado por el trabajo de la Comisión de Expertos. Un amplio sector de nuestra doctrina mercantilista –y con ello traslado a nuestro país el juicio que recientemente hacía Luca Enriques respecto de Italia– apuesta con frecuencia por soluciones formales, doctrinales e imperativas. El paradigma de este tipo de planteamientos lo representó en su momento la propuesta de *Código de Sociedades Mercantiles* de 2001 y a él responde aún, aunque en menor medida, la propuesta de *Código Mercantil* de la Comisión General de Codificación presentada el pasado verano de 2013. La Comisión de Expertos ha optado, en cambio, por soluciones sustanciales, funcionales y liberales. Y creo que muy justificadamente. No se trata de que la Ley de Sociedades de Capitales prescriba el número de consejeros independientes, que determine quién ha de presidir la Junta General, que disponga si el primer ejecutivo puede o no puede presidir el Consejo de Administración o que tome partido sobre éste o aquél aspecto de la organización y funcionamiento de los órganos de gobierno de la sociedad. No creo que soluciones de este tipo sean la panacea, ni siquiera que sirvan de algo. Mi impresión es más bien la contraria: lo que hace falta es flexibilizar el derecho de sociedades, simplificarlo, desformalizarlo y dar indicaciones para que los aplicadores del derecho vayan a la sustancia de las cosas y se comprometan con análisis funcionales. Frente a un *derecho de sociedades mecánico*, abogo por un *derecho de sociedades reflexivo*.

Necesitamos algo más sutil para ▲ bajar esa tasa del 18'5%. Los beneficios privados no se extraen directamente de la caja de la sociedad, eso es robo o «apropiación indebida» en el sentido penal o criminal del tér-

mino. La «apropiación indebida civil» se instrumenta –como decíamos al comienzo– por medio de estrategias complejas, creativas, refinadas y frecuentemente dotadas de un propósito empresarial plausible (operaciones vinculadas, coinversiones con sociedades de los *insiders*, uso de información estratégica de la sociedad, ventas de activos, *creeping acquisitions*, ofertas de exclusión, transacciones de resistencia en contextos hostiles, oportunidades de negocios, precios de transferencia, *related finance*, ampliaciones de capital dilutivas –a la par– y toda suerte de transacciones internas frecuentemente legitimadas con la apelación al «interés del grupo»). Los instrumentos del derecho de sociedades mecánico y la cultura formalista que inspiran han determinado que muchas de estas operaciones de extracción de beneficios privados resulten legalmente inatacables en la Europa continental y, desde luego, en España, y así lo muestran *Johnson et al* en un célebre estudio titulado *Tunneling*. Se trata de una pieza breve y deliciosa, cuya lectura recomiendo vivamente a todos los estudiantes de derecho de sociedades<sup>2</sup>. En ella, los economistas que la firman analizan tres sentencias «normales» –una belga, otra francesa y otra italiana–, verdaderamente instructivas de la tendencia de los jueces a rehuir el examen del fondo o sustancia de los conflictos societarios sometidos a su consideración y a resolverlos –sin responsabilidad alguna para los *insiders*– mediante un análisis meramente formal o doctrinal. Los ejemplos domésticos abundan. Si tenéis curiosidad podéis echarle un vistazo a la STS 16-VI-1992 (Ar. 5315).

La solución debe ir entonces por otros derroteros. Se trata simplemente de tomarse en serio el *deber de lealtad* de quienes gobiernan la sociedad, un deber al que nuestra legislación y nuestra doctrina tradicional apenas le han dedicado atención. La mejor prueba de ella son los manuales al uso, una de las piezas o herramientas más decisiva en la configuración o conformación de la mente de los juristas. Un simple ejemplo: de las más de 600 páginas que le dedica el manual de Sánchez Calero a las sociedades, apenas tres están dedicadas al deber de lealtad<sup>3</sup>.

2 S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LOPEZ DE SILANES Y A. SHLEIFER, «Tunneling», *American Economic Review* 90 (2000), pp. 22-27.

3 La referencia al manual del profesor Sánchez Calero se justifica por ser uno de los más difundidos –muy justamente por cierto– y más representativos de la cultura que prevalece en nuestro país. Podría haber citado cualquier otro de los que circulan por nuestras aulas universitarias, incluido aquél en el que yo mismo participo como autor –el *Curso de Derecho Mercantil* dirigido por R. URÍA y

En cambio, el manual de referencia en Estados Unidos –el *Corporate Law* de Robert Clark–, le dedica 286 de un total de 820. En definitiva, mi tesis es que no necesitamos regulaciones de estructura –competencias, órganos, procedimientos, burocracia–; necesitamos normas de conducta.

### ~~III. LAS CAUSAS DE INOPERATIVIDAD DEL DEBER DE LEALTAD Y SUS SOLUCIONES EN LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN DE EXPERTOS~~

El deber de lealtad es la segunda mitad de la regla que exige distribuir *pro rata* el beneficio público (los dividendos) y en él se sitúa el corazón de un derecho de sociedades reflexivo o de fondo. La ventaja comparativa del derecho americano frente al derecho europeo reside precisamente en esto. Incluso en Alemania, que es el espejo donde a menudo miramos el futuro los juristas españoles, los especialistas reconocen que el desarrollo de esta pieza fundamental del derecho de sociedades se encuentra aún en mantillas («steht erst am Anfang»). La legislación no puede hacer ciertamente todo el trabajo, pero es mucho lo que puede contribuir para que a medio o largo plazo el sistema jurídico –doctrina y jurisprudencia incluidas– avancen en la dirección adecuada sin interferir con la necesaria libertad de organización y gestión de la empresa.

Para ello hay que adoptar medidas adecuadas a la naturaleza y a la realidad del problema, medidas que efectivamente sirvan para remover las causas de la trivialidad o inoperatividad del deber de lealtad en nuestro entorno, que son –para citar las cuatro más importantes– (i) la insuficiencia en la tipificación de las conductas desleales; (ii) la insuficiencia en la identificación de los destinatarios de los deberes de lealtad; (iii) la insuficiencia de los cauces previstos para exigir la correspondiente responsabilidad; y (iv) la insuficiencia en el volumen de las sanciones aplicables. Seguidamente aludiré a cada una de estas insuficiencias y a las medidas propuestas por la Comisión de Expertos para paliarlas.

---

A. MENÉNDEZ– que, en términos porcentuales, no le dedican más atención al deber de lealtad.

## 1. ~~LA INSUFICIENCIA EN LA TIPIFICACIÓN DE LAS CONDUCTAS DESLEALES~~

Comenzaré refiriéndome a la insuficiencia de tipificación. Nuestra legislación de sociedades se ha limitado tradicionalmente a establecer un deber muy genérico o abstracto de lealtad. Todo lo que disponía es que los administradores han de proceder como un *representante leal* (artículo 127.1 LSA 1989). Este laconismo legislativo –sólo paliado parcialmente por algunas tipificaciones introducidas en 2003 por la Ley de Transparencia, que dejaban mucho que desear en el plano técnico– refleja también la tónica general del derecho continental europeo. Es cierto que el amparo legal que proporciona la cláusula general de lealtad podría haber sido suficiente para que la doctrina y la jurisprudencia hubieran creado con el paso de los años un nutrido complejo de reglas claras y orientativas sobre la materia. La experiencia indica, sin embargo, que este resultado apenas se ha alcanzado. No es momento de analizar por qué (en parte tiene que ver con la escasa sofisticación de nuestro aparato judicial en cuestiones financieras; en parte, con su cultura formalista y positivista, poco dada al desarrollo del derecho más allá de la superficie que delimitan sus textos; y en parte, con las escasas oportunidades que ha tenido de enfrentarse a problemas de esta índole). Por todo ello, la primera medida a adoptar para reforzar la eficacia del deber de lealtad consiste en detallar las principales obligaciones derivadas del principio general. El sólo hecho de que las normas de comportamiento estén especificadas o concretadas: (i) incrementa la observabilidad y verificabilidad de las conductas indebidas facilitando el trabajo de todos los *enforcers* y, especialmente, el de los jueces; (ii) ofrece pautas para orientar la conducta de los administradores; (iii) suministra amparo a los operadores para resistir presiones indebidas; y (iv) contribuye a la creación de una cultura corporativa adecuada que en última instancia es el aspecto crucial. El éxito cosechado por la Ley de Competencia Desleal en estas dos últimas décadas es fruto en buena medida de una tipificación flexible de los actos desleales. Pues bien, justamente esto es lo que ha tratado de hacer la Comisión de Expertos. En este plano, merece la pena destacar tres aspectos del Anteproyecto, que articula el tratamiento de la materia con la formulación de normas en niveles decrecientes de abstracción o generalidad.

- a) En primer lugar, mejora la formulación de la cláusula general tradicional: «*Los administradores –leo el proyectado nuevo artículo 227.1 LSC– deberán desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe en el mejor interés de la sociedad*». Ciertamente esto no reviste mayor importancia. La formulación es más expresiva, pero la sustancia de lo que comunica no muda.
- b) En segundo lugar, articula –en un nivel intermedio de abstracción o generalidad– las principales prohibiciones y obligaciones derivadas del deber genérico de lealtad (artículo 228 LSC), a saber: (a) la prohibición de desviación de poder (el administrador está obligado –según reza la norma– a «*no ejercitar sus facultades con fines distintos para los que le han sido concedidas*»). La doctrina del abuso de facultades desarrollada en el ámbito societario anglosajón podrá importarse a través de ese concepto normativo, como se importó la del Consejo de Estado Francés por la jurisprudencia contencioso-administrativa; (b) la obligación de confidencialidad (aquí, nada nuevo *sub sole*); (c) la obligación de abstenerse de participar en las deliberaciones de los consejeros conflictuados, que gana notablemente en calidad; (d) la obligación de evitar conflictos de interés (sobre la que volveré muy pronto); y (e) la obligación de independencia. Llamo vuestra atención sobre el artículo 228.1 d) LSC, a tenor del cual el administrador debe «*desempeñar sus funciones bajo el principio de responsabilidad personal con libertad de criterio o juicio e independencia respecto de instrucciones y vinculaciones de terceros*». La importancia práctica del precepto es notable: no tanto porque suponga la proscripción de los pactos de voto –este es un resultado que ya estaba asentado en nuestra doctrina– cuanto porque la deja sin excepciones objetivas. La prohibición abarca en efecto cualquier pacto de sindicación para el órgano de administración, aunque sea organizativo (y no de gestión), aunque sea particular (y no general) y aunque sea directo (y no indirecto). En particular, ha de ayudar a desterrar los que se instrumentan mediante promesas de hecho de un tercero: un accionista se compromete frente a otro accionista a indemnizarle daños o satisfacerle una penalidad en el caso de que el administrador que haya designado –que no forma parte del pacto– desoiga las instrucciones del sindicato.

- c) El tercer aspecto a destacar es la lista más minuciosa y depurada de las obligaciones derivadas del deber intermedio de evitar conflictos de interés, que se contiene en el artículo 229 LSC. Este es para mí el precepto central. La lista incluye las siguientes prohibiciones (*relativas*) a cargo de los administradores: (i) la prohibición de realizar operaciones vinculadas con la sociedad o su grupo de sociedades<sup>4</sup>; (ii) la prohibición de explotar la posición de administrador con fines privados; (iii) la prohibición de uso de activos sociales, incluida la información confidencial de la sociedad; (iv) la prohibición de aprovecharse de oportunidades de negocio de la sociedad; (v) la prohibición de competencia; y (vi) la prohibición de remuneraciones externas. Este último punto es novedoso. Llamo también vuestra atención sobre él desde el punto de vista práctico y teórico. No tengo ahora tiempo para dedicarle un mínimo de atención. Si alguno de vosotros sentís alguna curiosidad, podéis consultar el trabajo que acabo de publicar sobre esa materia en la *Revista de Derecho Mercantil*<sup>5</sup>.

La técnica seguida en la elaboración del catálogo es la propia de las cláusulas generales de alcance intermedio, que permiten operar por grandes grupos o constelaciones de casos. Hay que dejar un amplio margen de holgura a los jueces y aplicadores del derecho para que puedan ubicar la tecnología siempre renovada de la extracción de beneficios privados. Y en todo caso, debe recordarse que las prohibiciones intermedias no son exhaustivas. Siendo meramente ejemplificativas, dejan abierta siempre la puerta de la cláusula general matriz del deber de lealtad, a la que habrá que recurrir para combatir las innovaciones extractivas que a buen seguro nos reserva el futuro. En suma, se trata de compaginar la necesidad de un precepto de textura abierta, que deje

4 Las «operaciones vinculadas» constituyen el paradigma de los conflictos de interés. Aquí se parte de un concepto amplio de «operación vinculada», que solamente requiere la concurrencia de estas tres circunstancias: (i) que exista una *transacción* entre la compañía y otra parte; (ii) que exista una *persona con capacidad de influencia* en el proceso de decisión de la compañía respecto de la transacción; y (iii) que el *interés personal* de esa persona con capacidad de influencia en el bienestar de la otra parte de la transacción o en ciertas consecuencias colaterales de la transacción sea típicamente más grande que su interés en el bienestar de la compañía.

5 C. PAZ-ARES, «La anomalía de las retribuciones externas de los administradores. Hechos nuevos y reglas viejas», *Revista de Derecho Mercantil* 290 (2013), pp. 000 ss.

espacio para el desarrollo judicial del derecho, con la necesidad de proporcionar al aplicador del derecho un mapa que le permita orientarse dentro de este proceloso mundo.

- d) Otro aspecto a destacar versa sobre la consagración formal del carácter imperativo del régimen de responsabilidad derivado del deber de lealtad, que es más importante por lo que no dice (ob-sérvese que el Anteproyecto calla en este punto sobre el deber de diligencia) que por lo que dice. Nadie ha puesto en duda seriamente la indisponibilidad del deber de lealtad. Ha de impedirse, en efecto, que la regulación legal pueda ser derogada o modificada en los estatutos de la sociedad o trivializada de cualquier otra forma. Pero ese principio de indisponibilidad o imperatividad ha de ser compatible, sin embargo, con un principio de dispensabilidad *ad hoc*, en cuya virtud puedan ser autorizadas, caso por caso, las transacciones interesadas que eventualmente se presenten. Por eso hablábamos antes de prohibiciones «relativas». Es cierto que esta posibilidad incrementa las dificultades de *enforcement* del deber de lealtad, pero la solución draconiana contraria puede ser más costosa, en la medida en que pone trabas a muchas operaciones potencialmente productivas para la compañía. No puede olvidarse, en este sentido, que la contratación relacionada o vinculada puede producir ganancias en términos de ahorros de costes de transacción (costes de información y de vigilancia).

En todo caso, en la regulación de la dispensa ha tratado de establecerse un derecho que sea relativamente fácil de administrar y, a la vez, relativamente difícil de eludir. Tres son las reglas básicas en torno a las cuales gira el nuevo artículo 230 LSC: (i) una regla de procedimiento, que asegure la independencia del órgano que otorga la dispensa respecto del administrador afectado; (ii) una regla de equidad o *fairness*, que garantice que la transacción es equitativa y se concierta en condiciones de mercado; y (iii) una regla de transparencia.

La regla fundamental es, naturalmente, la regla de procedimiento. La experiencia comparada ofrece un amplio abanico de fórmulas y enseña que hay muchas posibilidades de diseño. La Comisión de Expertos, después de repasar los distintos modelos y fieles a la máxima que invita a no multiplicar la complejidad, ha estimado que la competencia gene-

ral para impartir la autorización debe ser atribuida a la Junta General, pero sólo en los casos más graves (cuando tenga por objeto la dispensa de la obligación de no competencia, la prohibición de retribuciones externas de administradores –al menos en la parte de la retribución que sea competencia de la asamblea– o afecte a una transacción interesada cuyo importe exceda un determinado porcentaje: el 10% del valor de los activos de la compañía). En el resto de los casos, la Comisión primero y después el Anteproyecto han admitido que la dispensa pueda ser concedida por el órgano de administración u otra instancia de la sociedad formada única y exclusivamente por administradores independientes (lo que –dicho sea de paso– no significa que sean «independientes» en sentido de las normas sobre *reporting* de gobierno corporativo).

## 2. ~~LA INSUFICIENCIA EN LA IDENTIFICACIÓN DE LOS DESTINATARIOS DEL DEBER DE LEALTAD~~

La insuficiencia en la identificación de los destinatarios del deber de lealtad es otra insuficiencia que ha tratado de corregir la propuesta de la Comisión de Expertos. Aquí era necesario una extensión del régimen de responsabilidad a todas aquellas personas que, aun sin ostentar la posición formal de administrador, desempeñan en la sociedad un papel de índole similar. La extensión subjetiva está más justificada incluso que la propia norma matriz, referida a los administradores formales, puesto que la mayor opacidad de la actividad que desarrollan estas personas, que a menudo actúan en la sombra o en la trastienda de los órganos de decisión formales, determina una aún menor eficacia disciplinar de los instrumentos de gobierno provistos por las fuerzas del mercado. La extensión alcanza en el Anteproyecto (i) a las personas físicas que representan a los administradores personas jurídicas (artículo 236.5 LSC); (ii) al más alto directivo –el primer Ejecutivo– cuando se le ha situado fuera del órgano de administración formal (artículo 236.4 LSC); y a los (iii) a los «administradores de hecho», que se definen con una notable amplitud. La noción consagrada ahora por el artículo 236.3 LSC engloba no sólo a los que tradicionalmente se reputaban como tales –es decir, a aquellas personas que en la realidad del tráfico desempeñan sin título o con un título nulo o extinguido las funciones propias de administrador–, sino también a los conocidos como «administradores ocultos», que define –bajo clara inspiración de la ley ingle-

sa— como aquellas personas «*bajo cuyas instrucciones están acostumbrados a actuar los administradores de la sociedad*». No hace falta decir que esta es una novedad de la mayor importancia para extender los deberes fiduciarios a los «accionistas de control». La razón que justifica en tales casos la extensión se comprende sin esfuerzo: si prácticamente actúan como administradores, normativamente deben responder como administradores, sobre todo en el terreno de la deslealtad.

### 3. ~~LA INSUFICIENCIA DE LOS CAUCES PREVISTOS PARA EXIGIR LA RESPONSABILIDAD~~

▲ Vayamos ahora con las insuficiencias de *enforcement*. Si examinamos la experiencia jurisprudencial de nuestro país e incluso la de otros vecinos en la escena europea, observamos una escasísima litigiosidad en materia de deber de lealtad. Se cuentan con los dedos de una mano los casos que registran los repertorios de jurisprudencia, los cuales, sin embargo, están repletos de acciones de impugnación de acuerdos sociales. Y esto debe ser motivo de preocupación, pues la restricción de casos judiciales mina la efectividad de cualquier regulación sustantiva que se adopte. Le resta eficacia preventiva, pero también eficacia orientativa al impedir que la jurisprudencia vaya completando y adaptando las siempre insuficientes indicaciones legislativas. Como he insinuado ya, la pobreza y debilidad que exhiben nuestros sistemas jurídicos en este campo se deben en buena parte a la falta de oportunidades de que han dispuesto los jueces para crear un *stock* de precedentes y orientaciones en materia de responsabilidad por violación del deber de lealtad. Consiguientemente, tanto desde el punto de vista de la eficacia disuasoria, como desde el punto de vista de la necesidad de ir creando un capital jurisprudencial que provea información jurídica de calidad e impulse el progreso del derecho en esta materia —se trata siempre de rebajar aquella excesiva tasa del 18'5% a la que me refería al comienzo de la exposición—, parece oportuno remover los obstáculos que hoy en día impiden o retardan la litigación. Esos obstáculos tienen su origen en diversas circunstancias, de las ahora destaco dos: las elevadas exigencias de legitimación para el ejercicio de la acción social de responsabilidad y la relativa opacidad de las situaciones conflictivas. A continuación se ofrece una breve aproximación a cada una de ellas.

- a) La extrema dificultad con que se encuentran los accionistas para hacer efectiva la responsabilidad de los administradores deriva de los enojosos trámites y de la elevada participación en el capital a que supeditan nuestras leyes la legitimación para accionar judicialmente. El accionista que quiera litigar tiene que obtener primero una resolución de junta general denegando el ejercicio de la acción por la sociedad y, en todo caso, ha de ostentar al menos –y nada menos– que un 5% del capital (v. artículo 239 LSC). Tratándose de sociedades cotizadas, nos hallamos siempre o casi siempre ante barreras prácticamente infranqueables. El prototipo del accionista minoritario de esta clase de sociedades no posee jamás un paquete de ese porte, si la poseyera probablemente estaría sentado en el consejo. La credibilidad del sistema de responsabilidad de los administradores hace imperativo, por tanto, un cambio en el escenario, y así lo apuntó en su momento el Informe Aldama. Para «incrementar la eficacia disuasoria de la responsabilidad por infracción del deber de lealtad» es necesario –decía– «facilita[r] los procedimientos y requisitos de exigencia de esta responsabilidad por parte de los accionistas». No estoy seguro de que en este ámbito la reforma en ciernes haya avanzado todo lo que era necesario, aunque indiscutiblemente algo ha hecho al prescindir de la exigencia de celebrar una junta para interponer la acción de responsabilidad por infracción del deber de lealtad y rebajar del 5% al 3% el umbral de legitimación preciso para ello.

Es cierto que la reforma tiene que acometerse con tiento, no vaya a ser que el remedio sea peor que la enfermedad. El dilema al que nos enfrentamos no es «todo o nada». Las «soluciones-esquina», como tantas veces ocurre en la experiencia jurídica, no son óptimas. En particular, debe huirse de una fórmula a la americana, que legitima a *cualquier accionista* (aunque sólo tenga una acción) para entablar la acción social de responsabilidad por *cualquier causa* (aunque sea por infracción del deber de diligencia). Los riesgos de una fórmula de este tipo son muy elevados desde el momento en que abre enteramente las puertas a la litigación frívola, infundada y directamente abusiva, que tan perturbadora puede resultar para la vida social. Hay que encontrar una solución intermedia y ponderada que logre el debido *trade-off* entre los costes derivados de la litigación estratégica y los beneficios derivados de la

litigación justificada. Nuestra conjetura es que una solución de esa naturaleza pasa por ampliar más decididamente la legitimación en línea, por ejemplo, con la prevista en el propio Anteproyecto para la impugnación de acuerdos sociales (1% en las sociedades no cotizadas y 0.1% en las cotizadas).

- b) La otra pieza a la que debía aludir es la obligación de transparencia integral sobre las transacciones «interesadas» y operaciones vinculadas. Ciertamente, los deberes de información tienen un alcance mucho más amplio que el de facilitar la exigencia de responsabilidad. No obstante, me refiero a ellos en este contexto por entender que una condición fundamental para que los accionistas puedan hacerse activos judicialmente en el campo de la deslealtad es la remoción de la opacidad que tradicionalmente ha rodeado las operaciones que plantean un conflicto de interés. Hay que recordar en este sentido: (i) que la publicidad de dichas operaciones ofrece a los accionistas la información que eventualmente pueden necesitar para litigar las violaciones del deber de lealtad; (ii) que el simple hecho de tener que hacerlas públicas impedirá, sin más, que se realicen algunas transacciones interesadas y determinará que las que se realicen sean, en promedio, más equitativas para los accionistas minoritarios; y (iii) que, mediando una obligación de transparencia, si una transacción interesada se oculta y más tarde es descubierta, será mucho más fácil exigir responsabilidades.

Es cierto que ya se han dado pasos importantes en nuestra legislación para articular un mecanismo escalonado de transparencia de modo que la información vaya diseminándose progresivamente. Recordemos que ya están previstas (i) una obligación al administrador de comunicar al Consejo de Administración la transacción interesada que él o una persona vinculada proyecte realizar con la compañía; (ii) una obligación al Consejo de comunicarla al auditor externo, al comité de auditoría o de nombramientos y, en su caso, si reúne los requisitos del «hecho relevante», al regulador y a los mercados; y (iii) una obligación al Consejo de consignar la información correspondiente, con el debido detalle, en la memoria anual, al objeto de que los accionistas reciban noticia suficiente sobre el «tráfico peligroso». La comunicación debe estar seguida de la verificación por los auditores externos, y aquí todavía queda camino por andar. El primer paso es que estos fiscalicen si efecti-

vamente se han reflejado en la memoria todas las operaciones autorizadas; el segundo, que reporten a los accionistas sobre ellas; y el tercero, que investiguen si se han realizado operaciones no comunicadas ni autorizadas. Como sugirió en su momento el profesor Bernard Black,

«Los auditores externos de la sociedad deberían revisar anualmente toda operación vinculada que no sea insignificante y facilitar a los accionistas un informe identificando toda operación significativa y confirmando que, según su leal saber y entender, todas las operaciones que tengan que someterse a la aprobación por los administradores no interesados de la sociedad y por los accionistas no interesados de la sociedad, han sido aprobados de este modo. De ser posible, los auditores externos deberían informar además sobre si, a su juicio, las operaciones vinculadas no insignificantes se hicieron en términos equitativos y de mercado (*on arms-length terms*). A efectos prácticos, un requisito así aseguraría que los auditores fueran consultados antes de la conclusión de la operación, para cerciorarse [los administradores] de que estuvieran satisfechos con sus condiciones. Ello proporcionaría un control adicional sobre el carácter equitativo de las operaciones»<sup>6</sup>.

#### 4. ~~LA INSUFICIENCIA DEL VOLUMEN DE LAS SANCIONES~~

Finalmente, he de referirme a la insuficiencia de las sanciones. La política de severidad que ha guiado el trabajo de la Comisión de Expertos obligaba también a meter el bisturí en este plano de la regulación del deber de lealtad agravando las sanciones civiles previstas en nuestras leyes, que se limitan a establecer la obligación de reparar los daños. La lógica de esta pieza se descubre con facilidad desde la óptica de la teoría económica de las sanciones, que –en síntesis extrema– se asienta sobre la relación inversa entre probabilidad de detección y magnitud de la sanción, a efectos de lograr la disuasión o prevención óptima. Bajo esta perspectiva y partiendo de la premisa indiscutible de que las contravenciones del deber de lealtad se efectúan de ordinario de manera discreta

6 B. BLACK, M. BARRY, T.J. O'BRIEN Y Y. MOOSHIN, «Corporate Governance in Korea at the Millennium: Enhancing International Competitiveness (Final Report and Legal Reform Recommendations to the Ministry of Justice of the Republic of Korea)», *Journal of Corporation Law*, 2001, p. 600.

y por medio de estructuras creativas dotadas a menudo de un propósito empresarial plausible, se comprende sin esfuerzo que el potencial preventivo de la amenaza de tener que abonar solamente los daños infligidos a la sociedad puede ser insuficiente, máxime si se incorpora al cálculo la dificultad de probarlos y cuantificarlos. Por ello, con el fin de compensar la menor probabilidad de detección de los casos de *misappropriation*, resultaba conveniente elevar el volumen de la sanción. La vía seguida ha consistido en obligar al administrador responsable no sólo a reparar el daño causado, sino también a devolver el beneficio que le haya procurado la violación de su deber de lealtad (artículo 227.2 LSC). De este modo –sumando la restitución del lucro propio a la indemnización del daño ajeno–, se logra, en efecto, el fin deseado, que es elevar el precio de la deslealtad.

A decir verdad, resulta extraño que nuestra legislación tradicional de sociedades anónimas y, en general, la de los ordenamientos de nuestro entorno continental no hayan reparado en esta exigencia, que dicta la intuición común y tan asentada está en la tradición anglosajona. El *Informe Aldama* ya se había hecho eco de ello de manera elocuente:

«...en los casos de violación de los deberes de lealtad se producen situaciones especialmente frustrantes desde el punto de vista de los inversores y de la opinión pública cuando las medidas legales adoptadas respecto del administrador infiel no consiguen la devolución de las cantidades con que se han enriquecido ilícitamente. La Comisión entiende que este tema excede del mandato recibido, pero no puede dejar de expresar su preocupación al respecto y su deseo de que esta situación sea tratada adecuadamente».

La explicación de la anomalía ha de buscarse, una vez más, en el diseño del entero régimen de responsabilidad de los administradores sobre el modelo o patrón de las faltas de negligencia. No se diga por ello –como he oído decir a algún comentarista– que la anomalía está en la previsión de devolución del lucro que ahora incorpora el Anteproyecto. No se trata de ninguna importación de una institución anglosajona alejada o extraña a nuestra tradición continental. Siempre he pensado que, a pesar del clamoroso silencio de la legislación sobre sociedades de capital, nuestros sistemas de derecho privado ofrecen base más que

suficiente para extender el aparato sancionatorio de la doctrina del enriquecimiento injusto a las hipótesis que nos ocupan. Desde luego, la extensión se revela francamente hacedera en el derecho español, como viene poniendo de relieve la doctrina especializada, cuyos esfuerzos durante estos últimos años se han dirigido a buscar las vías para obligar al administrador infiel a repatriar a la sociedad el beneficio que haya podido conseguir mediante la violación de sus deberes de lealtad. Desde el punto de vista jurídico-positivo, el camino se ha encontrado a través de la aplicación analógica a todas o casi todas las violaciones del deber de lealtad (operaciones vinculadas, oportunidades de negocios, *insider trading*, etc.) de las reglas contenidas en los artículos 1683 CC y 136 C de C, que disponen la restitución del lucro en el caso de violación por el socio de su obligación de no competencia, una obligación que, como todo el mundo sabe, tiene su norma matriz en el deber general de fidelidad. La misma inspiración está también detrás del artículo 1720 CC. No puede sostenerse por ello que la devolución del enriquecimiento es «una planta exótica que no puede florecer en el suelo patrio».

No hace falta decir, que al lado las sanciones propias del sistema de responsabilidad a que he aludido, subsisten los remedios generales contra los actos desleales que procedan en cada caso: (i) acciones de impugnación, dirigidas a obtener la anulación de un acuerdo del Consejo o, en su caso, de la Junta general que contradiga los deberes de lealtad de los administradores o accionistas de referencia (normalmente habrá de instrumentarse a través del concepto de infracción del «interés social», cuya fenomenología extiende ahora el Anteproyecto a la lesión injustificada del interés del accionista minoritario: v. artículo 204.1 II LSC); (ii) acciones de nulidad, encaminadas a obtener la anulación de concretas operaciones que hayan sido realizadas contraviniendo las reglas derivadas del deber de lealtad; y (iii) acciones de cesación y remoción, cuya finalidad es obtener del Juez una resolución que ordene el cese de actividades prohibidas por el deber de lealtad –por ej., una actividad competitiva– o la remoción de los efectos causados por ellas. Esto, que es de cajón, no siempre se ha admitido en nuestra experiencia jurídica. Por eso ha tenido que incluirse en la reforma un nuevo artículo 232 para recordatorio de desmemoriados.

Termino. «*Si la honestidad no fuera un deber, sería un cálculo*» decía Emilia Pardo Bazán, creo recordar que por boca de un personaje de

los *Cuentos de Marineda*. Pues bien, la misma lección saco yo de estas reflexiones que he compartido esta tarde con vosotros sobre la anatomía del deber de lealtad. En efecto, si la lealtad no fuera un deber, sería un cálculo puramente capitalista para incrementar el retorno de la inversión. Los propios *insiders* como categoría resultarían también beneficiados de su más eficaz implantación y *enforcement* al ver incrementado el valor de sus participaciones y rebajado el coste de capital de sus empresas. Y es que cualquier reducción de ese casi obscuro descuento del 18'5% con que cotizan en nuestros mercados las acciones sería una magnífica noticia para todos<sup>7</sup>.

Muchas gracias por vuestra atención

---

<sup>7</sup> Buena parte de las ideas aquí expresadas están desarrolladas en C. PAZ-ARES, *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Fundación de Estudios Registrales, Madrid 2007.



## Retorno a la impugnación de los acuerdos de la junta de accionistas

~~PROFESOR DR.-D.~~ ANTONIO PERDICES HUETOS

*Catedrático de Derecho Mercantil.  
Universidad Autónoma de Madrid*

### **I. EL ABANDONO APARENTE DE LA NULIDAD Y LA ANULABILIDAD COMO CATEGORÍAS DOGMÁTICAS EN RELACIÓN A LA INVALIDEZ DE LOS ACUERDOS SOCIALES**

La siguiente exposición tiene una finalidad muy limitada en relación a la inminente reforma que va a verificarse en la ley de sociedades de capital como consecuencia del informe de la comisión de expertos del ministerio de economía y competitividad. Pretendemos en concreto poner el foco sobre lo que se presenta como el trascendental paso de abandonar la tradicional dicotomía legal entre acuerdos nulos y anulables para pasar a una nueva tipología que parece prescindir en absoluto de esas tradicionales y equívocas reminiscencias contractuales. De lo que se trata a continuación es de verificar si con ello realmente se está dando un giro a las bases del régimen tradicional de impugnación de acuerdos sociales o si, por el contrario, esta reforma es original sólo el sentido de volver a los orígenes de nuestro moderno derecho de sociedades, allá por las postrimerías de los años cuarenta del siglo pasado. Pues bien, a nuestro juicio, y de la mano de los nombres más prestigiosos de lo que se ha dado en llamar la moderna escuela del derecho mercantil, podemos adelantar aquí que, sustancialmente, esto último es lo que produce: a saber, una vuelta a los orígenes del régimen que se proyectó allá por 1947 para la sociedad anónima.

En efecto, la comisión de expertos del ministerio de economía y competitividad, a la hora de estudiar y reformar el régimen en materia de impugnación, parte de una intuición fundamental; a saber, la inveterada, injustificada y artificiosa distinción entre acuerdos nulos y acuerdos anulables. Así, se indica de forma expresa que:

*«De lo que se trata es de corregir los defectos y los excesos de la normativa actual, buena parte de los cuales proceden de una diferenciación artificial entre acuerdos nulos y acuerdos anulables, a los que se ligan consecuencias jurídicas muy diferentes y difícilmente justificables»<sup>1</sup>.*

La indicada sería así la causa de conclusiones indebidas en cuanto a plazo y a legitimación, generando a la luz del deseable buen gobierno corporativo problemas tanto por exceso como por defecto: por defecto ya que no se plantean todas las impugnaciones que serían deseables como forma de control de la base propietaria sobre las propuestas del consejo a la junta; por exceso, en la medida en que una excesiva litigiosidad puede generar situaciones estratégicas respecto al correcto funcionamiento de la sociedad.

De entrada, no creemos que esa sea distinción la causa de todos los males del régimen de impugnación; pero es que, a continuación, nos tememos que el problema es que muy posiblemente esta distinción no fue caprichosa en su inicio ni es tan artificial como parece. Si se quiere, pudo ser desafortunada desde un punto de vista de estricta dogmática jurídico-gramatical –si se nos permite la expresión–, pero reflejaba, y aun lo hace, una realidad sentida tanto en el ordenamiento alemán del que tomamos pie hace setenta años como en la práctica de los supuestos de invalidez de acuerdos en junta. Y esa realidad eso no es otra cosa que la obviedad de que *hay unos supuestos de invalidez de los acuerdos sociales más graves que otros y que, por ende, unos y otros deben tener un diverso tratamiento tanto en su legitimación como en el plazo de su impugnabilidad*.

Es por eso, sin duda de forma inadvertida, que el propio informe de la comisión de expertos, a pesar de abjurar de ella, deja deslizar la noción de nulidad radical –y por ende también la otra, la que no es radical– en su propio texto al indicar que:

1 Vid. *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas*, Madrid, 14 de octubre de 2013, en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CEGC\\_EstModif\\_20131014.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CEGC_EstModif_20131014.pdf), p. 28

*«La cuarta medida es ampliar el supuesto de los acuerdos radicalmente nulos por contrariedad al orden público, incluidos no solo aquellos que lo son por su causa o contenido, sino también por las circunstancias en que se adoptan»*<sup>2</sup>.

Y es que, lógicamente, la comisión de expertos no es la primera que se ha dado cuenta que esa dicotomía nulo y anulable no era más que una forma de hablar poco afortunada pero inevitable. No en vano, el maestro GARRIGUES, que da nombre a esta cátedra de ICADE, ya tuvo ocasión de decir que *«[e]l ideal sería hacer de toda invalidez de un acuerdo social causa de simple impugnación [...]»*<sup>3</sup>, si bien acto seguido y en ese mismo lugar señalaba que *«[...] al mismo tiempo se ha tenido que reconocer que era un ideal irrealizable ese de renunciar a la nulidad [...]»*.

Pues bien, como la propia comisión parece confesar haciendo buena la anterior predicción, hasta para ella es irrealizable ese ideal debiendo admitir que los acuerdos contrarios al orden público son radicalmente nulos. Y si eso es así, y la nueva redacción de la ley de sociedades de capital renuncia a la terminología de nulidad y anulabilidad y pasa a distinguir entre acuerdos impugnables y acuerdos contrarios al orden público, como veremos, se habrá cerrado con ello un círculo que nos devolverá tal vez con sorpresa para nuestra débil memoria histórica a los trabajos preparatorios de la ley de sociedades anónimas de 1951.

## II. NULIDAD Y ANULABILIDAD EN LA EVOLUCIÓN DE LA REGULACIÓN POSITIVA DE LA INVALIDEZ DE LOS ACUERDOS SOCIALES Y SU RÉGIMEN DE IMPUGNACIÓN

Para comprobar la intuición anterior, vamos a proceder a realizar una breve exposición acerca de la evolución del régimen de impugnación de acuerdos sociales en España y cómo acaso de forma poco perceptible hemos llegado a la situación actual previa a la reforma.

Esa intuición fundamental no es otra que la distinción obvia entre supuestos de invalidez de acuerdos sociales de diversa intensidad o gravedad, diversidad que se traduce en una más amplia legitimación y un mayor plazo de impugnación para aquellas que son más graves.

<sup>2</sup> Vid., *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas*, cit., p. 19

<sup>3</sup> Vid., J. GARRIGUES, EN J. GARRIGUES Y R. URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, 3ª ed. 1976, p. 751

Como se verá, los diferentes legisladores han jugado siempre con esos mimbres, partiendo de esa *summa divisio* entre una invalidez general y una cualificada y alterando de forma no siempre justificable plazos y requisitos de legitimación.

Sin duda la pura y simple transcripción uno tras otro de los textos legales es la mejor forma de que el lector compruebe lo que decimos; de ahí su reproducción.

## 1. EL PROYECTO DE LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS DE 1947

La impugnación de acuerdos sociales, como todo, empezó por no existir ni en los códigos de comercio españoles (C de C) ni en las leyes de sociedades por acciones o anónimas del siglo XIX –ley de sociedades por acciones de 1848 y real decreto sobre sociedades anónimas en la Isla de Cuba de 1853–. Únicamente el artículo 156 C de C de 1885 hacía una breve referencia a «los acuerdos legítimos de la Junta» para imputar responsabilidad a los administradores. A ese clavo ardiendo es a lo que se aferró GARRIGUES para publicar en 1946, la obra fundante en esta materia bajo el título de «Nulidad e impugnabilidad de acuerdos sociales»<sup>4</sup>.

En esta obra se llevó a cabo la meritoria labor de, ante la inexistencia de un régimen de derecho positivo, proceder a importar la regulación en materia de impugnación de acuerdos sociales alemana (artículos 271-273 HGB 1885 y artículos 195 y siguientes de la Ley de Sociedades Anónimas alemana –AktG– de 1937), que con posterioridad, se traduciría en la Propuesta de Ley de Sociedades Anónimas de 1947. En Alemania, como señala GARRIGUES, y partiendo de un régimen común y general de impugnación en el HGB de 1885, la jurisprudencia creó un elenco de supuestos especialmente agravados que se calificaron de radicalmente nulos y que se codificaron en 1937 en el artículo 195 AktG como «supuestos de nulidad» –*Nichtigkeitstgründe*–, quedando los comunes o «supuestos de impugnación» en el 197 –*Anfechtungstgründe*–. En esta regulación propuesta en 1947 y sobre la base alemana indicada, interesa destacarlo, no se incluía el término «anulable», sino el de «impugnable», y frente al mismo se contraponía el término «nulo». De

4 Vid., J. GARRIGUES, «Nulidad e impugnabilidad de acuerdos sociales», *Revista de Derecho Mercantil*, 1946, pp. 415 y ss., que luego recogería en su *Tratado de Derecho Mercantil*, Tomo I., -Vol-2º, Madrid, 1947, nº 418, pp. 1007 y ss.

ese modo, eran acuerdos impugnables los contrarios a las leyes, orden público, las buenas costumbres, las bases sociales y los derechos de los socios. Eran nulos por su lado y de forma específica los acuerdos contrarios a las leyes, el orden público y las buenas costumbres. La legitimación en el primer caso le correspondía a los socios que no hubieran votado a favor, los ausentes o excluidos; en el segundo caso les correspondía a todos los socios, administradores y terceros interesados. En los impugnables el plazo de ejercicio era de tres meses; sin embargo, no había plazo de caducidad en los nulos.

*«Artículo 68. Podrán ser impugnados, según las normas y dentro de los plazos establecidos en los artículos siguientes, los acuerdos sociales que sean contrarios a la Ley, el orden público o las buenas costumbres, se opongan a los Estatutos, vulneren las bases esenciales de la sociedad, lesionen los derechos de los accionistas o lesionen, en beneficio de uno o varios de estos los intereses de la Sociedad.*

*Asimismo serán impugnables los acuerdos en que la mayoría necesaria para adoptarlos se haya obtenido por la concurrencia de votos que no debieron emitirse en razón de un interés, propio o ajeno, que estuviere en pugna con el interés social.*

*Artículo 69. La acción de impugnación de los acuerdos a que se refiere el artículo anterior, deberá ejercitarse en el plazo de tres meses, a partir de la fecha de su inscripción en el Registro, si la ley la exigiere y en otro caso dentro de los seis meses siguientes a la fecha del acuerdo.*

*No quedan sometidas a estos plazos de caducidad las acciones de nulidad de los acuerdos contrarios a la Ley, al orden público o a las buenas costumbres.*

*Artículo 70. Sólo están legitimados para el ejercicio de las acciones de impugnación a que se refiere el párrafo primero del artículo anterior los accionistas ausentes, los concurrentes a la junta que no hubieran votado en ella a favor del acuerdo y los que hayan sido ilegítimamente privados de emitir su voto.*

*Para el ejercicio de las acciones a que se refiere el párrafo segundo del mismo artículo están legitimados todos los accionistas, los administradores de la sociedad, en nombre de ésta, y los terceros que*

*demuestren un interés suficiente. Los administradores sólo podrán ejercitar estas acciones en nombre propio cuando el acuerdo fuese determinante de responsabilidad para ellos».*

Nótese que el proyecto sólo de pasada se refiere en el artículo 69 II a «acciones de nulidad» frente al régimen de impugnación general del párrafo primero de esa norma, como es lógico a la luz de las grandes reservas que el propio GARRIGUES mostraba para aplicar las reglas del derecho contractual a los acuerdos sociales<sup>5</sup>. Y es de destacar que aunque el propio GARRIGUES en sus trabajos académicos acaba por confundir las nociones de impugnabilidad y anulabilidad en contraposición a la de nulidad, esa falta de rigor nunca se trasladó al texto legal, que obstinado, sólo hablaba de *impugnabilidad* (artículos 68, 69 I y 70) y sólo y casi de pasada de *nulidad* (artículo 69 II)<sup>6</sup>.

## 2. LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS DE 1951

Lo visto en el proyecto de 1947 se traslada a ley de 1951 sin hacerse, una vez más, referencia legal alguna a acuerdos anulables. De ese modo, y como en su proyecto, en la ley de anónimas de 1951 se habla sólo y por encima de acuerdos nulos y acuerdos impugnables. Así, son acuerdos impugnables los contrarios a la ley y los estatutos, y son nulos –*rectius*, se pueden someter a acciones de nulidad– sólo los contrarios a la ley. La legitimación para impugnar los primeros se atribuye a los socios que se hubieran opuesto expresamente, a los ausentes y a los excluidos. En el segundo supuesto, les correspondía la legitimación a socios y administradores, en este caso, actuando en nombre propio y no de la sociedad, y se excluía a terceros interesados. En la ley de 1951, no se admite a los terceros, ya que no tienen relevancia los acuerdos sociales hasta que el acto se exterioriza en el mercado<sup>7</sup>. El plazo de impugnación es de cuarenta días en los simplemente impugnables y para los sometidos a acciones de nulidad no se prevé plazo alguno.

5 Vid., J. GARRIGUES, *Tratado*, T. I, Vol. 2º, *cit.*, p. 1101. No obstante, *ibid.* en pp. 1013 y ss. se deja llevar por la simplicidad y por la dicotomía entre nulos y anulables, pero sin que eso llegara a trascender a la ley.

6 Por cierto, de forma un tanto clarividente anticipa el proyecto de 1947 que serían impugnables los acuerdos “que lesionen los derechos de los accionistas” en lo que se podría considerar una anticipación de lo que ahora serán los acuerdos impugnables por abuso de la mayoría.

7 Vid., el argumento en J. RUBIO, *Derecho de sociedades anónimas*, Madrid 1974, p. 262.

*«Artículo 67. Podrán ser impugnados, según las normas y dentro de los plazos establecidos en los artículos siguientes, los acuerdos sociales que sean contrarios a la Ley, se opongan a los Estatutos o lesionen, en beneficio de uno o varios accionistas, los intereses de la Sociedad.*

*La sentencia que estime la acción producirá efectos frente a todos los accionistas, pero no afectará a los derechos adquiridos de buena fe por los terceros a consecuencia del acuerdo impugnado.*

*Artículo 68. La acción de impugnación de los acuerdos a que se refiere el artículo anterior, deberá ejercitarse en el plazo de cuarenta días, a partir de la fecha del acuerdo. Si éste fuere objeto de inscripción en el Registro, la impugnación podrá realizarse también dentro del mes siguiente a la fecha en que la inscripción tenga lugar.*

*No quedan sometidas a estos plazos de caducidad las acciones de nulidad de los acuerdos contrarios a la Ley, que podrán ejercitarse pasados esos plazos por el procedimiento del juicio declarativo ordinario.*

*Artículo 69. Están legitimados para el ejercicio de las acciones de impugnación los concurrentes a la Junta que hubiesen hecho constar en acta su oposición al acuerdo impugnado, los accionistas ausentes y los que hayan sido ilegítimamente privados de emitir su voto. Para el ejercicio de las acciones a que se refiere el párrafo segundo del artículo anterior están legitimados todos los accionistas y los administradores en su propio nombre, aunque no sean accionistas».*

Como se ve, las pocas diferencias que se observan en relación al texto del proyecto se basan, resumidamente, en suprimir la contrariedad al orden público y las buenas costumbres como causa de nulidad, al menos *expressis verbis* (*vid., infra* III-); y, por otro lado, en reducir el plazo de las acciones de impugnación de tres meses a cuarenta días.

También se exige ahora a los socios presentes su oposición en acta al acuerdo impugnado. Y, como se indicó, se excluye a los terceros de legitimación respecto a los acuerdos nulos, permitiendo a los administradores la impugnación en su propio nombre sin exigir que el acuerdo les afecte personalmente.

### 3. EL TEXTO REFUNDIDO DE 1989, EL ANTEPROYECTO DE SOCIEDADES MERCANTILES DE 2002 Y LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL DE 2010

El siguiente gran hito legal se produce en 1989 con el texto refundido de la ley de sociedades anónimas. Es precisamente en ese momento cuando por primera vez se distingue legalmente entre acuerdos nulos y acuerdos anulables, dando entrada en el derecho positivo de forma didáctica y asertiva a lo que hasta la fecha era una distinción manejada en doctrina y jurisprudencia pero que carecía de apoyo normativo expreso.<sup>8</sup> Así, de acuerdo con este texto refundido son acuerdos anulables los contrarios a los estatutos y al interés social en beneficio de los socios y son nulos los contrarios a la ley, introduciéndose la posibilidad de su retirada o sustitución (artículo 115.3 LSA). En la legitimación se mantiene el mismo régimen, aunque el caso de los acuerdos nulos se vuelve a dar legitimación a los terceros interesados. El plazo de ejercicio, en fin, pasa a ser de cuarenta días para los anulables y de un año para los nulos, salvo para los contrarios al orden público, que no tenían plazo previsto para su impugnación.<sup>9</sup>

*Artículo 115. Acuerdos impugnables. 1. Podrán ser impugnados los acuerdos de las juntas que sean contrarios a la Ley, se opongan a los estatutos o lesionen, en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad.*

*2. Serán nulos los acuerdos contrarios a la Ley. Los demás acuerdos a que se refiere el apartado anterior serán anulables.*

*3. No procederá la impugnación de un acuerdo social cuando haya sido dejado sin efecto o sustituido válidamente por otro.*

*Si fuere posible eliminar la causa de impugnación, el Juez otorgará un plazo razonable para que aquella pueda ser subsanada.*

*Artículo 116. Caducidad de la acción.*

<sup>8</sup> Por muchos, vid., R. URÍA MERUÉNDANO, *Derecho Mercantil*, 10ª ed., Madrid 1975, pp. 254-255

<sup>9</sup> Conforme, por cierto, a lo previsto en la ley de sociedades anónimas alemana de 1965, que en esencia recoge la de 1937 en este punto (artículos 241 y ss. AktG).

1. *La acción de impugnación de los acuerdos nulos caducará en el plazo de un año. Quedan exceptuados de esta regla los acuerdos que por su causa o contenido resultaren contrarios al orden público.*

2. *La acción de impugnación de los acuerdos anulables caducará a los cuarenta días.*

3. *Los plazos de caducidad previstos en los apartados anteriores se computarán desde la fecha de adopción del acuerdo y, si fuesen inscribibles, desde la fecha de su publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil.*

*Artículo 117. Legitimación. 1. Para la impugnación de los acuerdos nulos están legitimados todos los accionistas, los administradores y cualquier tercero que acredite interés legítimo.*

2. *Para la impugnación de acuerdos anulables están legitimados los accionistas asistentes a la junta que hubiesen hecho constar en acta su oposición al acuerdo, los ausentes y los que hubiesen sido ilegítimamente privados del voto, así como los administradores.*

3. *Las acciones de impugnación deberán dirigirse contra la sociedad. Cuando el actor tuviese la representación exclusiva de la sociedad y la junta no tuviere designado a nadie a tal efecto, el Juez nombrará la persona que ha de representarla en el proceso, entre los accionistas que hubieren votado a favor del acuerdo impugnado.*

4. *Los accionistas que hubieren votado a favor del acuerdo impugnado podrán intervenir a su costa en el proceso para mantener su validez.*

Sobre esos mimbres se monta el malogrado Borrador de Anteproyecto de Código de Sociedades Mercantiles de 2002, que no obstante en esta materia parecía contentarse con cuestiones de estilo o de detalle –plazos, *dies a quo*, etc.–:

*Artículo 104.- Acuerdos impugnables. 1. Son impugnables los acuerdos de socios que sean contrarios a la Ley, se opongan a los estatutos o lesionen o sean susceptibles de lesionar el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros.*

2. *Serán nulos los acuerdos contrarios a la Ley. Serán anulables los demás acuerdos a los que se refiere el apartado anterior.*

3. No será procedente la impugnación de un acuerdo social cuando haya sido dejado sin efecto o sustituido válidamente por otro.

*Artículo 105.- Caducidad de la acción de impugnación. 1. La acción de impugnación de los acuerdos nulos caducará en el plazo de un año. Quedan exceptuados de esta regla los acuerdos que por su causa o contenido resultaren contrarios al orden público.*

*2. La acción de impugnación de los acuerdos anulables caducará a los tres meses.*

*3. Los plazos de caducidad de los acuerdos, nulos o anulables, que no fueren inscribibles en el Registro mercantil se computarán desde la fecha de adopción del acuerdo, si hubiera sido adoptado en junta de socios, y desde la fecha de recepción de la copia del acta si el acuerdo hubiera sido adoptado por escrito.*

*4. Los plazos de caducidad de los acuerdos, nulos o anulables, inscribibles en el Registro mercantil se computarán desde la fecha de la publicación de los datos esenciales de la inscripción en el Boletín Oficial del Registro mercantil.*

*5. En el caso al que se refiere el apartado segundo del artículo 103, los plazos de caducidad se computarán, respecto de quien hubiera solicitado la certificación de los acuerdos y de las actas de la junta de socios, desde la fecha en que, practicada la diligencia preliminar, los administradores de la sociedad hubieren entregado la certificación al solicitante.*

*Artículo 106.- Legitimación para impugnar. 1. Para la impugnación de los acuerdos nulos están legitimados todos los socios, los administradores y cualquier tercero que acredite interés legítimo.*

*2. Para la impugnación de los acuerdos anulables están legitimados los socios que no hubieran votado a favor del acuerdo adoptado, así como cualquier administrador.*

*3. Las acciones de impugnación deberán dirigirse contra la sociedad. Cuando el demandante tuviese la representación exclusiva de la sociedad, el Juez que conozca de la impugnación nombrará a la persona que haya de representarla en el proceso entre los socios que hubieran votado a favor del acuerdo impugnado*

Finalmente, el texto refundido de la ley de sociedades de capital, acaso a la vista de su mera tarea refundidora, se contentó con repetir el texto del a su vez también texto refundido de 1989 en esta materia sin novedades perceptibles.

*Artículo 204 Acuerdos impugnables 1. Son impugnables los acuerdos sociales que sean contrarios a la ley, se opongan a los estatutos o lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros*

*2. Serán nulos los acuerdos contrarios a la ley. Los demás acuerdos a que se refiere el apartado anterior serán anulables.*

*3. No será procedente la impugnación de un acuerdo social cuando haya sido dejado sin efecto o sustituido válidamente por otro.*

*Artículo 205 Caducidad de la acción de impugnación 1. La acción de impugnación de los acuerdos nulos caducará en el plazo de un año. Quedan exceptuados de esta regla los acuerdos que por su causa o contenido resultaren contrarios al orden público.*

*2. La acción de impugnación de los acuerdos anulables caducará a los cuarenta días.*

*3. Los plazos de caducidad previstos en los apartados anteriores se computarán desde la fecha de adopción del acuerdo y, si fuesen inscribibles, desde la fecha de su publicación en el «Boletín Oficial del Registro Mercantil».*

*Artículo 206 Legitimación para impugnar 1. Para la impugnación de los acuerdos nulos están legitimados todos los socios, los administradores y cualquier tercero que acredite interés legítimo.*

*2. Para la impugnación de acuerdos anulables están legitimados los socios asistentes a la junta que hubiesen hecho constar en acta su oposición al acuerdo, los ausentes y los que hubiesen sido ilegítimamente privados del voto, así como los administradores.*

*3. Las acciones de impugnación deberán dirigirse contra la sociedad. Cuando el actor tuviese la representación exclusiva de la sociedad y la junta no tuviere designado a nadie a tal efecto, el juez nombrará la persona que ha de representarla en el proceso, entre los socios que hubieren votado a favor del acuerdo impugnado.*

*4. Los socios que hubieren votado a favor del acuerdo impugnado podrán intervenir a su costa en el proceso para mantener su validez.*

#### 4. LA PROPUESTA DE CÓDIGO MERCANTIL DE 2013

La propuesta de Código Mercantil de 2013 (PCM), a pesar de no estar sometida a las ataduras de los anteriores trabajos refundidores, mantiene y aquilata la distinción legal entre acuerdos nulos y anulables, pero recuperando expresamente la supracategoría de la impugnabilidad y adoptando medidas para limitar la litigación estratégica o abusiva. Así, se determina que los acuerdos impugnables por contrariedad a la ley, los estatutos o el interés social (artículo 214-11) podrán ser nulos –en los casos más graves que se encarga de tipificar el artículo 214-12– y anulables en el resto de casos (artículo 214-13). No serán impugnables, en fin, conforme al artículo 214-14 aquellos acuerdos que no superen la prueba de resistencia<sup>10</sup>.

Especial interés presenta para el objeto de nuestro estudio el que se recogiese en el proyecto una vieja aspiración de nuestra doctrina: a saber, una enumeración de actos nulos al modo alemán que diera fijeza y certeza a la distinción. De ese modo, el artículo 214-12 venía a recoger un número cerrado de supuestos de nulidad y que eran, en esencia, los acuerdos ficticios [214-12 a)], los acuerdos que suponen una grave vulneración de las normas [214-12 b)-d)], y los contrarios al orden público por su causa o su contenido [214-12 e)]<sup>11</sup>. De ese modo, el orden público en el Código Mercantil vendría a ser una cláusula de cierre de los supuestos de nulidad. Por el resto, para la impugnación de los acuerdos nulos se admite a cualquier tercero con interés legítimo, a los administradores y a los socios que lo fueran antes del acuerdo, mientras que los anulables se someten a la consideración del cómputo de minoría como un derecho de la misma con resarcimiento en caso no llegar a ese umbral. Dado el objeto de esta exposición no cuestionamos la justicia material de esa solución, que si bien se mira parece pasar por resarcir a unos socios

<sup>10</sup> Lo que por cierto siempre ha sido pacífico entre nosotros; vid., R, GAY DE MONTELLÁ, *Tratado de compañías anónimas*, , Barcelona 1941, pp. 212-213, citando la sentencia del Tribunal Supremo de 15 de diciembre de 1890.

<sup>11</sup> Vid., a propósito del sistema de impugnación diseñado en la Propuesta de Código Mercantil, J. QUIJANO, «Ideas generales y reforma del sistema de impugnación español de los acuerdos sociales», en *La Notaría*, 2 (2013), pp. 60 y ss., disponible en formato electrónico en la página web de la revista.

el daño causado por un acuerdo ilegal que se reconoce como tal pero que se debe mantener porque esos socios no son bastantes para que esa ilegalidad provoque su efecto propio que es la remoción del acuerdo...

Los plazos de impugnación, en fin, quedan como en el régimen que dispuso el Anteproyecto de 2002, pasando los anulables de cuarenta días a tres meses.

*Artículo 214-11. Acuerdos impugnables 1. Son impugnables los acuerdos sociales que sean contrarios a la ley, se opongan a los estatutos o lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros. Se rigen por normas especiales la impugnación de los acuerdos sobre las cuentas anuales y sobre las modificaciones estructurales de la sociedad.*

*2. No será procedera la impugnación de un acuerdo social cuando haya sido dejado sin efecto o sustituido válidamente por otro.*

*Artículo 214-12. Acuerdos nulos Son nulos los siguientes acuerdos:*

*a) Los ficticios, los falsos y los adoptados por órgano pretendidamente universal al que no haya concurrido alguno de los miembros.*

*b) Los adoptados con infracción grave de los requisitos legales o estatutarios para la convocatoria o la constitución del órgano o para la adopción del acuerdo, así como los adoptados sin que el asunto conste en el orden del día.*

*c) Los adoptados con violación grave del derecho de información.*

*d) Los acuerdos contrarios a los principios configuradores del tipo social de que se trate, los que infrinjan las normas esenciales de protección de los acreedores sociales y los que lesionen gravemente un derecho del socio.*

*e) Los acuerdos que por su causa o contenido sean contrarios al orden público.*

*Artículo 214-13. Acuerdos anulables Son acuerdos anulables los demás acuerdos contrarios a la ley o a los estatutos sociales y los que lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o terceros.*

*Artículo 214-14. Acuerdos inimpugnables Los acuerdos sociales no podrán ser impugnados:*

a) *Por la participación en la reunión de personas no legitimadas, salvo que esa participación hubiera sido determinante para la válida constitución del órgano.*

b) *Por la invalidez de uno o varios votos o por el cómputo erróneo de los emitidos, salvo que el voto inválido o el error de cómputo hubieran sido determinantes para la consecución de la mayoría exigible.*

*Artículo 214-15. Caducidad de la acción de impugnación 1. La acción de impugnación de los acuerdos nulos caducará en el plazo de un año. Quedan exceptuados de esta regla los acuerdos que por su causa o contenido resultaren contrarios al orden público.*

*2. La acción de impugnación de los acuerdos anulables caducará a los tres meses.*

*3. Los plazos de caducidad de la acción de impugnación se computarán desde la fecha de adopción del acuerdo, si hubiera sido adoptado en junta de socios, y desde la fecha de recepción de la copia del acta si el acuerdo hubiera sido adoptado por escrito. Si los acuerdos se hubieran inscrito, los plazos de caducidad de la acción de impugnación se computarán también desde la publicación de los datos esenciales de la inscripción en el Boletín Oficial del Registro Mercantil.*

*4. En el caso de que los administradores no expidieran la certificación de los acuerdos sociales, los plazos de caducidad se computarán, respecto de quien hubiera solicitado la certificación de los acuerdos y de las actas de la junta de socios, desde la fecha en que, practicada la diligencia preliminar, los administradores de la sociedad hubieren entregado la certificación al solicitante.*

*Artículo 214-16. Legitimación para impugnar 1. Para la impugnación de los acuerdos nulos están legitimados todos los socios que hubieran adquirido tal condición antes de la adopción del acuerdo, los administradores y cualquier tercero que acredite interés legítimo.*

*2. Para la impugnación de los acuerdos anulables están legitimados los socios indicados en el apartado anterior que, no habiendo votado a favor del acuerdo, sean socios de una sociedad de personas o, en las sociedades de capital, tengan individual o conjuntamente la condición de minoría, así como los administradores. En las sociedades*

*de capital, los estatutos podrán reducir la porción de capital exigible para impugnar los acuerdos anulables.*

*Los socios no legitimados tendrán derecho al resarcimiento del daño que les haya ocasionado el acuerdo impugnado.*

*3. No podrá alegar defectos de forma en el proceso de adopción del acuerdo quien hubiera tenido ocasión de denunciarlos en el momento oportuno.*

*4. Las acciones de impugnación deberán dirigirse contra la sociedad. Cuando el demandante tuviese la representación exclusiva de la sociedad, el juez que conozca de la impugnación nombrará entre los socios que hubieran votado a favor del acuerdo impugnado a la persona que haya de representarla en el proceso.*

### **III. EL OCASO DE LA NULIDAD Y LA ANULABILIDAD: LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN DE EXPERTOS DE OCTUBRE DE 2013**

No vamos a entrar en este momento, dado lo limitado de nuestro objeto, a considerar todos los aspectos de la reforma en ciernes, que son sustanciosos. Así, merecería mención propia la regulación expresa del abuso de derecho de la mayoría –o desviación del poder si se quiere– del artículo 204.1 II LSC. Del mismo modo merecería tal tratamiento monográfico el ámbito de la inimpugnabilidad del artículo 204.3 LSC, que se amplía mirando al derecho comparado, al alemán en concreto, respecto al artículo 214-14 PCM.

Pero lo que llama nuestra atención a primera vista, y sobre lo que la propia comisión se encarga de llamar la atención pública, es sobre la superación definitiva de la dicotomía nulidad-anulabilidad. Dicotomía cuya raigambre legal, no se olvide, se remonta sólo a 1989.

En este punto, la propuesta de la comisión de expertos, prevé que son impugnables los contrarios a las leyes, a los estatutos, al reglamento de la Junta, y al interés de la sociedad incluyendo en él el abuso de mayoría. Frente a esos acuerdos impugnables comunes se alzan aquellos que lo son por contrariedad al orden público, supuesto que por cierto se amplía haciendo referencia no sólo como hasta ahora a los que lo son por sus causas y contenido (cfr. artículo 205.1 LSC) sino también a los

que lo son por sus circunstancias. En lo tocante a la legitimación, sólo llama algo la atención la genérica capacidad procesal de cualquier tercero en los casos de contrariedad al orden público, sin necesidad al menos expresa de alegar interés alguno. Del mismo modo, en sede de impugnabilidad común, la adquisición de la condición de socio se adelanta de la adopción del acuerdo a la convocatoria del órgano, lo que tal vez en el caso de adquisiciones no voluntarias de acciones no parezca del todo justificable y en atención a lo cual el anteproyecto de ley corrige a la comisión retrasando el momento relevante a la adopción del acuerdo

En cuanto a plazos, como hacía *mutatis mutandis* el artículo 68 LSA 1951, sólo se prevén dos, un generoso año –frente a los tres meses de 1947 y los cuarenta días de 1951– para los impugnables comunes, ~~sin~~ sin plazo alguno para los contrarios al orden público.

*Artículo 204. Acuerdos impugnables 1. Son impugnables los acuerdos sociales que sean contrarios a la ley, se opongan a los estatutos o al reglamento de la junta de la sociedad o lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros.*

*La lesión del interés social se produce también cuando el acuerdo, aun no causando daño al patrimonio social, se impone de manera abusiva por la mayoría. Se entiende que el acuerdo se impone de forma abusiva cuando, sin responder a una necesidad razonable de la sociedad, se adopta por la mayoría para obtener un beneficio propio en detrimento injustificado de los demás socios.*

*2. No será procedente la impugnación de un acuerdo social cuando haya sido dejado sin efecto o sustituido válidamente por otro adoptado antes o después de interpuesta la demanda de impugnación.*

*3. Tampoco procederá la impugnación de acuerdos basada (a) en la mera infracción de los requisitos procedimentales, establecidos por la ley, los estatutos o los reglamentos de la junta y el consejo, para la convocatoria o la constitución del órgano o para la adopción del acuerdo, salvo que se trate de una infracción relevante; (b) en la incorrección o insuficiencia de la información facilitada por la sociedad en respuesta al ejercicio del derecho de información, salvo que la información incorrecta o no facilitada hubiera sido esencial para el ejercicio razonable, por parte del accionista o socio medio, del derecho de voto o de cual-*

*quiera de los demás derechos de participación; (c) en la participación en la reunión de personas no legitimadas, salvo que esa participación hubiera sido determinante para la válida constitución del órgano; y (d) en la invalidez de uno o varios votos, o por el cómputo erróneo de los emitidos, salvo que el voto inválido o el error de cómputo hubieran sido determinantes para la consecución de la mayoría exigible.*

*Artículo 205. Caducidad de la acción de impugnación 1. La acción de impugnación caducará en el plazo de un año. Quedan exceptuados de esta regla los acuerdos que por sus circunstancias, causa o contenido resultaran contrarios al orden público, que no caducan ni prescriben.*

*2. El plazo de caducidad previsto en el apartado anterior se computará desde la fecha de adopción del acuerdo y, si fuese inscribible, desde la fecha de su publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil.*

*Artículo 206. Legitimación para impugnar 1. Para la impugnación de los acuerdos sociales están legitimados los administradores, los terceros que acrediten un interés legítimo y los socios que hubieran adquirido tal condición antes de la convocatoria del órgano, siempre que representen, individual o conjuntamente, al menos el uno por ciento del capital.*

*Los estatutos podrán reducir los porcentajes de capital indicados y, en todo caso, los socios que no los alcancen tendrán derecho al resarcimiento del daño que les haya ocasionado el acuerdo impugnado.*

*Cualquier socio o tercero estará legitimado para impugnar los acuerdos que por sus circunstancias, causa o contenido resultaran contrarios al orden público.*

*2. Las acciones de impugnación deberán dirigirse contra la sociedad. Cuando el actor tuviese la representación exclusiva de la sociedad y la junta no tuviera designado a nadie a tal efecto, el juez nombrará a la persona que ha de representarla en el proceso, entre los socios que hubieran votado a favor del acuerdo impugnado.*

*3. Los socios que hubieran votado a favor del acuerdo impugnado podrán intervenir a su costa en el proceso para mantener su validez.*

4. *No podrá alegar defectos de forma en el proceso de adopción del acuerdo quien habiendo tenido ocasión de denunciarlos en el momento oportuno no lo hubiera hecho.*

Pues bien, y si bien se mira, este panorama, no es muy distinto al que páginas atrás se exponía a propósito del proyecto de 1947 y de la propia ley de 1951. En efecto, a partir de una impugnabilidad general de los acuerdos contrarios a la ley, a las reglas societarias y al interés social se destacan unos supuestos especialmente graves de invalidez, que antes se calificaban de nulidad y ahora de contrariedad al orden público.

A ello se debe sumar que, de un lado, la propia comisión, como vimos al principio, habla de nulidad radical al hablar de la contrariedad al orden público y, de otro, se debe tener en cuenta, como bien dijo el profesor GIRÓN en 1952, que la verdadera nulidad, tanto en el proyecto de 1947 como en la ley de 1951, lo era o venía provocada precisamente por contrariedad al orden público:

*«Por tanto puede aún servirnos de guía el texto del Anteproyecto [de 1947]: no toda infracción de Ley es causa de nulidad, porque la palabra Ley viene tomada en el sentido tradicional en nuestro ordenamiento para las nulidades: disposición legislativa cuyo fundamento estriba en razones de orden público (vid. CASTÁN, pág. 409 de t.III 7ª ed., y págs. 822 y sigs. de t. I, 7ª ed.)»<sup>12</sup>.*

Si eso es así, nos parece claro que la nueva regulación no ha aportado mucho en la práctica –sí tal vez dogmáticamente–; es más, se puede decir que hemos vuelto a la forma de ver el régimen de impugnación de acuerdos sociales tal y como lo entendía y propugnaba el propio GIRÓN ya en 1952, lo que desde luego es siempre garantía de solvencia científica. Eso sí, a diferencia de 1951 nos hemos dotado en la actualidad de un concepto de orden público más amplio, sin limitaciones de legitimación y plazo, con lo que es previsible que por razones evidentes, todo litigante vaya a alegar en su demanda que los acuerdos que impugna son contrarios al orden público. En efecto, el orden público ya no sólo se referirá al contenido o causa del acuerdo, sino también a sus circunstancias. Lo que a la tradicional pregunta acerca de qué era contrario al orden público por su causa o contenido (i) añade preguntarse por qué es contrario al orden público por sus circunstancias (ii).

12 J. GIRÓN TENA, *Derecho de sociedades anónimas*, 1952, pp. 318-319.

- (i) ¿qué es un acuerdo contrario al orden público por su causa o contenido? En este sentido, nuestro Tribunal Supremo nos da criterios que pueden calificarse como muy evanescentes e imprecisos. Si vemos la jurisprudencia de las Audiencias, se ha considerado como orden público en ciertos supuestos cuestiones tales como juntas universales simuladas, trato dispar a socios con las mismas participaciones, vulneración del derecho de información, privar al socio de la cuota de liquidación, primar del derecho de adquisición preferente, vulnerar el derecho fundamental al trabajo o a la libertad de empresa, etc.<sup>13</sup>
- (ii) ¿Qué es contrario al orden público por sus circunstancias? Pues bien: a nuestro juicio, por contrariedad al orden público por razón de las circunstancias se debe entender precisamente lo que disponía como causas de nulidad radical el nonato artículo 214.12 del Código Mercantil, siendo de ese modo radicalmente nulos o contrarios, circunstancialmente al orden público si se quiere, los acuerdos pertenecientes a cualquiera de los siguientes grupos o tipos: a) los ficticios, los falsos y los adoptados por órgano pretendidamente universal al que no haya concurrido alguno de los miembros, b) los adoptados con infracción grave de los requisitos legales estatutarios para la convocatoria o la constitución del órgano o para la adopción del acuerdo, así como los adoptados sin que el asunto conste en el orden del día, c) los adoptados con violación grave del derecho de información, d) los que resulten contrarios a los principios configuradores del tipo social de que se trate –sea lo que sea eso–, los que infrinjan las normas esenciales de protección de los acreedores sociales, y los que lesionen gravemente un derecho del socio<sup>14</sup>. No en vano la propia comisión como indicábamos al inicio indica que los supuestos más claros de nulidad radical son los contrarios al orden público.

13 Vid., como muestra el elenco que hace A. ESPINÓS BORRAS DE QUADRAS, *Impugnación de acuerdos sociales*, Barcelona 2007, pp. 53 y ss.

14 Así, mientras una junta inexistente se podía impugnar en el plazo de un año por cualquiera con interés legítimo conforme al Código Mercantil, ahora se puede impugnar por cualquiera en cualquier momento, eso sí, con los límites propios de la buena fe, en concreto del retraso desleal y de los propios actos.

#### IV. CONCLUSIÓN

Sesenta años de evolución del derecho español de sociedades, tanto del pensamiento doctrinal como de la jurisprudencia en esta materia, nos han devuelto finalmente, a través de la nueva reforma de buen gobierno y su incidencia en la ley de sociedades de capital, al punto de partida. Lo que no es de lamentar si ese punto era el correcto. Por lo demás, el artículo 208 de la ley de sociedades de capital pasa intacto al texto consolidado tras la reforma, y no olvidemos que el mismo determina que la impugnación con éxito de un acuerdo social determina su nulidad.

##### Artículo 208 Sentencia estimatoria de la impugnación

1. La sentencia firme que declare la nulidad de un acuerdo inscribible habrá de inscribirse en el Registro Mercantil. El «Boletín Oficial del Registro Mercantil» publicará un extracto.
2. En el caso de que el acuerdo impugnado estuviese inscrito en el Registro Mercantil, la sentencia determinará además la cancelación de su inscripción, así como la de los asientos posteriores que resulten contradictorios con ella.<sup>15</sup>

Es decir, que tanto si un acuerdo se impugna por contrariedad a la ley o los estatutos o si se impugna por contrariedad al orden público, lo que se pretende obtener y en su caso concederá el juez será la declaración de nulidad del acuerdo. Si eso es así, tampoco creemos errado decir que con la nueva redacción, cualquier impugnación de un acuerdo social por el motivo que sea será una acción dirigida a obtener la nulidad del mismo.

---

15 Por cierto, que se podía haber aprovechado para descargar al registrador de tener que determinar qué acuerdos son los contradictorios o especificar la doctrina registral reciente a propósito de los acuerdos de hecho –o acuerdos nulos que por afectar a terceros determinan la obligación de la sociedad de tomar uno de sentido contrario respetando la valdidez de los primeros–.

## Derechos de asistencia y representación en junta: la reforma española en el contexto de las corrientes globales de *proxy voting law*

~~PROFESOR DR.~~ JAVIER ~~WE~~NCESLAO IBÁÑEZ JIMÉNEZ

*Codirector de la Cátedra Garrigues de derecho de sociedades  
Profesor Propio de Derecho Mercantil (Universidad Pontificia Comillas)*

### I. PRELIMINAR

Buenas tardes y sean todos bienvenidos de nuevo a los seminarios de la Cátedra Garrigues, que hoy me corresponde autopresentar o, por mejor decir, presentar en solitario, en la medida en que suelo ~~presentar~~ al especialista en derecho de sociedades que dirige la ponencia, y en este caso me corresponde para tratar la materia de la propuesta de los expertos de 2013 relativa a los derechos de asistencia y representación en junta.

Manifiestaré mi satisfacción por la presencia en este seminario sobre la junta general de una representación de jóvenes estudiosos y estudiantes jurídicos interesados en profundizar en materias del derecho privado cruciales para el desenvolvimiento del sistema como las que comprende el derecho de sociedades, y asimismo por la asistencia y participación activa y continuada a lo largo de las sesiones, y también en la de hoy, de ilustres maestros mercantilistas como el profesor RECAL-DE CASTELLS, que nos acompañará en breve para tratar en otra sesión de diversos aspectos complementarios a la sesión de hoy, o el profesor PER-

DICES HUETOS, antiguo y aventajadísimo alumno de esta casa que también se pronunciará en otra sesión del seminario sobre el tratamiento de algunos problemas de la junta en la reforma que viene.

Sin más preámbulo dividiré la exposición en dos partes: la primera referida a la estructura del informe presentado por el comité de expertos sobre buen gobierno corporativo presentado públicamente el 14 de octubre de 2013 y difundido por la CNMV, y también una escueta crítica a algunos de los aspectos de ese informe que guardan relación con los derechos de asistencia y representación, focalizándome fundamentalmente en cuestiones que presentan en la práctica nuestras sociedades cotizadas. En una segunda parte me referiré al núcleo de las hipótesis y proposiciones de una teoría como la de los sistemas de relaciones con inversores que me parece pertinente traer al caso, para reflejar el estado actual de la normativa española, en relación con las corrientes internacionales globales imperantes en la regulación material de los sistemas de voto delegado.

Con recto criterio según creo, he hecho caso del consejo de la profesora FERNÁNDEZ y FERNÁNDEZ y he optado por no dar preferencia al barbarismo sobre los términos castizos y, así, emplearé el término voto delegado en lugar de *proxy voting*, por ser suficiente representativo y exacto para determinar el alcance de la cuestión que voy a exponer seguidamente, sintetizando una crítica a la propuesta de la comisión y de paso refiriéndome a algún aspecto de la Propuesta de Código Mercantil que ha de ver la luz en los próximos meses.

## **II. ASPECTOS RELATIVOS A LA REGULACIÓN DEL EJERCICIO DE LOS DERECHOS POLÍTICOS DE ASISTENCIA Y DELEGACIÓN DE VOTO EN LA REDACCIÓN DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL PREVISTA POR LA COMISIÓN DE EXPERTOS**

### **1. LEGITIMACIÓN PARA EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS DE ASISTENCIA Y VOTO POR LA MINORÍA**

A la generalidad de los miembros de la comisión de expertos de 2013, al debatir el tratamiento normativo que las sociedades cotizadas deberían dispensar en el futuro a la cuestión referente al ejercicio de

determinados derechos políticos, y en concreto el derecho de asistencia a la junta general, le parecía excesivo mantener como umbral de legitimación de capital social a tal efecto la ratio del uno por mil, en la medida en que tan aparentemente baja cuota porcentual, en determinadas sociedades, podría suponer un obstáculo para ejercer este derecho; y por eso ha preferido optarse por una referencia cuantitativa fija de mil títulos, que no es desde luego una cantidad impeditiva o muy limitante del ejercicio del derecho de asistencia. Especialmente, si se repara en que suficientes estudios empíricos sugieren que esta cantidad podría elevarse hasta 10000 títulos o más, sin que se resintiera la finalidad perseguida por los expertos, en la medida en que las minorías no avisadas por inversores institucionales destacados no suelen participar en campañas de renovación de administradores o auditores<sup>1</sup>. No obstante, desde el punto de vista del ejercicio del derecho de asistencia, parece una referencia de mínimos. Lo que en todo caso parece un acierto es sustituir el criterio porcentual por uno lineal y así ha quedado en la reforma el nuevo artículo 521 bis.

## 2. EJERCICIO DEL DERECHO DE ASISTENCIA A LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS Y DEBATE ELECTRÓNICO O A DISTANCIA

Se parte en la comisión de expertos de la premisa de que es necesario favorecer el debate interno corporativo –en la línea actual imperante internacionalmente, favorecedora de una mejor y más extensa participación de los socios en la formación de la voluntad de las sociedades cotizadas– y por eso el citado artículo, y otros concordantes, contemplan y regulan la posibilidad de que los asistentes mantengan en el seno de la junta un debate por medios electrónicos, tanto de forma directa como indirecta a través de representación. Este debate a distancia facilitado por dispositivos electrónicos reglados en las normas internas reguladoras del funcionamiento de la junta –o, en su caso, del órgano

1 Al respecto es ilustrativo el caso del fondo libre londinense Algebris Global Financials Master Fund, que en 2008 fracasó en su campaña de alterar la estructura de gobierno de ASSICURAZIONI GENERALI por el sistema de aglutinamiento de inversores a través de un sistema de representación de listas cerradas –*voti di lista*–; vide BECHT, M. / FRANKS, J. / GRANT, J. / WAGNER, H.: The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study, 402/2014 ECGI Working Paper Series in Finance, January 2014, esp. 28-30.

de administración– debe distinguirse de la posibilidad de debatir las propuestas del orden del día antes de la celebración de la junta, que puede acarrear la introducción de nuevos asuntos o la ampliación del propio debate posterior en junta.

Si bien la ciber-asistencia recibe un adecuado tratamiento en la propuesta de los expertos, echa de menos en cambio que no se haya aprovechado la ocasión para tratar otras cuestiones relacionadas con el ejercicio de este derecho, como la negociación de primas, la inclusión o exclusión de representantes a distancia del debate presencial o general, la ratio óptima o máxima relación tolerable entre asistentes y tele-asistentes, o la relación entre prima eficiente y primas de asistencia establecible en los supuestos de representación por *proxy*.

Ha adquirido cierta importancia en Estados Unidos durante las últimas dos décadas el debate público y también corporativo interno sobre la posibilidad de abonar prima por teleasistencia, en la medida en que su regulación pone de relieve la concepción del legislador sobre los incentivos societarios a la asistencia, e incluso su concepción sobre el derecho de asistencia desde el punto de vista de su configuración como medio de expresar la voluntad del socio. Sin embargo, la acogida de la institución no ha sido la que sus partidarios esperaban, por razones de coste y oportunidad cuya explicación excede el propósito de este examen breve.

### 3. LA MINORÍA Y EL EJERCICIO A DISTANCIA DEL DERECHO DE REPRESENTACIÓN

Por lo que se refiere a la mejora prevista o propuesta por los expertos en el ejercicio de los derechos políticos de las minorías, como nuestro tema es el derecho de representación, no podemos evitar referirnos, aun brevemente, a los accionistas minoritarios como sujetos que actúan crecientemente como beneficiarios últimos de la inversión colectiva gestionada por terceros, pudiendo acceder al ejercicio de sus derechos a través de un poder *-proxy-* otorgado a los gestores. También es cada vez más frecuente que los minoritarios confieran poder para el ejercicio de sus derechos sobre acciones de las que son propietarios directos (no indirectos como en el caso de tenencia de participaciones en fondos) a través de la contratación de servicios de un gestor especializado *-proxy*

*manager*-, y más frecuentemente, por iniciativa del propio gestor de delegaciones mediante solicitud pública de representación, que ya no ejercen los administradores ni los depositarios de títulos, sino estos profesionales gestores de los derechos de los accionistas que les contratan, previa solicitud pública del voto o bien a través de delegación directa ordinaria a petición de socios asociados, sindicados o agrupados para votar conjuntamente.

Evidentemente, el contenido correspondiente a los derechos básicos que consagra la regla del artículo 519 podría haberse extendido de manera uniforme para su aplicación a los supuestos de junta extraordinaria, que es además aquella donde se producen otros debates sustanciales de la vida corporativa y del mercado de control. Por eso, parece que el tenor del modificado artículo 519 en la versión de los expertos es de alcance parcial y limitado.

#### 4. CONSIDERACIONES SOBRE LA LIMITACIÓN ESTATUTARIA PARA EL EJERCICIO DEL DERECHO DE VOTO

Otra cuestión muy relevante para el futuro del gobierno de las sociedades cotizadas es la relativa a la legitimación porcentual para el ejercicio de los derechos de voto. El ejercicio de los derechos políticos de minoría en junta, en la concepción de la Comisión de Expertos, debe seguir limitándose normativamente por la vía de establecer un porcentaje fijo de capital, por entenderse que los porcentajes variables, que han proliferado en el derecho societario comparado, acarrearán «complejidad» y que, incluso, atentan «contra la tan necesaria seguridad jurídica en esta materia» (par. 16 del informe de los expertos).

Se ha hablado por doquier de un 3% como porcentaje reducido idóneo, y la comisión ha proclamado finalmente unas justificaciones ad hoc de por qué ha usado un sistema porcentual en lugar de uno tabular. En concreto, la justificación del 3% en relación con las tasas de comunicación de la CNMV, creo que emplea un criterio extemporáneo y difuso. Un 3% en sociedades cotizadas, por otra parte, no es un porcentaje que ampare a minorías relevantes en grandes cotizadas; en mi experiencia hubo una asociación non nata llamada ACTIONIS como evolución de ACCTER (Asociación de Accionistas Minoritarios de Terra Networks), que aglutinaba a decenas de miles de accionistas entre 2001 y 2005 en

una sociedad del grupo Telefónica llamada Terra Networks, en la que algunos perdimos dinero jugando con fuego; en realidad, la pérdida pudo haberse mitigado rebajando la legitimación mínima legal para ejercitar derechos a un porcentaje entre el 0,5 y el 1%, pero no fue esa la voluntad de los administradores, interesados por entonces en rechazar las reclamaciones –más que atendibles, dicho sea de paso, hasta el punto de acogerse su reivindicación en 2006 en algunas recomendaciones del Código Unificado sobre políticas intragrupo– de los minoritarios asociados. Cuando se planteaba la legitimación para reivindicar los derechos de los minoritarios en aquel tiempo se hablaba de un cinco por mil del capital como cifra idónea para su canalización, lograr la cual parecía un sueño pese a la concurrencia de más de 80.000 accionistas interesados, cuando se calculaba que había más de 400.000 accionistas afectados; pues aun así, a duras penas se alcanzaba el porcentaje no ya del cinco por mil del capital exigido en España, sino del 2,5% que es el presente en la legislación italiana en el Decreto de 24 de febrero de 1998. En Francia el porcentaje baja al 0,5% precisamente, y, con mejor criterio, la Propuesta de Código Mercantil propugna en su artículo 231-23 la implantación de un sistema tabulado a efectos del cómputo de la legitimación necesaria para incluir puntos en el orden del día. Vistos estos antecedentes comparados, parece que esa justificación *non petita* de los expertos de que con el texto propuesto estaríamos en la «media» internacional, parece cuestionable.

##### 5. REFERENCIA A LA INFORMACIÓN DEL SOCIO DELEGANTE O REPRESENTADO Y A LA FORMALIZACIÓN DE SU VOLUNTAD DE VOTO EN LOS *PROXY STATEMENTS* O DOCUMENTOS DE DELEGACIÓN

Los expertos de la Comisión han propuesto «ligeros retoques» para facilitar que el socio adquiriera «suficiente criterio para el ejercicio de sus derechos», y, sensibles al déficit de transparencia infligido a los socios por los administradores de cotizadas que interpretan la falta de «propuestas de acuerdo» –artículo 518 d) LSC– como justificación del rechazo a propuestas nuevas o publicadas tras la convocatoria de junta –a veces incluso ya celebrándose esta o a punto de iniciarse– sobre determinados puntos del orden del día, propugnan un tenor del precepto que compele a la sociedad a publicar en su página corporativa, desde

la publicación de convocatoria hasta la celebración de la junta, el texto completo de cada propuesta «sobre todos y cada uno de los puntos del orden del día o, en relación con aquellos puntos de carácter informativo, un informe de los órganos competentes en el que se comenten cada uno de dichos puntos», incrementando la transparencia informativa considerablemente, sobre todo porque las propuestas se han de subir a la red «a medida que se reciban». Se recoge así un principio de inmediatez informativa en tiempo real, esencial en la moderna teoría de las relaciones con inversores.

Desde esa perspectiva parece criticable cualquier limitación del tiempo de redacción o reacción, –así, cinco días a contar desde la convocatoria de la Junta–, por cuanto cercena la comunicación corporativa desde la relación de esa misma teoría, que propugna mejorar el gobierno corporativo mediante un flujo bidireccional eficiente y permanente de datos entre administradores y socios. Desde esa misma óptica sí parece un acierto en cambio la referencia a los parámetros de publicidad fijados en el artículo 518, apartado d), en relación con el artículo 519, por cuanto las propuestas de puntos incluidos u omitidos en el orden del día facilitan el ejercicio pleno de los derechos de los minoritarios, especialmente el de voto.

Precisamente para facilitar la formación de la voluntad social a través del voto, y en relación con el contenido de los formularios obligatorios para delegar recogidos en el artículo 519, apartado f), puede afirmarse que en la regulación del contenido de estos formularios no estamos al nivel de las regulaciones específicas de la SEC estadounidense, y que, al regular estos *proxy statements* estamos muy lejos de cumplir con las exigencias de transparencia y opciones de cumplimentación, ampliamente reguladas, de que se dispone en aquella regulación para responder a las necesidades de configuración del poder que presentan las empresas cotizadas americanas; el desarrollo de esta materia puede ser de muy largo recorrido todavía.

Sobre el voto separado de propuestas por el representante, partimos de que cabe ya, y así lo proponen los expertos, el voto separado de propuesta a propuesta, entre materias que gocen de independencia entre sí. Se trata de materias o cuestiones susceptibles de agrupación en una propuesta. Lo que ha puesto de relieve la comisión,

con relación a las materias que en la práctica presentan una mayor conflictividad, como son la designación o cese de administradores y su retribución. Se trata, de nuevo, de asegurar una correcta formación de la voluntad social, especialmente difícil cuando se ejerce el voto a distancia o por delegación.

6. REFERENCIA A LAS SOLUCIONES PROPUESTAS PARA LA PREVENCIÓN DEL IMPACTO ADVERSO AL INTERÉS SOCIAL ENGENDRADO POR CONFLICTOS DE INTERESES ENTRE REPRESENTANTES Y REPRESENTADOS

Durante casi cuatro años tuve ocasión de dirigir un proyecto investigador estudiando las corrientes jurídico-privadas más importantes en el derecho societario comparado en materia de conflictos de intereses, y desarrollé un esquema sistemático de las soluciones estándar que se daban en el derecho europeo, a la hora de prevenir y tratar de solucionar estos conflictos de intereses de modo eficiente, esto es, con daño mínimo para el patrimonio de la sociedad, en el caso de los mercados de capitales<sup>2</sup>.

Una de las conclusiones que pude alcanzar fue la dificultad de combinar eficientemente las soluciones para prevenir o mitigar ese daño. Tales soluciones, en derecho comparado, tratan de componer siempre alguna combinación eficiente entre la denuncia del perjudicado o *recusal* –alguien pone de manifiesto la situación de conflicto e intenta la separación–, la abstención o separación autónoma del sujeto en conflicto, que inutiliza esa recusación, y, como tercera solución y casi siempre necesaria, especialmente si se aspira a un gobierno eficiente de las sociedades, la transparencia informativa, que ha de suministrar el sujeto en conflicto a los socios interesados o afectados. De un modo u otro, las tres soluciones se combinan en el *Company Law* angloamericano, con matices distintos a los del derecho continental. Alguna combinación de ambos sistemas se da también al regular determinadas cláusulas de protección de los inversores frente a la comisión de abusos de mercado conforme a la Directiva 6/2003.

---

2 El trabajo referido es: “Banking Professional Conflicts of Interest in European Securities Markets”, 24 (9) *Journal of International Banking Law and Regulation*, Sweet & Maxwell / Thomson, London 2009, 443-453.

La solución general prevista en la Propuesta de Código Mercantil es la abstención del voto, aplicable en caso de que el representante que ejerce el derecho de voto por cuenta del inversor o accionista representado o delegado padezca la situación conflictiva prevista por la Ley. Pero la solución que se combina en la propuesta de la comisión de expertos es distinta a las tres anteriormente expuestas, de carácter preventivo, y no es otra que el remedio de la impugnación posterior de acuerdo adoptado en posición de conflicto. Propiamente, este remedio *ex post* no constituye un medio de solución de conflictos, ya que estos conflictos deben resolverse *ex ante*, sino una vía indirecta de mitigar el daño padecido por los socios perjudicados a consecuencia de los acuerdos adoptados en conflicto. Así, los remedios impugnatorios no son soluciones a los conflictos, pero palían sus efectos adversos, eso sí, con el coste de la impugnación y de la restitución prevista en la eventual sentencia que declare la nulidad del acuerdo y la vuelta a la posición jurídica previa a su adopción ilícita.

Las soluciones indicadas sí componen propiamente mecanismos de solución al conflicto; con carácter general, cualquier solución mixta que las combine es acertada. Ahora bien, no parece tan eficiente que el legislador se limite a ofrecer la solución abstentiva consistente no votar en los casos de conflictos graves –es decir, en los casos de otorgamiento de un privilegio jurídico a la persona en conflicto o el aprovechamiento de ventajas patrimoniales–. La solución abstentiva simple es casi siempre insuficiente e ineficiente, y debe combinarse con una cierta transparencia informativa, de modo que los socios afectados puedan anticipar los datos de la situación de conflicto, procesarlos y delegar o votar congruentemente. A modo analógico, podría haberse previsto una comunicación *ex ante* transparente de conflictos con carácter general, de forma similar a cómo se prevé en los supuestos de autoentrada en los contratos de comisión. Así se hace en la SEC que, desde la óptica de la teoría de relaciones con inversores, impone deberes de *reporting* a las sociedades que cotizan en mercados organizados de Estados Unidos. La información se exige y se procesa de forma escalonada, culminando con la publicación en la página web corporativa por el ente regulador.

En la propuesta de nuestros expertos y para los casos de los conflictos no graves o menos graves, el artículo 190 LSC determina imponer soluciones, regulando el recurso *ex post* a través de la impugnación

posterior; lo que equivale a una presunción legal de que el conflicto no contraviene o no genera por sí efectos contra el interés social. Por eso, del delegatario o votante que está sujeto a conflicto y que ha votado inmerso en ese conflicto y que, por votar en determinada posición haya obtenido un eventual beneficio, no se presume que obre contra el interés social, si bien tal presunción puede ser destruida a través del medio impugnatorio.

Paralelamente se ha establecido una regla de transparencia *ex post* y específica, pero sólo como consecuencia de la aplicación del remedio impugnatorio y no como regla general, que gozaría de gran relevancia para una solución eficiente de los conflictos llamados «posicionales», de generación automática o nacidos por razón de cargo –típicamente, situaciones de voto sobre el cese del administrador o sobre exigencia o depuración de su responsabilidad–. También se podría haber establecido en estos conflictos una regla de presunción de que si el representante no es recusado, se ha promovido el interés social, recayendo la carga de la prueba en contra a la persona que padece conflicto, invirtiéndose carga de la prueba en los supuestos de conflictos no posicionales más específicos –y lesivos para el interés social, donde la justificación del cargo no basta para disipar el peligro de *tunneling* o el riesgo de trasvase de oportunidades de negocio corporativo–.

## 7. OTRAS CUESTIONES RELACIONADAS

Para el caso de la limitación estatutaria del voto delegado, subsiste la prohibición del artículo 527, pero el informe de la comisión no ha querido reabrir la excepción de la opa con tenencia de aceptaciones superiores algo 70%, con prudente criterio. En cambio, el debate que se debería haber abierto es el de las medidas de efecto desequilibrantes, que algunos denominan piramidación y otros «piramidización» trasponiendo la jerga angloamericana –*pyramiding*–. Esta técnica de voto en cascada es útil sobre todo intragrupo o en empresas conexas, para que en los mercados no se sepa quién es el dueño real de las entidades participadas. Lo que no se regula en la propuesta de los expertos es un régimen específico según la tipología de piramidaciones; así, entendemos que el tratamiento de la piramidación familiar debe ser distinto al de la piramidación en el mercado de control –caso de las sociedades que controlan los *hedge funds*, o de los fondos cerrados en que se vehicula el

capital riesgo a través de sociedades de capital riesgo y otras sociedades de inversión—. Otra medida de efecto desequilibrante sería la emisión de acciones privilegiadas no prohibidas, pero cuando construimos sistemas de privilegio accionario no prohibidos debe considerarse que hay un hueco legal extenso, y que en España no existe regulación de los blindajes metacorporativos. Sin embargo, en Holanda hay fundaciones que hacen imposible cualquier medida de desbloqueo de blindajes. Digo metacorporativos, porque se entra dentro de la licitud de la instrumentalización de personas jurídicas no societarias para lograr estos blindajes, algo que el legislador francés ha permitido parcialmente y que se viene desarrollando principalmente en el mercado holandés en el caso europeo.

Por lo que se refiere, en fin, al voto fraccionado divergente, debe tenerse presente que no se prohíbe y que se ha aceptado expresamente la directiva de 2007, que viene a establecer unos límites a las facultades de supervisión a la hora de detectar información sensible referente a los poderdantes y a sus *proxies*; y por tanto, se ha convenido que la información máxima que puede exigirse publicar a los custodios, respecto de la que proporcionan ellos a los emisores, es el listado de clientes y el número máximo de delegaciones que se va a otorgar.

Partiendo de la premisa de validez del poder conferido a los designados por inversores institucionales o finales como custodios en la cadena internacional de gestores en cuenta, el artículo 504 –o más bien, su aplicación– habría incurrido en excesos regulatorios, y como dice la comisión de expertos, debe limitarse a explicitar la validez del voto fraccionado divergente; el custodio de los valores puede, a su vez, delegar el voto fraccionado.

Todo este cruce de voluntades se puede instrumentar a través de la confección de unos *proxy statements* adecuados a la peculiar estructura de delegaciones que se organice. El único matiz oscuro en este terreno que puede devenir relevante a mi juicio es cómo la recomendación sexta del Código Unificado exprimía el significado del término «por cuenta», de modo que, tanto este texto como otros posteriores proyectados a su sombra, ampararían las representaciones indirectas o en nombre propio del representante, cuando sin embargo el artículo 524 LSC habla de

representación estricta o con poder, esto es, sólo bajo el manto de un apoderamiento formal o directo.

Desconozco si el ánimo de este artículo es excluir la representación indirecta. Ahora mismo es posible la titularidad indirecta múltiple y la subdelegación en cadenas infinitas sin límites estatutarios, lo que desde luego parece adecuado, al menos desde la perspectiva de una aplicación eficiente del derecho y desde la óptica de una incorporación efectiva de los principales postulados de la teoría de las relaciones con los inversores.

### III. NUEVAS CORRIENTES GLOBALES EN MATERIA DE VOTO DELEGADO Y SUS CONEXIONES CON EL DERECHO DE SOCIEDADES ESPAÑOL Y LA REFORMA QUE VIENE

#### 1. PAPEL DE LA TEORÍA DE LAS RELACIONES CON INVERSORES

Ahora acometeré la segunda parte de la exposición, sobre las nuevas corrientes globales, necesariamente como apunte breve. En primer término debe tenerse presente que la teoría de las relaciones con los inversores parte de un axioma de eficiencia de la comunicación bidireccional entre los administradores y otros *stakeholders*. Los estudios empíricos de NIRI, expresan cuantitativamente en qué medida se limitan los costes de funcionamiento de la sociedad estableciendo un sistema interno de comunicación o de relación con inversores. Sin embargo, estos sistemas no son contemplados por la normativa sobre sociedades de capital en la medida en que su régimen forma parte, como máximo, de la autorregulación sobre conducta o sobre control de cumplimiento normativo interno de la sociedad cotizada. Sin embargo, el valor estratégico de la comunicación con los inversores reclama mayor atención por el legislador.

De momento, la teoría de las relaciones con inversores ha sido asumida por el legislador que se ocupa solo de ella al examinar los aspectos externos de la comunicación corporativa entre los órganos sociales, o entre los administradores y los accionistas. Así, el artículo 11 LSC determina que tener una página web facilita la comunicación entre administradores y accionistas.

Ahora bien, desde un punto de vista de análisis económico del derecho de sociedades sería interesante que los operadores jurídicos fuesen conscientes de en qué medida se traduce esa facilitación de comunicaciones en la reducción del margen o *gap* del valor, que es la diferencia entre en la percepción del valor de la compañía que tienen los administradores –y que vierten o deben verter en su informe de gestión– y la percepción del valor que tienen distintos grupos de inversores. Si ese *gap* se reduce, esta reducción contribuye al crecimiento del valor corporativo, lo que constituye un axioma desde el punto de vista de la teoría de las relaciones con inversores.

Esa reducción del *gap* o diferencial perceptivo de valor, por otra parte, responde al alineamiento, convergencia o comunidad advenida de intereses que propugna como óptima la teoría de la agencia. El incremento del flujo bidireccional supone, en síntesis, la reducción sustancial del número de litis entre socios y entre estos y los consejeros, y de sus costes de oportunidad asociados.

Debe tenerse en cuenta en este sentido que apenas hace diez años, aún 2003 cuando ve la luz el Informe Aldama, casi se desconocían en los propios mercados financieros los departamentos de relaciones con inversores, asociados por lo común a funciones de publicidad o de *marketing* corporativo, y no al sistema de gobierno; y que todavía subsiste en buena parte el debate general sobre la información asimétrica entre tipos de inversores y grupos de interés conexos; debate que se mantiene vivo, con ligeras variantes, a causa de la proliferación de sistemas de diseminación de datos a través de redes sociales<sup>3</sup>.

---

3 Recientes estudios ponen de relieve que, pese a la falta de información vertida en las redes sociales acerca de operaciones corporativas estratégicas por las sociedades cotizadas españolas, la mayoría de los inversores opina que el uso que hacen estas de las redes sociales es adecuado, gracias a la gestión de los departamentos de relaciones con inversores –KREAB & GAVIN ANDERSON, *Observatorio del uso de redes sociales en empresas e instituciones*, pp. 3 ss., informe accesible en mayo de 2014 en <http://scribd.com/doc/177714700/Informe-Social-Investor-Relations-de-Kreab-Gavin-Anderson->.

## 2. EL ACTIVISMO ACCIONARIAL EN EL RÉGIMEN DE SOLICITUD DE REPRESENTACIÓN, REDUCCIÓN DE CONFLICTOS DE INTERÉS Y EJERCICIO DEL DERECHO DE INFORMACIÓN; PAPEL DE LOS *PROXY ADVISORS*, *SOLICITORS* Y DEL SERVICIO INSTITUCIONAL – *STEWARDSHIP*–

Hoy en día en Europa, y desde hace ya algunas décadas en Estados Unidos está de moda el activismo accionarial. También en España, donde existen vías ya reguladas hace tiempo, como la solicitud pública de representación. En clave de la teoría de las relaciones con los inversores, ¿cómo debe ser la solicitud pública de representación? Debe ser eficiente. Si la hacen por cuenta de los administradores los depositarios de los anotadores en cuenta, o bien directamente los administradores o personas concertadas con ellos, no hay un desarrollo pleno del activismo accionarial, pues en clave de esa teoría de relaciones con inversores se trata de buscar mecanismos eficientes que deban estar al menos parcialmente regulados o supervisados y en todo caso autorizados, en la coordinación del aglutinamiento de los votos a distancia. Porque, si no se hace de forma coordinada, puede llegarse a perjudicar la inversión o la estructura de fondos propios de la compañía.

De otra parte, un adecuado control administrativo de los sistemas de depuración y eliminación de conflictos no resueltos, sería una medida adecuada. Si hay de hecho contravención del sistema de conflictos, vale la pena establecer algún sistema de control o eventualmente de sanción, si se quiere promover al activismo accionarial, ya que los sistemas existentes son indirectos<sup>4</sup>.

4 Sobre esta cuestión parece ineludible leer la defensa de la facilitación del acceso del minoritario que hacía Lucien BEBCHUCK: “The Case for Shareholder Access to the Ballot”, *Harvard (John M. Olin Center for Business, Law and Economics) Discussion Paper* 438 (2003), visible en <http://ssrn.com/abstract=426951> en enero de 2014; ya en 2009 Richard FERLAUTO, Director del *Corporate Governance and Public Pension Program* /American Federation of State, County and Municipal Employees –AFSCME–), escribía acordemente una *Letter on behalf of the Shareowner Education Network to support the SEC’s proposal to adopt Rule 14a-11 and amend Rule 14a-8* (17 de agosto de 2009), precedida de otra *Letter from the American Federation of State, County and Municipal Employees to the SEC regarding proposed rule Facilitating Shareholder Director Nominations* (7 de agosto), manifestando que el 82% de los accionistas estadounidenses creían necesaria

En relación con el ejercicio del derecho de información parece que se ha pontificado suficiente pero no es verdad, por el problema de la excepción por interés social, donde la democracia y la sociocracia accionarial tienen amplio recorrido, y también en materia de asociacionismo, siendo el problema de las asociaciones el quién las financia, la propuesta del informe no recoge esta posibilidad, pero si esos accionistas llegasen a alcanzar al 1% ,parece justo que los costes de contabilidad y registro que se dispongan reglamentariamente en el futuro sean sufragados según el porcentaje que se ostente y fijar incentivos permanentes, si se quiere sostener su desarrollo.

Sobre asesores de voto y representación –*proxy advisors*–, la CNMV hizo un informe allá por 2012. Se planteaba en él la necesidad de atender a alguna opción regulatoria para los estos consejeros o asesores, que son los que recomiendan votar en un sentido u otro y que constituyen internacionalmente un oligopolio. Como no se incardinan en los artículos 63 al 65 de la Ley 24/1988 ni tampoco se asocian a entidades de crédito sujetas a supervisión bancaria, existe un vacío legal importante, sin perjuicio de quién urda la pirámide de votos para maximizar el poder político de sus títulos. Se ha cuestionado su necesidad para promover el asociacionismo accionarial, pues un *proxy advisor* lo que hace es simplemente recomendar a los inversores institucionales que voten en un sentido u otro. Es mucho más realista –y relevante– desde el punto de vista de la teoría de relaciones con inversores una regulación de los intermediarios o “procuradores de voto” –*proxy solicitors*–, cuya operativa y actuación depende en última instancia de los administradores del emisor, y no tanto de los consejeros o recomendantes de voto, aunque medien entre ambos; este tipo de *solicitor* –que nada tiene que ver con la figura británica tradicional de la procuraduría o representación procesal– está sin duda de parte del emisor –en argot, es un *sell-sider*– y está siempre a favor de las propuestas de los gestores de los entes emisores, pues se

---

la elección efectiva de sus representantes genuinos en las Juntas, y que, según estudios de *Shareowners.org*, casi el 85% entiende que el accionista debe opinar y poder decidir sobre materias como la compensación de directivos en la medida en que afecta al valor a largo plazo de sus carteras de inversión y planes de pensiones; en contra puede verse el argumentario del *management stablishment*, en Martin LIPTON / Steven A. ROSENBLUM, “Election Contests in the Company’s Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come” 59 *The Business Lawyer* (2003), 67 ss.

integra en el departamento de relaciones con inversores y gestiona la información relativa a estos servicios, sin perjuicio de que los inversores institucionales puedan contratarlos; situación que automáticamente engendra un conflicto de intereses entre asesores y *solicitors*, y a veces otro entre *solicitors* y emisores, y/o entre asesores e institucionales; todos estos conflictos deben ordenarse de tal forma que el supervisor tome conocimiento de las directrices jurídico-privadas que se toman en el desenvolvimiento de estos servicios. Sobre las opciones de regulación, el profesor GARCÍA DE ENTERRÍA en el informe se manifestó partidario de las autorregulaciones pero sobre la base la supervisión de la CNMV. Todas las opciones tienen sus beneficios y perjuicios, y no voy a decir cuál prefiero, ya que no tengo datos empíricos para ese análisis. En este sentido, existe también la opción de la hetero-regulación directa, por reglas de mercado.

Un concepto clave y el último que voy a exponer es el de *stewardship*, que en la terminología de los inversores institucionales que ha fijado el *Financial Reporting Council* británico, que supone que los institucionales deben servir a los últimos beneficiarios de la inversión. Un sistema avanzado de documentación de las delegaciones o *proxy statements* permite el desarrollo de políticas de servicio o compromiso de los institucionales con los inversores –*stewardship*–, sobre todo cuando se trata de fondos libres.

Las opciones regulatorias principales son aquí la hetero-regulación o intervención simple del legislador, o bien la hetero-regulación completada por la vía del *soft law*. Un caso particular de aplicación de combinaciones de estos elementos regulatorios es el de la regulación de los fondos soberanos; existe una corriente internacional favorable a una mayor regulación estatal, normalizada internacionalmente, de los fondos soberanos y de sus conflictos del interés, lo que es un tema de gran relevancia en China y EEUU, ya que es un tema que incide en el control societario global; los gestores de los fondos soberanos tienen ante sí una papeleta de dimensiones políticas incalculables. Recordaré en este sentido que el *Financial Reporting Council* ha concretado en un documento el nivel óptimo de desarrollo de los compromisos de voto, donde además de desarrollarse instituciones como el voto divergente – con divergencia ramificada hasta límites insospechados–, llevan a cabo la reconstrucción de sistemas de soluciones de conflictos de intereses

muy avanzados. Lo que no sorprende, porque ellos tienen sus propios conflictos de interés cuando las participaciones finales varían de composición y surgen nuevas superposiciones de conflictos, de ahí que desarrollen políticas internas específicas de solución.

No puede por lo demás olvidarse que, en el caso de los fondos libres o *hedge funds*, o fondos flexibles, un fondo libre deja de serlo en la medida que esté regulado, con lo que si optamos por su normación externa o hetero-regulación, que implica disciplinar las condiciones de gestión, la selección de inversiones y los sistemas de retorno o liquidación, entre otros aspectos cruciales, desaparece la libertad de acción del gestor, y el fondo pierde o diluye mucho su capacidad de diferenciarse y su atractivo institucional.



## Las competencias de la Junta General

GUILLERMO J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ  
*Catedrático emérito de Derecho Mercantil*

JAVIER IBÁÑEZ JIMÉNEZ

*Codirector de la Cátedra Garrigues*

### I. CONSIDERACIONES SOBRE EL ORIGEN DE LAS COMPETENCIAS DE LA JUNTA GENERAL

Dentro del amplio espectro que abre el estudio de las competencias de la Junta General, nos detendremos a continuación, por su doble interés para el régimen de la propia Junta y para el buen gobierno corporativo, en el comentario del sistema relativo a la retribución de los Administradores sociales que se incluye en el Proyecto de Reforma de la Ley de Sociedades de Capital. Ahora bien, antes de proceder al examen de esta competencia concreta entendemos oportuno efectuar una breve exposición del sentido y el significado de la atribución al órgano de expresión colectiva de la voluntad de los socios en una perspectiva que contemple sus orígenes y su evolución a lo largo de un dilatado proceso legislativo.

Una de las vocaciones, a la que desgraciadamente ha sido infiel, de quien está haciendo uso de la palabra es la de historiador. Pero con independencia de la mayor o menor inclinación que se sienta por el estudio de la Historia, entendemos que los juristas deben adoptar en el que les es propio una perspectiva diacrónica; contemplar el Derecho como

un ente dinámico, en constante evolución que determina que cada cierto tiempo, las normas formales en que se concreta, devengan obsoletas.

En el caso particular de las sociedades anónimas nos encontramos ante instituciones jurídicas de naturaleza comercial o mercantil que tuvieron origen, si limitamos nuestra mirada a sus antecedentes más próximos, sin remontarnos a precedentes medievales o romanos, en las denominadas sociedades privilegiadas por acciones del siglo XVIII. En ese tiempo la fijación o determinación del poder en el seno de las compañías se realizaba a través de dos cauces institucionales: Uno el público, el de los poderes políticos constituidos, en el que esencialmente primaba el papel de la Corona. Otro el de orden privado, que se concretaba en el reconocimiento de un mínimo poder de auto organización a los socios de escasa relevancia en la vida ordinaria de las sociedades, puesto que los primitivos accionistas no intervenían en la gestión social, atribuida a unos Administradores cuyas facultades y retribución resultaban establecidas por el Poder Real.

Cabe señalar aquí que el primer trabajo de investigación llevado a cabo por quien les habla en colaboración con el Profesor Francisco Javier Lasarte Álvarez, con apoyo en la sólida base de los ricos fondos del Archivo General de Indias<sup>1</sup>, le condujo a la conclusión, plenamente acorde a las ideas hasta aquí enunciadas siguiendo las líneas maestras de los más autorizados autores, de que en las Compañías privilegiadas por acciones españolas la Junta General desempeñó un papel de escasa relevancia en la vida social y que la designación y la consiguiente retribución de los Administradores de tales sociedades era determinada directa o indirectamente por el Poder Real o por los representantes de éste<sup>2</sup>.

A partir del siglo XIX, con el advenimiento de la Codificación, y en aras al establecimiento y posterior consolidación de un principio democrático-plutocrático, a los accionistas se les va a atribuir por parte del legislador una serie de poderes, lógica e inexorable consecuencia del declinar definitivo y la posterior desaparición del sistema de otor-

1 JIMÉNEZ SÁNCHEZ y LASARTE ÁLVAREZ, "La acción en las compañías privilegiadas (Siglo XVIII)" separata de *Anales de la Universidad Hispalense. Derecho*, vol. XXIII, año 1963.

2 *Vid. op. cit.*, págs.. 29 y sigtes.

gamiento o concesión real de autorización para constituir y operar sociedades anónimas. Debe señalarse, no obstante, que las facultades de los socios tuvieron en la práctica y en la letra de la ley un contenido más bien teórico, por lo que comenzaron a proliferar denuncias por los abusos y fraudes cometidos al amparo de la fórmula societaria anónima, y específicamente mediante las extralimitaciones de poder de sus Administradores, y se promulgaron diversas normas para prevenirlos o hacerles frente.

Esta reacción frente a los excesos a que había dado cabida el excesivo margen de actuación permitido a la autonomía de la voluntad de los socios cristalizó en el caso de España con la promulgación de la Ley de Sociedades Anónimas de 17 de julio de 1951<sup>3</sup>, en el marco de cuyos preceptos se produjo una ingente labor de desarrollo doctrinal protagonizada por el Profesor GARRIGUES<sup>4</sup> y los integrantes de la moderna escuela de mercantilistas, coetáneos y sucesores de su magisterio.

En el contexto de los trabajos de esa escuela, impulsora de los avances normativos que se materializaron en la gran reforma inicial del Derecho de sociedades anónimas de 1951, insertada en el conjunto de leyes que elevaron en la década de los años cincuenta del pasado siglo al Ordenamiento jurídico español al alto nivel que demandaba su vocación de incorporarse al esfuerzo de construcción de espacio común europeo, no sólo comercial, sino también jurídico, una de las nuevas normas introducidas en el Texto de 1951 configura a la Junta General como el órgano soberano o supremo de la sociedad, del que traen su poder los Administradores. La doctrina resalta así la existencia en nuestro Derecho de sociedades de un paralelismo entre la estructura de las sociedades capitalistas, en concreto de las sociedades anónimas, y la estructura de los Poderes Políticos estatales, erigiéndose los estatutos sociales a modo de Constitución de la sociedad, donde la Junta General de accionistas operará como un órgano legislativo, y el Órgano de Administra-

3 Sobre la significación, en este sentido, de su *Proyecto* siguen arrojando luz las palabras de GARRIGUES en su ensayo “Nuevos hechos, nuevo Derecho de la sociedad anónima” *Hacia un nuevo Derecho Mercantil*, Madrid, 1971, págs. 17 y sigtes.

4 “Cuyo alto magisterio” proclama MENÉNDEZ, (“Sobre la moderna Escuela Española de Derecho Mercantil” Madrid, 1993, pág. 27”), “proyectó su pensamiento y su figura no sólo, claro está, sobre la Universidad, sino sobre todos los profesionales del Derecho; de modo muy señalado sobre la jurisprudencia del Tribunal Supremo, a la que se incorporó gran parte de su doctrina”.

ción como poder ejecutivo o gubernamental; de ahí la expresión “buen gobierno” importada del Derecho anglosajón para designar la labor y el sistema de funciones que las leyes atribuyen al Órgano de Administración. Por otra parte, y siguiendo el paralelismo sugerido, al igual que en los organismos públicos e instituciones nacionales el Gobierno frecuentemente predomina sobre el Parlamento al *detentar* (la que podría ser calificada de impropia utilización de este término ha sido buscada de propósito) las funciones de gestión y ejecución, en las sociedades anónimas, en particular en las cotizadas, es el Consejo de Administración el órgano predominante *de facto*, ya que son los miembros del Consejo quienes disponen de la mayoría de votos, no ya en el propio Órgano de Administración, sino en la misma Junta merced a los mecanismos de nombramiento, representación y delegación de funciones previstos por el Derecho de sociedades.

En la práctica de las sociedades anónimas, desde la entrada en vigor de la Ley de 1951 hasta nuestros días, el legislador y los jueces parecen haber sido incapaces de atajar los abusos de poder cometidos por los Administradores, especialmente en las sociedades cotizadas. Resulta peligroso para la confianza de amplios sectores sociales en las instituciones y para el desenvolvimiento normal de los mercados que el sistema legal no pueda prever o corregir eficazmente las conductas abusivas respecto de la sociedad o de los socios que siguen algunos Administradores en el curso de las operaciones societarias, en particular cuando conculcan dolosamente su deber de lealtad.

En aras de mejorar la distribución de poder y perfeccionar las reglas del juego para equilibrar o contrapesar las competencias de la Junta y del Órgano de Administración, los nuevos Códigos de Buen Gobierno (en España, a partir de 1997) intentan promover la conducta recta de los Administradores, entre otros medios precavando o previniendo los conflictos de intereses que surgen cuando éstos se encuentran en situación de aprovechar su posición de poder para atender a los intereses propios con preferencia a los intereses de la sociedad. Pero la posición de privilegio de los Administradores no ha podido aún ser corregida satisfactoriamente por el legislador, ni aun después de las sucesivas modificaciones legales y de los avances realizados en materia de buen gobierno corporativo. Todavía prevalece la voluntad de los Consejeros, sin apenas contrapesos, en las sociedades cotizadas pese a la teórica

capacidad de los socios de hacer valer sus intereses en las Juntas, pues muchos Administradores son socios o forman parte de grupos de socios; en otras socios o grupos de socios designan a los Administradores con el propósito de hacer prevalecer su interés sobre el de otros socios; y algunos Administradores llegan a separarse del mandato otorgado por los socios que les nombran o simplemente actúan según su voluntad asegurando la extensión temporal de su mandato, lo que origina conflictos de intereses y situaciones paradójicas tales como que sean los propios Administradores, en el caso de los ejecutivos, quienes se fijan sus remuneraciones o sus retribuciones variables.

De ahí que la Comisión de Expertos designada en 2013 en nuestro País, siguiendo modelos internacionales, se haya orientado hacia la tutela de los socios y la mejora de los sistemas preventivos de los abusos confiriendo mayor poder a los socios. Así por ejemplo, y en relación con el abuso en la asunción de representaciones, se busca conjurar el peligro que supone para el interés social a través de la supresión de restricciones estatutarias para la limitación del número de votos que pueden emitir los socios en las Juntas Generales.

Ahora bien, debe señalarse que no se han encontrado soluciones plenamente satisfactorias en la Ley de 1951, ni en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989, ni en la Ley de Sociedades de Capital de 2010 para precaver los peligros inherentes a las dolosas manipulaciones para la formación de mayorías artificiales. A través de diversos instrumentos normativos se busca en la actualidad una norma hábil para prevenirlos, sin perjuicio de instrumentar como último recurso la posibilidad de remediarlos mediante el recurso a medidas judiciales o administrativas. En el plano del Derecho de sociedades unas posibles reglas a tales fines vienen apuntadas en la Propuesta de Código Mercantil, en el Proyecto de Ley de 30 de mayo de 2014 (derivado de la Propuesta de la Comisión de Expertos en Gobierno Corporativo de 14 de octubre de 2013), por el cual se reformaría en materia de gobierno corporativo el Real Decreto Legislativo 1/2010, que aprueba la Ley de Sociedades de Capital.

Estas y otras disposiciones *extravagantes* (en el sentido técnico de esta expresión) se insertan en un conjunto de Leyes que a lo largo del pasado siglo y los años ya transcurridos del presente vienen *vaciando* el

Código de Comercio convirtiéndolo casi en una pieza de arqueología jurídica. Por ello, para superar tal estado de cosas, desde el año 2000 se ha intentado por parte del Gobierno, con base en trabajos de la Comisión General de Codificación, sustituir el arcaico Código de 1885 (la denuncia de cuya obsolescencia, incluso desde el momento de su promulgación, constituye un *lugar común* en nuestra literatura jurídica)-por un nuevo Texto más adecuado a las exigencias sociales y económicas de la época en que deben ser aplicados sus preceptos: El *Código Mercantil*.

Ahora bien, el resultado del esfuerzo realizado hasta la fecha, que en nuestra opinión sería injusto calificar de mera *Recopilación* de normas preexistentes, no sería tampoco comprensible en la categoría de *Código*, en el sentido en el que la entendieron los protagonistas de la gran codificación decimonónica. El Texto ofrecido, que por su concepción e incluso por la sistemática y la numeración de sus preceptos se manifiesta claramente inspirado en el *Nouveau Code de Commerce français*, no se limita a *recopilar* normas, sino que revisa y modifica, *adapta* de conformidad a las exigencias de la práctica y a las orientaciones de la doctrina, las que incluye. Mas al declararse abierto a recoger cuantos cambios legales se produzcan tras su promulgación \*\*\* ofrece un excesivo aspecto de provisionalidad seguramente criticable, pues las normas, aun cuando desde luego no pueden pretender revestir la nota de inmutabilidad, si deben ser concebidas con un sentido de estabilidad que facilite su penetración social y llene de sentido el significado del viejo brocardo *la ignorancia de la ley no excusa de su cumplimiento* al convertir en culpable o al menos imputable a negligencia tal ignorancia.

## II. ESTRUCTURA Y AMPLIACIÓN DE LAS COMPETENCIAS DE LA JUNTA GENERAL EN EL TRABAJO DE LA COMISIÓN DE EXPERTOS DE 14 DE OCTUBRE DE 2013 Y EN EL PROYECTO DE REFORMA DE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL

### 1. UNA PRIMERA APROXIMACIÓN: EL REFUERZO DE LAS COMPETENCIAS DE LA JUNTA

Con la idea de que la Junta General refuerce su papel de mandante del Órgano de Administración, y así los accionistas ganen en poder

como titulares del capital social, la Comisión de Expertos ha previsto que se amplíen sus competencias.

De este modo en las sociedades de capital quedaría expresamente reservada a la decisión final de la Junta la aprobación de todas aquellas operaciones corporativas o societarias que por su relevancia para la sociedad en los mercados deberían entenderse retenidas, con la salvedad lógica de las correspondientes a la gestión ordinaria de los Administradores. Son todas aquellas operaciones que producen efectos similares a las modificaciones estructurales, aunque formalmente no sean fusiones, escisiones o transformaciones.

El extenso espacio que corresponde a las operaciones sobre el capital o corporativas (designadas *corporate finance* en la terminología angloamericana), independientemente de su calificación legal como operaciones estructurales, como modificaciones estatutarias, o como otras que no pertenecen ni a uno ni a otro campo pero tienen alcance estratégico y afectan a la estructura esencial del patrimonio o de las fuentes de financiación corporativas, quedaría conforme al nuevo régimen bajo control de la Junta; pese a haberse asumido quizá sin un oportuno análisis económico de la norma el riesgo que entraña la reapertura de la discusión teórica (y sus consecuencias prácticas) acerca del sentido que tiene la realización por parte del Órgano de Administración de una labor autónoma, independiente del criterio de los socios, como mejor fórmula de actuación para crear valor. De ordinario el Consejo, apoyado por la Alta Dirección, diseña la estrategia orientada a tal fin, pero, tal como se ha desenvuelto el mercado en las últimas décadas, de espaldas en buena medida al criterio de los inversores; situación que se va invirtiendo en la medida en que prosperan las corrientes de participación accionarial y la moderna teoría de la comunicación con los inversores.

De esta forma asuntos cruciales para el devenir de los negocios sociales vendrían a quedar, de conformidad con el Derecho proyectado, bajo control de los socios a través de las decisiones adoptadas por mayoría en la Junta, de forma directa. Ahora bien, ello no obsta a que la labor de elaboración, gestión y decisión estratégica siga atribuida por principio al Órgano de Administración.

## 2. LAS COMPETENCIAS QUE ASUME LA JUNTA EN LA PROPUESTA DE LOS EXPERTOS Y EN LA REFORMA DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL: BASES PARA UNA REDEFINICIÓN DEL PAPEL SUPERVISOR DE LOS SOCIOS SOBRE LOS ADMINISTRADORES SOCIALES

Los *Expertos* se refieren a una “completa revisión” de las competencias de la Junta en su Informe (3.1). ¿Es esto así realmente, o se trata solo un *leit motiv* para presentar al público con aspecto favorable un avance más pretendido que real en el rol supervisor sobre los Administradores que correspondería a la Junta?

El identificado como “núcleo de competencias mínimas” (3.2.1. del Informe), que además es ampliable legal o estatutariamente, pretendería ser elevado. La Propuesta de Código Mercantil fija las competencias de la Junta y veda su ampliación estatutaria (231-46 k), restringiendo la libertad de los socios contra el principio de autonomía de la voluntad. Por eso los *Expertos*, en nuestra opinión con acierto, refuerzan la posición institucional de la Junta permitiendo a los socios esa ampliación, en consonancia con la tradicional libertad de pactos consagrada en nuestro Derecho societario (baste al efecto la referencia a los artículos 11.5 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 y 160.i de la Ley de Sociedades de Capital).

Un tema crucial en las relaciones entre Junta y Consejo es el reconocimiento de la posibilidad de que la primera sea competente en temas de gestión que, en principio, corresponden a los Administradores. La lógica del mandato así lo exige, en la medida en que el principal o mandante (aquí, los socios, que manifiestan su voluntad en la Junta) pueda “avocar” para sí cualquier competencia en cuanto lo decidan (revocando el mandato: artículo 1732, 1º del Código Civil), especialmente si el mandatario, aquí el Consejo, se excede de los límites del mandato sin ventaja para los socios (artículos. 1714, 1715 y 1718 del Código Civil). También lo exige la dinámica del fortalecimiento de la Junta, conforme a las corrientes internacionales en materia de buen gobierno. Y por eso se entiende injustificado que, como prevé el actual artículo 161 de la Ley Sociedades de Capital, sólo en las sociedades limitadas pueda intervenir la Junta en la gestión; es precisamente en la sociedad cotizada donde se pretende incentivar la participación de los socios en las decisiones

corporativas estratégicas, fomentando el diálogo entre socios y *managers* y reduciendo la conflictividad social, a la postre los problemas de agencia y disociación de intereses, sobre todo entre minorías dispersas en Bolsa y Consejeros Ejecutivos, cuyas aspiraciones parecen distantes en la práctica pese a su teórica convergencia de interés hacia el crecimiento de valor de la sociedad.

En la redacción propuesta para el artículo 161 citado, sin embargo, los estatutos pueden disponer que la Junta no imparta instrucciones a los gestores, o que éstos no puedan someter a la aprobación de aquélla la adopción de decisiones sobre gestión; por lo común, en caso de silencio estatutario, la posibilidad de la impartición de las indicadas instrucciones se plasma en la Reforma, lo cual supone el natural restablecimiento de la situación de *dominus* que corresponde a un mandante que, además, es titular del capital social.

Tratándose de empresas cotizadas, las operaciones corporativas o que alteran la estructura de capital o las fuentes de financiamiento social (aunque no sean las “estructurales” que cataloga con carácter restrictivo la Ley 3/2009, de 3 de abril) deben venir sujetas, con mayor razón, al escrutinio de la Junta, como han observado con acierto los Expertos siguiendo la línea marcada por el Código Conthe (apuntada en su tercera recomendación) y la Financial Services Authority (cuyas orientaciones sobre el buen gobierno corporativo han sido acogidas en *soft law* y en textos legales).

Así, tratándose de operaciones o de activos *esenciales*, los socios no solo deberían disponer del derecho a conocer qué hacen los Consejeros al respecto, sino sobre todo del derecho a decidir, adoptando los acuerdos correspondientes en Junta, en su caso vetando operaciones estratégicas diseñadas seguramente con buen criterio financiero por la Administración social pero **contrarias** a la voluntad de los socios (que debería respetarse en la medida en que éstos no deseen asumir riesgos extraordinarios, que deben ponerse de relieve en los informes y acuerdos del Consejo y en el informe de gestión, o comprometer su inversión, como sucede en el caso de las compraventas de activos “operativos esenciales” y en el de operaciones que supongan liquidar de hecho la sociedad: opas de exclusión, *public to private* y otras afines –baste en

este punto la referencia a los artículos 511 bis 1.b) y c) de la Ley de Sociedades de Capital, conforme al Proyecto de su Reforma—).

Sin entrar en la polémica abierta sobre el *quantum* que podría deslindar las *operaciones esenciales*, respecto de las que deberían entrar en juego las reglas legales y estatutarias, de las que no revisten tal carácter, ni sobre el extremo a tomar como punto de referencia para su cálculo (la cuarta parte de los activos *in balance*, en el Texto de la Reforma legal propuesta), parece atinado establecer una presunción de *esencialidad de las operaciones* que podría ser destruida por los Administradores probando lo contrario; igualmente podrían los socios invocar el carácter esencial de una operación (y por tanto sus derechos de información y la reserva a la Junta de la decisión última que corresponda adoptar a la sociedad en el caso), aun cuando no se rebasara el límite legal, demostrando que la operación resulta esencial para la estrategia corporativa y, por tanto, para el destino de las inversiones sociales comprometidas.

Si las nuevas reglas de control por la Junta de las operaciones estratégicas obedecen a la necesidad de racionalizar las inversiones de los socios, la que atribuiría competencia a la Junta para aprobar la política retributiva de los Administradores supone sentar nuevas bases en materia de supervisión del Consejo. Los numerosos escándalos financieros y las interminables polémicas judiciales sobre la cuantía y los conceptos de la retribución de los Consejeros y de los Altos Cargos de la Dirección Social que se han desencadenado en la última década aconsejan, especialmente en un contexto de sensibilización pública en el entorno de la actual crisis, que corresponda a la Junta otorgar su aquiescencia a la política sobre remuneraciones que fije el Comité de Retribuciones (a este criterio responde el propuesto nuevo artículo 511 bis.1 d) de la Ley de Sociedades de Capital). Cuestión distinta es la aplicación o concreción anual de esas políticas, que seguirá siendo competencia del Consejo y de sus Comisiones especializadas, sin perjuicio de los mecanismos ordinarios de control de los socios sobre los acuerdos que adopte el Órgano de Administración sobre tales materias.

### **III. UNA REFLEXIÓN SOBRE LA REFORMA EN RELACIÓN CON LA COMPETENCIA DE LA JUNTA RESPECTO DE LA DETERMINACIÓN DE LAS RETRIBUCIONES DE LOS ADMINISTRADORES DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL**

La Propuesta de Código Mercantil ha incidido notablemente en materia de retribución de Administradores. Ya su Exposición de Motivos alude a la importancia de la cuestión, resaltando el significado del régimen común de la disciplina proyectada respecto de la retribución de los Administradores.

La principal novedad del nuevo Texto consiste en la introducción de un mecanismo de revisión de dicha remuneración cuando ésta se fije en relación a los beneficios obtenidos. Junto a ello se contemplan un régimen específico en materia de remuneración en base a acciones, y una serie de reglas especiales en materia de remuneración en sociedades cotizadas.

Esta regulación se basa en los Códigos de Buen Gobierno Corporativo y establece un tope a las retribuciones variables, algo que la Comisión de Expertos considera como negativo. En la Exposición de Motivos con la que se presenta también se incide en que el marco regulador no permanecerá inmutable por largo tiempo (algo que conforme a nuestro anteriormente apuntado criterio consideramos disfuncional, ya que la ley debe tener una cierta vocación de permanencia y estabilidad). Debe asimismo destacarse que se fija como norma de principio la gratuidad del cargo, salvo en las sociedades cotizadas. Ello no obstante, de fijarse una retribución, debe determinarse en atención a tres factores: la importancia de la sociedad, su situación económica y las funciones que está llamado a desempeñar cada Administrador.

La participación en beneficios debería ser fijada por la Junta General; en este sentido el artículo 231-85 de la Propuesta de Código Mercantil determina que si los estatutos omiten precisar el porcentaje de tal participación debe ser la Junta General quien lo fije.

Pueden establecerse relaciones de servicio con los Administradores y con los Directivos. Al igual que en Derecho Administrativo es frecuente la huida de las Administraciones Públicas del Derecho Administrativo buscando la más ágil operativa ofrecida por el Derecho Privado, en el mundo societario se produce un fenómeno semejante: el de la huida del Derecho Mercantil en busca de la tutela de las nor-

mas laborales o, al menos, procurando evitar la aplicabilidad de normas mercantiles de carácter imperativo a través de la configuración como civiles de las relaciones que se quieren amparar en preceptos de carácter dispositivo. Para prevenir estas conductas, calificables tantas veces como fraudes de ley, el artículo 231-86 de la Propuesta incluye la previsión de que sea la Junta General la que acuerde el establecimiento o la modificación de las relaciones de prestación de servicios entre la sociedad y sus administradores.

El principio ordinario que preside el régimen propuesto de las sociedades cotizadas es el de que los cargos de Administración son retribuidos, no gratuitos. Su remuneración no podría exceder del 1% del beneficio total de la compañía, con posibilidad de acumulación de las cantidades que no hayan podido percibirse en algún ejercicio por la entrada en juego de este *tope* hasta un plazo de cinco años.

Desde el punto de vista orgánico tiene especial relevancia la previsión de la necesidad de constitución de una Comisión de Nombramientos y Retribuciones, encargada específicamente de la determinación de estas últimas, lo que responde al principio de especialización funcional propio de las sociedades cotizadas, aunque no hayan dejado de apuntarse críticas tanto a la existencia de la Comisión como a la dualidad de sus tareas, pues cabe pensar que su desdoblamiento en dos Comisiones diferenciadas garantizaría mejor el desempeño de las funciones de designar los Consejeros idóneos (que serían en rigor propias de la Comisión de Nombramientos) y de calcular las percepciones que corresponderían a los Consejeros según su rendimiento y la marcha de las operaciones sociales (competencia lógica de la Comisión de Retribuciones).

Esta idea está presente en la Propuesta de la Comisión de Expertos, que ha determinado para la sociedad cotizada la vigencia de un principio de sostenibilidad y razonabilidad de las remuneraciones de los Administradores. Conforme a ella el sistema de retribución debería estar orientado a favorecer la rentabilidad de la sociedad y a procurar la estabilidad de la obtención de beneficios, con la finalidad de evitar el advenimiento de pérdidas y velar por la protección de los accionistas. Se incluyen consiguientemente en la Propuesta una serie de mecanismos ordenados a garantizar la protección de los accionistas minoritarios (tales como, entre otros, la regulación de los votos reforzados).

Se requeriría la presentación de un informe anual sobre remuneraciones a la Junta, cuyo voto sobre él tendría carácter consultivo. Si se emitiese éste en sentido negativo se mantendría la remuneración de los Administradores a la que haga referencia el informe para el ejercicio que contemplara, pero no para los ejercicios de años posteriores, salvo que cambiasen las circunstancias tomadas en consideración.

Descrito así, en apretada síntesis, el sistema retributivo previsto, ha de conectarse con el diseño de las competencias de la Junta General en su diseño y el control por ésta del sistema de retribuciones de los Administradores y de los Directivos. En primer lugar debe tenerse presente que en algunas materias el mayor control de la Junta resulta ciertamente innovador, y por lo que se refiere a las sociedades cotizadas crucial para un mejor y transparente escrutinio público del rendimiento de los Administradores. Por eso el Proyecto de los Expertos, siguiendo las orientaciones hoy imperantes en Estados Unidos<sup>5</sup> y en la Unión Europea, ha previsto el sometimiento a la Junta General de la política retributiva de los gestores sin perjuicio de que la ejecución y concreción de esa política de remuneraciones permanezca en manos del Consejo.

No puede dudarse de que, actualmente, la política de retribuciones se concibe (no solo en el nuestro, sino en todos los países que se han visto afectados por la crisis de nuestros días y han sufrido las consecuencias de las conductas desleales de Consejeros de empresas cotizadas de renombre mundial) como el resultado de un plan estratégico a largo plazo, que habrá de tener carácter plurianual y tratarse a efectos de su aprobación por la Junta como punto separado del orden del día de ésta. Sólo en el marco primario de dicha política sigue correspondiendo al Órgano de Administración, especialmente a través de sus Comités o Comisiones de Remuneraciones o de Nombramientos y Retribuciones,

5 No sin obstáculos para lograr la transparencia plena, en la medida en que, según la Corte del Distrito de Delaware –*Raul v. Rynd*, C.A. No. 11-560-LPS (D. Del.). 14.03.2013; v. KATZ, D. A.: *Delaware Federal Court Dismisses Say-on-Pay Case*, 21.03.2014, en <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/03/21/Delaware-Federal-Court-dismisses-say-on-pay-case/>, acceso 20.04.2014-, el voto consultivo negativo de la Junta que exigió la Dodd-Frank Act para controlar las retribuciones no destruye automáticamente la *business judgement rule* –y por tanto la autonomía decisoria del Consejo en la fijación de los estipendios–, incluso si un año suben las retribuciones y simultáneamente disminuyen los dividendos, quebrándose en apariencia la correlación entre rendimiento y *retribución managerial*.

la facultad de determinar, concretar y calcular la remuneración concreta que a cada uno de los Consejeros correspondería percibir.

Cabe recordar a este respecto que el legislador impone a las sociedades cotizadas (lo que es regla común en nuestro entorno europeo) la obligación de establecer en el seno del Consejo de una Comisión de Auditoría, encargada de supervisar el control contable y patrimonial de la compañía, asunto crucial para el buen gobierno; y una Comisión conjunta, o dos separadas, de Nombramientos y de Retribuciones, materias igualmente sensibles y claves para un buen gobierno corporativo, en cuanto se pretende a través de su actuación garantizar la independencia, profesionalidad y rendimiento efectivo de los Consejeros. En el caso de las Comisiones de Remuneraciones, como en el de las de Nombramientos, la composición de sus miembros, en aras igualmente a su independencia, excluirá a los Consejeros Ejecutivos, de modo que estos no puedan *autorremunerarse* sin el control de otros miembros del Consejo de Administración. Coherentemente los miembros de la Comisión de Retribuciones solo podrán ser Consejeros dominicales o independientes (no procede entrar ahora en el sentido y alcance de las cautelas exigibles para garantizar su independencia), recayendo por las mismas razones señaladas la Presidencia en alguno de ellos.

Por todo lo hasta aquí expuesto cabe alcanzar la conclusión de que la nueva regulación propuesta de las Sociedades de Capital ofrecerá un buen punto de partida para intentar garantizar que sea la Junta General de accionistas (y por vía indirecta los propios socios) la que adquiera efectiva competencia sobre el diseño básico del sistema de retribuciones de los Administradores y, en definitiva, tome las riendas de su control último, incluyendo el control de los distintos conceptos o componentes retributivos contemplados estatutariamente, así como los módulos de cálculo o “parámetros” necesarios para la posterior determinación o fijación de las remuneraciones. También corresponderá a la Junta, congruentemente, la competencia y el control de decidir acerca de los términos y condiciones principales de los contratos de servicio, mandato o relación laboral, en su caso, en contemplación a los cuales puede resultar establecida la retribución de los Administradores y de los Altos Directivos.

## Ejercicio a distancia en las juntas de los derechos de asistencia y voto\*

ANDRÉS RECALDE CASTELLS  
*Catedrático de Derecho Mercantil.  
Universidad Autónoma de Madrid*

### I. DELIMITACIÓN DE LA MATERIA

En mi intervención dentro de este interesantísimo Seminario Garrigues, que tan bien ha dirigido Javier Ibáñez, me voy a ocupar de un tema del que ya he tratado en el pasado: el ejercicio a distancia por los accionistas de los derechos de participación (asistencia y voto) en las juntas generales, con atención especial al régimen aplicable a las sociedades anónimas. Debo incluir la advertencia preliminar de que, aunque este seminario pretende tratar de las reformas en ciernes ante la eventual aprobación de la Propuesta de Código Mercantil (PCM) y del inminente Proyecto de Ley para la reforma de la Ley de Sociedades de Capital que el gobierno presentó en consideración al texto formulado por la Comisión de Expertos sobre gobierno corporativo (octubre 2013), las modificaciones legales que comportarían la entrada en vigor de cualquiera de ambos textos no son especialmente relevantes.

La Propuesta de Código Mercantil sí que contempla alguna previsión en la materia (p. ej. arts. 231.75, 231.76, 233.43 PCM) Pero, salvo la

---

\* Este trabajo se integra en el Proyecto DER2012-17798, dirigido por la profesora Josefina BOQUERA MATARREDONA.

admisión de las juntas telemáticas (art. 233-41) no incorpora cambios de importancia respecto de la legislación hoy vigente. Parece que los graves defectos que en esta pueden identificarse, y que luego trataremos de apuntar, no hayan sido tomados en consideración o se hayan despreciado con ocasión de la elaboración de la citada PCM. No podía conocerse, aún, a principios de mayo de 2014, lo que sucedería finalmente con esta Propuesta. Aunque la aprobación por el Gobierno del citado texto como proyecto de ley sea inminente, el reducido periodo de tiempo que queda en esta legislatura no permite aventurar con seguridad cuál haya de ser su futuro, dada la extensión e importancia de ese documento prelegislativo.

Por su lado, el Informe elaborado por la Comisión de Expertos en materia de gobierno corporativo o el Anteproyecto que luego elaboró el gobierno no incluían referencia alguna a la materia, y ello a pesar de que uno de los *leit motiv* de esta propuesta de modificación legislativa es el estímulo al activismo accionarial y al ejercicio de sus derechos corporativos por parte de los accionistas. Quizá se entendiera, con alguna razón probablemente, que en contra de lo que suele afirmarse el voto electrónico no supone realmente un mecanismo relevante para potenciar el activismo accionarial.

En consideración a las razones apuntadas mi atención se centrará en el actual régimen aplicable al ejercicio a distancia de los derechos de asistencia y voto en las juntas de las sociedades anónimas, tal y como se encuentra previsto en el texto vigente de la Ley de Sociedades de Capital y a la luz de cómo han aplicado esas normas en la práctica las sociedades anónimas españolas, sin perjuicio de un pequeño apunte que haremos (*infra* III) sobre su juego en las sociedades de responsabilidad limitada.

## **II. SENTIDO Y FIN (POLÍTICO-JURÍDICO) DE LA INTRODUCCIÓN DE LAS TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN EN LAS SOCIEDADES Y, EN PARTICULAR, EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS**

Constituye una afirmación común la de que las Tecnologías de la Información y Comunicación (TIC) ofrecen una útil herramienta para fomentar la participación de los socios en la vida societaria. Las TIC

son, sin duda alguna, un mecanismo que facilita la convocatoria de la junta y las comunicaciones entre la sociedad anónima y los inversores. Pero también podrían favorecer el ejercicio por los accionistas de sus derechos de participación en la Junta.

En un entorno de progresiva globalización transfronteriza de las inversiones, cada vez es más habitual aquella situación en la que un inversor es accionista de una sociedad cuya sede se encuentra en un lugar muy lejano al domicilio del socio. Para ese accionista, se dice, puede resultar muy costoso trasladarse a un lugar lejano y distante para asistir y votar en la junta. Las TIC podrían ahorrar los costes de desplazamiento y de asistencia de los socios. Por ello se entiende que si se allanaran los obstáculos a una participación a distancia, se incentivaría la participación más intensa de los accionistas en la vida de las sociedades y, con ello, se contribuiría a superar el inconveniente de la conocida pasividad de los accionistas respecto de la vida, que caracteriza a las sociedades anónimas con capital disperso.

Sin embargo, probablemente debería concederse que los costes de desplazamiento no son la única ni la principal razón por la que los accionistas no acuden a votar a las juntas. Mucho más decisivas resultan otras circunstancias, que realmente desincentivan su participación. Su pasividad se explica mejor en los costes de obtención de la información relevante para poder adoptar una postura racional y, sobre todo, los costes para depurar suficientemente esa información. Lo que se plantean los accionistas que son titulares de un reducido número de acciones es si, de hecho, les merece la pena ejercitar sus derechos, cuando esto les supone una importante inversión en obtener la información útil y en un análisis adecuado y formado de esa información. Sobre todo, cuando su participación en el capital es tan reducida que en ningún caso podría bastar, por sí sola, para permitirle ejercer cualquier influencia significativa en las decisiones que la sociedad finalmente llegase a tomar.

Cuando se propone, como política jurídica, el fomento del activismo accionario, lo que se busca es favorecer la intervención en los órganos sociales –y, en particular, en la junta– de esos accionistas «pasivos». Es decir, aquellos que son propietarios de una proporción mínima del capital de la sociedad, cuando una parte relevante de ese capital está disperso en las manos de numerosos accionistas. Sólo así se conseguirá

una cierta supervisión de la gestión, y evitar el conocido fenómeno de que quienes tienen el poder de decisión, no se ven constreñidos por el control de los “propietarios”. Por tanto, el objetivo no es tanto ofrecer un tratamiento especial para el ejercicio del voto aplicable a cualquier socio minoritario, ya que la pasividad no es una característica común a todos los accionistas que no son mayoritarios. Otra cosa es que la norma luego tenga un alcance general y que los mecanismos que permiten el voto a distancia puedan ser utilizados por cualquier accionista minoritario (incluidos los titulares de participaciones importantes) o, incluso, por el mayoritario.

Pero el ámbito general de aplicación del régimen del voto a distancia no debería ocultar las razones de su implantación en la legislación de sociedades anónimas. El correcto tratamiento del voto electrónico y a distancia presupone la definición precisa de lo que es un accionista minoritario. En contraposición a los accionistas mayoritarios, también lo son los titulares de porcentajes relevantes del capital, incluso aunque no sean participaciones que por sí solas atribuyan el control de la sociedad. Los accionistas importantes de una sociedad cotizada, sean mayoritarios o minoritarios, sí que tienen razones y medios para poder ejercer sus derechos e influir (o intentar hacerlo) en las decisiones que se vayan a tomar en la sociedad. La justificación política para el desarrollo del uso de las nuevas tecnologías en el ejercicio de los derechos de los accionistas no se sitúa en la defensa de los intereses de estos accionistas, sino en el fomento de la participación de quienes son titulares de participaciones muy reducidas. Y el objetivo es preferentemente institucional: reforzar las posibilidades de ejercicio por los socios de sus derechos de vigilancia y control, como medida de mejora del gobierno societario.

Sin embargo, aunque ese fuera su fin, quienes quizá se beneficien más de la posibilidad de ejercer a distancia el voto y otros derechos del accionista en la junta, pueden terminar siendo fondos de inversión extranjeros, con participaciones relevantes aunque no mayoritarias en el capital de sociedades anónimas cotizadas españolas, a los que les puede convenir el ejercicio de sus derechos sin necesidad de tener que acudir personalmente a las juntas de sociedades anónimas en las que participan y que se celebren en España.

### **III. ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LAS NORMAS LEGALES: SOCIEDADES ANÓNIMAS Y SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA**

Conviene detenerse brevemente en el análisis del régimen aplicable a la asistencia y al voto a distancia. La posibilidad de asistir y votar desde lugares distantes de en los que se celebra la junta se prevé para las sociedades anónimas desde la Ley de Transparencia de 2003. Desde entonces se permite igualmente conceder poderes de representación para asistir o votar en la junta, que se hubieran emitido por medios de comunicación a distancia. En 2005 esta legislación se modifica para pasar a hablarse de la asistencia telemática a la junta, aunque comprende más supuestos.

El ámbito material de aplicación de estas normas tiene un carácter limitado. En concreto rige sólo para las sociedades anónimas; y no, en cambio, para las sociedades de responsabilidad limitada. De hecho, su finalidad hace referencia, como se indicó anteriormente, a problemas que sólo plantean las grandes sociedades cotizadas con capital disperso.

Sin embargo, el uso de las TIC puede tener también sentido en las sociedades cerradas con un reducido número de socios. En efecto, la vinculación informática de los socios entre sí y con la sociedad con ocasión del ejercicio de los derechos sociales resulta especialmente apta para el caso en el que el número de personas interesado en conectarse con ocasión del funcionamiento del órgano es relativamente escaso. Aquí nuestro Derecho muestra una importante laguna, en la medida en que las normas sobre ejercicio a distancia del derecho de asistencia y voto o sobre concesión de poderes de representación a través de medios de comunicación a distancia siguen limitadas en su aplicación a las sociedades anónimas. Nada se prevé, en cambio respecto de su aplicación a la sociedad de responsabilidad limitada, es decir, el tipo destinado típicamente para las empresas cerradas y con un número escaso de socios.

A partir de esta laguna podría llegar a entenderse que su uso estaría legalmente excluido en las sociedades de responsabilidad limitada. Sin embargo, esto conduce a una auténtica contradicción valorativa que resolvió la RDGRN 19.12.2012. En ella se estableció que, a falta de norma prohibitiva, no debe impedirse el uso de las TIC en este tipo societario. Ciertamente la ley exige una participación presencial de los socios; pero

su objetivo es solo garantizar la colegialidad en la adopción de las decisiones sociales; en definitiva, implantar un mecanismo procedimental, que favorezca la confrontación de las opiniones diferentes de los socios en la que pueda sustentarse la decisión de la sociedad que sea el fruto de la previa deliberación informada.

Pues bien, hoy en día en una sociedad con pocos socios las TICs facilitan sin dificultad esa participación colegial (p. ej. a través de videoconferencia), con tanto o más efectividad que la que resulta de una confrontación física de los socios concurrentes en el mismo momento y lugar.

No habría, por tanto, justificación alguna para prohibir una previsión estatutaria que autorizase el uso de las TIC para el desarrollo de las juntas. La antes citada Resolución del centro directivo de los registros recordó que en las sociedades de responsabilidad limitada la regla debe ser la del reconocimiento del más amplio margen a la autonomía privada. Esta autonomía debe poder utilizarse, en particular, en beneficio de los socios, que es lo que precisamente sucede cuando se les facilita la asistencia y expresión de su voluntad en las juntas a través de medios de comunicación a distancia.

De cualquier manera, aun admitiendo los procedimientos estatutarios que contemplen un voto a distancia de los socios en las sociedades de responsabilidad limitada, el centro de atención de este seminario lo situaremos en la normativa que regula la asistencia y voto a distancia en las sociedades anónimas y en particular en las sociedades cotizadas; sus virtudes, defectos y lagunas.

#### **IV. EL RÉGIMEN DE LA PARTICIPACIÓN (ASISTENCIA Y VOTO) A DISTANCIA EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS**

El vigente artículo 182 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital regula la asistencia telemática a las juntas, mientras que el artículo 184.2 se ocupa de la posibilidad de otorgar poderes por cualesquiera medios de comunicación a distancia (informáticos o de otra naturaleza, p. ej. el simple correo postal) y el artículo 190 trata del voto a distancia (de nuevo sin limitar los medios para reflejar la declaración de voluntad), cuestiones de las que también se ocupan los artículos 526 y ss., normas específicamente previstas para las sociedades cotizadas.

Lo único que la ley exige es que se garantice la identidad del accionista y la seguridad de las comunicaciones. Con respecto de los medios de acreditar la identidad de los accionistas, la ley no requiere que deban ser los más seguros y costosos que se conocen, como es el caso de la firma electrónica reconocida. Por lo tanto, a los mecanismos de seguridad habrá que estar a lo que cada sociedad fije en su página web, ya que legalmente no se prevé un estándar de seguridad mínimo, que deba satisfacerse.

Quienes voten a distancia deberán ser tomados en cuenta como accionistas presentes, aunque a los solos efectos del quórum de constitución, exigido en la ley. Obviamente, su «presencia» no va más allá. Consecuentemente, para una eventual impugnación de acuerdos, a los que emitieron su voto por un medio de comunicación a distancia no se les puede exigir que manifestaran explícitamente su oposición a un acuerdo de la junta, como requisitos para reconocerles legitimación para impugnarlo. Desde el punto de vista de las condiciones legales que se aplican a la impugnación de acuerdos, a estos accionistas que votaron por un medio de comunicación a distancia, y no concurrieron personalmente a la misma sesión de junta, se les podría considerar como “presentes”.

Existen algunas diferencias relevantes entre las normas de las sociedades cotizadas y de las no cotizadas. En relación con las primeras, el artículo 521 LSC habla de varias formas de participación directa, aunque a distancia: (i). Transmisión unidireccional y en tiempo real de la junta mediante un mecanismo de reproducción al que pueda estar conectado el accionista; (ii). Comunicación bidireccional en tiempo real para que los accionistas no solo puedan conocer del desarrollo de la junta, sino también manifestar su parecer desde un lugar distinto; (iii). Mecanismos que faciliten el ejercicio del voto antes o durante la junta, sin necesidad de nombrar un representante; (iv). Conexión por medios telemáticos a un representante que asiste a la junta, para que este manifieste el parecer del socio.

Para analizar el fenómeno, probablemente lo más correcto es partir de dos clasificaciones diferentes en cuanto a la asistencia y el voto a distancia: por un lado, debe diferenciarse entre la participación del accionista en la junta que expresa directamente su voluntad a través de medios de comunicación a distancia (asistiendo y ejerciendo perso-

nalmente el derecho de voto que comunica a través del correo postal, un medio telemático o cualquier otro instrumento de transmisión de la información a distancia) y la asistencia y voto del socio en la junta de forma indirecta y a distancia a través de un representante, cuyo poder puso otorgarse por correo postal u otro medio telemático; el segundo criterio de clasificación relevante es el que diferencia dos supuestos, en función de si la comunicación del sentido del voto por el socio (sea personalmente o a través de representante) se traslada antes de la celebración de la junta o se produce de forma coetánea a su celebración.

En la realidad práctica española, la vía más utilizada es, por mucho, aquella en la que el accionista vota antes de la junta y remite ese voto (por mail o por correo) para que este se contabilice en el recuento que se efectuará durante la celebración de la reunión. Los otros procesos de juntas telemáticas con participación multidireccional de todos los socios y administradores que se comunican entre sí son *de facto* muy poco utilizados o, prácticamente, desconocidos.

Quizá debiera admitirse esta posibilidad con arreglo al Derecho español vigente (lo prevé el art. 233-41 de la PCM, pero no resuelve ninguno de los problemas que el supuesto plantea), aunque debe reconocerse que el voto a distancia que se ejerce de manera directa y en tiempo real, concurriendo el accionista a la propia junta por un medio que permite la comunicación bidireccional (realmente multidireccional), no deja de plantear graves dificultades aplicativas.

Aquí entrarían los supuestos de juntas realizadas a través de internet, en las que los socios están conectados viendo y escuchando las opiniones y deliberaciones que se expresan en la junta, pero también manifestando las suyas propias. El supuesto de la junta abierta con participación multidireccional puede ser muy útil, pero sólo para sociedades con un número reducido de socios. Las dificultades son mucho mayores para esta participación personal del accionista en las sociedades con un número amplio de socios. De ahí que en EEUU en estos casos se abra la posibilidad de un ejercicio del voto a través de *proxies* a los que están conectados los accionistas, *proxies* que reciben de los accionistas instrucciones sobre el sentido en el que debe votar según se va desarrollando la junta.

El caso de la junta que se celebra enteramente en un «espacio virtual» plantea, a su vez, nuevos inconvenientes, ya que hoy por hoy la ley exige que la junta se celebre en el domicilio de la sociedad. En alguna ocasión se ha dicho que su celebración a través de la página web de la sociedad podría cubrir esa exigencia, aunque lo veo complicado, ya que la función del sitio web de la compañía es exclusivamente informativa.

## V. EL USO DE LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS POR LAS SOCIEDADES COTIZADAS ESPAÑOLAS

Si algo caracteriza el régimen relativo al voto electrónico en España es el enorme margen dejado a la autonomía privada. La regulación legal es muy escueta y se caracteriza por una remisión abierta a los estatutos, al reglamento de la junta y, en último caso, a lo que pudieran decidir los administradores. A diferencia de lo sucedido en otros países, en el nuestro falta cualquier regulación legal o reglamentaria que resuelva las múltiples cuestiones que suscita el uso de estos mecanismos de comunicación de la voluntad del accionista: por ejemplo reglas sobre preferencia entre las diferentes formas de uso del voto, personas responsables del control y gestión de los votos, procedimientos para ese control y gestión, consecuencias del incumplimiento de las reglas procedimentales.

Dada esa amplia remisión a la autonomía privada, conviene analizar con cierto detenimiento el uso que de ella se ha hecho en la práctica. En España, las sociedades cotizadas hacen constante propaganda de las posibilidades de voto que facilitan a los accionistas y, de hecho, cada vez más sociedades cotizadas permiten el voto electrónico. Sin embargo, respecto de la virtualidad de estos mecanismos participativos debo manifestar un escaso optimismo. El progreso es lento, si uno analiza los informes de gobierno corporativo. Pero, además, puede percibirse en ellos otras cosas de interés desde el punto de vista de la difusión de estos modelos de voto a distancia. En particular, se aprecia que en la realidad práctica el único supuesto de importancia es aquel en el que los accionistas emiten sus votos antes de la junta, mientras que la participación coetánea o “en tiempo real” es casi desconocida<sup>1</sup>. En el primer caso, la sociedad, por tanto, recibe los votos antes de que la junta se celebre.

1 En el informe de gobierno corporativo de Santander S.A correspondiente al ejercicio 2013, el voto a distancia comprende 0,011% por voto electrónico y 15,443% por voto por correo. En el caso del BBVA los porcentajes son similares: 0'10, frente

En definitiva, el voto electrónico durante la junta se halla estancado, mientras que sí que ha adquirido una difusión muy importante la práctica del envío del voto por los accionistas con anticipación a la celebración de la junta, voto que la sociedad recibe antes de celebrar la junta. De hecho, en los procedimientos que fijan en los estatutos o que establecen los mismos administradores, se suele exigir que los votos se reciban con cierta antelación para poder realizar un recuento de esos votos.

Esto supone una exigencia suplementaria para el que vota a distancia, respecto de las previsiones generales que se aplican al voto presencial. Sin embargo, no debería verse en ello una infracción del principio de igualdad, ya que la recepción del voto con un tiempo de antelación es una razonable condición para que la sociedad pueda tener en cuenta esos votos en relación con cada uno de los asuntos del orden del día que se van a tratar en ella.

Pero el régimen del voto a distancia suscita otras cuestiones, que permiten percibir inconvenientes más graves desde el punto de vista del buen gobierno corporativo. La cuestión clave reside, como ya se ha reiterado, en que el socio remite su voto a la sociedad antes de la fecha en que se celebra la junta. Pero en España quien recibe los votos son siempre los administradores o, más precisamente-, los ejecutivos de la compañía.

Concurre aquí el grave riesgo de que en un entorno de lucha competitiva por el control de la empresa o de una campaña crítica hacia la gestión desempeñada, esos directivos pudieran desarrollar conductas estratégicas destinadas a desactivar un eventual voto de censura o contrario a las propuestas presentadas por el consejo. Piénsese en la eventualidad de una propuesta de acuerdo en materia de retribución de administradores, que contase con un voto crítico apoyado por un elevado número de votos negativos entre el accionariado disperso.

Lo cierto es que en el Derecho español (insistimos, a diferencia de otros ordenamientos), faltan las necesarias cautelas frente a este tipo de peligros. El voto a distancia debería servir para facilitar la participación de los accionistas y, de esa manera, para propiciar una supervisión más

---

a 34'16 (en 2012 0'03, frente a 22'34), en el caso de Telefónica el voto electrónico es 0'09 y el voto por correo no se menciona. Lo mismo pasa en Repsol, donde el voto electrónico es del 0,0052%, o en Bankinter (0,81% de voto electrónico) o en Indra (0,01 % de voto electrónico. Los datos, sin embargo, no son del todo seguros.

directa de la gestión desarrollada por los ejecutivos. Sin embargo, estos mismos ejecutivos **disponer** de un mecanismo para desactivar esos controles. Frente a la laguna de nuestro Derecho, en otros países se prevé que los votos enviados a la sociedad deben recibirse y contabilizarse por una entidad independiente o que esta entidad debe mantenerlos en secreto antes de trasladar el resultado a la junta durante su celebración. Este tipo de cautelas brillan por su ausencia en la mayor parte de los estatutos, reglamentos de junta o procedimientos fijados por los consejos de administración para el ejercicio del voto a distancia.

Me parece realmente preocupante esa situación en la que los administradores, para cuyo control o vigilancia teóricamente se destinaban estas técnicas de participación a distancia, tengan acceso a los votos, conozcan su contenido, pueden contabilizarlos y eventualmente pudieran incluso verse en disposición de adoptar medidas que en función de su resultado se pudieran dirigir a desactivar esos votos críticos a la gestión. En efecto, ante un voto contrario a las propuestas del consejo, los administradores podrían presentar propuestas alternativa, con el fin de que los votos de los accionistas que votaron con antelación no fueran objeto de recuento. Si el voto a distancia pretende facilitar la fiscalización de la gestión de las grandes sociedades anónimas, modelos, como el de la práctica española, lo que hacen es producir el efecto contrario de abrir caminos para su utilización por los grupos directivos, facilitando la defensa de aquellos que deberían ser objeto del control.

Pero hay otras lagunas. Probablemente hubiera sido conveniente regular también de manera adecuada las implicaciones entre el ejercicio del voto a distancia y el derecho de la minoría a designar una representación proporcional en el consejo de administración. Una vez más ambos procedimientos técnicos pueden conducir a desajustes, que no se deberían dejar al ámbito de la autonomía privada.

El complejo sistema de reglas procedimentales que regulan el ejercicio a distancia del voto puede conducir a errores y a fallos técnicos, que eventualmente pudieran abrir el camino a la impugnación de los acuerdos. Sin embargo los vicios de forma en el voto deben someterse, lógicamente, al escrutinio del principio de resistencia, tal y como ha establecido la STS 15 de enero 2014 (caso At. Madrid), previsión que también se contempla en el Anteproyecto de reforma de la LSC en relación

con el buen gobierno corporativo. Esto supone que si los votos de uno o varios accionistas que utilizaron los procedimientos de voto a distancia debieran considerarse ineficaces por el incumplimiento de las normas procedimentales (legales o estatutarias) aplicables esto no trascenderá sobre la validez del acuerdo, si los votos no hubieran sido decisivos para la aprobación del acuerdo y, consiguientemente, este no podría impugnarse. En definitiva, si en la ley se introdujese la regla de la resistencia, los votos recibidos o emitidos con vicios no darían lugar a una impugnación del acuerdo con votos viciados salvo que el número de los votos afectados repercutiese sobre la mayoría con la que se adoptó el acuerdo.

## VI. CONCLUSIÓN

Muchas otras cuestiones no resueltas en las anteriores páginas sobre la asistencia y el voto a distancia pueden ser el origen de problemas y de dificultades aplicativas. En este seminario no han podido ser atendidas. Pero sí quiero concluir advirtiendo mi suspicacia frente a las proclamas apoyadas en la mejora del gobierno corporativo. Sospecho de que la introducción del régimen del voto electrónico no termine por ser una herramienta que tenga más de cosmética que de efectiva mejora en el buen gobierno. Algún prestigioso profesor (RODRÍGUEZ ARTIGAS) decía en ese sentido que un mecanismo creado para controlar a los administradores podría acabar suponiendo un medio que estos puedan utilizar para que defenderse de los socios.

# La igualdad de trato en el régimen de la junta general de la sociedad anónima –reflexión breve a la luz de la reforma de las sociedades de capital de 2014–

RAFAEL ILLESCAS ORTIZ

*Vocal Permanente de la Comisión General de Codificación  
Catedrático de Derecho Mercantil. Universidad Carlos III de Madrid*

## I. APROXIMACIÓN AL TEMA: EL DEBATE SOBRE EL MODELO DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA EN EUROPA

En materia de sociedades anónimas, la historia de la norma española, siempre hasta 1978 y después de la Constitución Española, ha vivido en una cierta contradicción; primero, por seguir la tradición liberal del mercantilismo español pero, al mismo tiempo, las fuentes intelectuales de la doctrina alemana y la legislación alemana, que es de origen nacionalsocialista, al ser aprobada en 1937<sup>1</sup>.

Se plantea al construir el sistema de derecho de sociedades si hay que promulgar una norma para que los socios reciban una remuneración, o una norma para que las funciones institucionales del objeto social se antepongan a los intereses de los socios, y por ende, de la sociedad. En esta dicotomía se debate largamente el derecho de sociedades

---

1 Gesetz über die Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktiengesetz) vom 30. Januar 1937.

europeo, ya desde la influencia ejercida por la aristocracia renana de corte nazi. Hasta 2006, en concreto, la legislación anglosajona se centraba en un modelo de sociedad que procura la obtención de beneficio, y ese era el objeto del funcionamiento de los órganos sociales. Ahora en cambio titubean en el Reino Unido, donde no han podido resistir al influjo de la corriente laborista de los llamados *stakeholders*.

Desde 2006, en España, se lleva elaborando el nuevo Código Mercantil, y sólo en el último momento antes de que los ministros logren ponerse de acuerdo para su impulso definitivo, se nos plantea en la Comisión General de Codificación la necesidad que se introduzcan unas cuestiones sobre responsabilidad social corporativa con eficacia obligacional. No plantearé ahora más que lo inoportuno de esa introducción y la necesidad de reflexionar sobre el modelo de sociedad, antes de abordar el problema de la igualdad de trato que nos ocupa.

## II. ~~CONSIDERACIONES GENERALES~~ SOBRE LA IGUALDAD DE TRATO EN EL RÉGIMEN DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA ESPAÑOLA

Por parte de la doctrina, en materia de igualdad de accionistas, se ha hablado y escrito abierta y rotundamente en los últimos tiempos. En esta materia, sin embargo, la ley de 1951 no decía nada, pero desde su propio borrador se diferenciaba entre clases de acciones, lo que suponía que se introducían reglas que rompían la igualdad de los accionistas en sentido político.

Debe recordarse que la igualdad de accionistas no puede afirmarse como principio del derecho de sociedades desde que existen clases y series de acciones. Por eso, dejó en la doctrina de hablarse de igualdad de accionistas y empezó a hablarse de igualdad de trato, con lo que la igualdad en cuestión no es ya una igualdad absoluta sino relativa. Pero por otra parte, puede afirmarse que la ley que consagraba la igualdad relativa no se acompañó después con la ejecución de la serie de decisiones de política legal que ella misma establecía.

Desde mi punto de vista, el nudo gordiano de la igualdad relativa en nuestro derecho de sociedades está en el régimen del derecho de voto y en el del derecho de asistencia, ya que, en contrato, si los esta-

tutos pueden fijar un número mínimo de acciones para asistir o para votar en junta, el trato recibido por los accionistas no es el mismo.

### **III. COMENTARIO BREVE SOBRE LAS RESTRICCIONES ESTADUTARIAS AL EJERCICIO DE LOS DERECHOS POLÍTICOS DE ASISTENCIA, REPRESENTACIÓN Y VOTO EN LA JUNTA DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS**

Esta es una restricción de carácter relativo, y supone una barrera de acceso a la participación en los órganos sociales, y muy apreciable, para aquellos socios que no llegan al mínimo estatutario establecido para acudir o votar en junta. Así, no se les prohíbe participar en la junta, pero deben aunar su tenencia de acciones con otras tenencias, para poder ejercer su derecho de voto o asistencia, siempre de forma indirecta ya que actuarán a través de representante.

Un socio que no asiste a la junta, está así discriminado o en situación de desigualdad con respecto al que sí lo hace, por mucho que el orden del día esté prefijado, ya que el socio ausente no puede pronunciarse sobre los acuerdos adoptados. Aún, se duda en la doctrina sobre si en el voto electrónico son aplicables o priman las reglas de tenencia mínima. En este sentido, a mi juicio, deben prevalecer las disposiciones de los estatutos, y, de otra parte y en defecto de disposiciones estatutarias, esta regla legal de tenencia mínima se ha de aplicar, por virtud del principio de equivalencia funcional, tanto a quien actúa presencialmente como a quien lo hace electrónicamente.

Hoy en día, el Código Mercantil permite esta restricción estatutaria en la sociedad anónima. A mí me parece sin embargo que cualquier fomento legislativo de la disociación entre poder y propiedad es muy peligroso. Para comprenderlo me referiré al ejemplo de nuestro sistema financiero, y en concreto al caso de las cajas de ahorros. En España, la experiencia ha mostrado que con las cajas de ahorros, aunque han desaparecido ya 48 de las cajas existentes antes de la crisis, nadie ha perdido sus ahorros.

Cabe preguntarse entonces por qué, sin embargo, los bancos no han desaparecido. A mi juicio, porque, en las cajas, la disociación entre poder y propiedad ha sido siempre perfecta, ya que no había relación alguna de identidad o identificación entre grupos de interés, sino de

contraposición. En efecto, y por su régimen jurídico especial, resulta que en las cajas no había propietarios sino solo gestores, que atendían sus intereses propios.

En los bancos, en cambio, esto no pasaba; eran sociedades anónimas. El caso es que esa experiencia de las entidades de crédito españolas demuestra que la separación o disociación entre poder y propiedad resulta muy perjudicial para los intereses de la propia entidad o sociedad.

Entiendo que el legislador, y en concreto cuando va a regular como ahora está sucediendo con la reforma, la disciplina de las sociedades de capital, no debe permitir que esa disociación o separación se produzca, o debe procurar reducirla, ya que nadie cuida de sus intereses como uno mismo, y aún más en el terreno profesional. Tengo la impresión de que el legislador mercantil ha ido olvidando a lo largo del tiempo algo esencial y es que los accionistas de una compañía, en cuanto respecta al ejercicio de los derechos políticos, son los propietarios. Y el propietario es quien cuida y debe cuidar sus propios intereses.

#### **IV. REFERENCIA A LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN RELACIÓN CON EL DESENVOLVIMIENTO PRÁCTICO DEL PRINCIPIO DE IGUALDAD EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS**

Por otra parte, cuando se debate sobre el régimen de los derechos políticos nos olvidamos con frecuencia de la existencia de un tipo particular de accionistas en las sociedades cotizadas, que son las instituciones de inversión colectiva, que son socios, que tiene tres cabezas o instituciones visibles: el depositario, el gestor y el fondo de inversión.

El fondo en sí es una comunidad de bienes, cuyo depositario es quien cobra, y dicho sea de paso, a cambio de hacer prácticamente nada, ya que el depósito y la gestión de los valores la lleva el correspondiente registro electrónico de anotaciones. De los titulares de los fondos depositados y reinvertidos en acciones o en valores de participación, no se sabe muy bien si son accionistas, en cuanto titulares indirectos de las participaciones accionariales en que reinvierten los gestores de los fondos, o si en cambio son, en cuanto comuneros o copropietarios y partícipes del fondo, accionistas directos.

A pesar de que esa duda doctrinal está ahí, la legislación actual de instituciones de inversión colectiva –Ley 35/2003 y reglamento de desarrollo aprobado por RD 1082/2012– respectivamente en sus artículos 46.1.d) y 115, imponen en todo caso la obligación de votar –por cuenta de los titulares finales o partícipes– a las sociedades gestoras en todas las juntas generales de las sociedades anónimas en las que dichos titulares inversores tengan una participación común o conjunta desde hace un año y superior al 1% del capital social.

Esta regla genera un criterio de enorme desigualdad, porque el socio que no es o no forma parte de una institución de inversión colectiva no tiene obligación de asistir y votar, pero el que sí lo es, o su gestor, sí tiene obligación de asistir y votar y, además, en un determinado sentido.

La ley no obstante establece diversas fórmulas para modular la rigidez de esa obligación. En este contexto, me parece que hay también desigualdad. La legislación española es adecuada a lo que hoy ocurre en el panorama internacional, donde el activismo de los accionistas no es activismo de accionistas personas físicas, sino de instituciones de inversión colectiva, que son los sujetos que han pasado a ser activistas sobre todo en la última década; sin perjuicio de que todos, en la realidad actual de las juntas de las sociedades cotizadas, sean, de hecho, no activistas, sino más bien *pasivistas*. Así, por ejemplo, lo muestra que ellos nunca aceptan puestos en el órgano de administración de la compañía.

La cuestión clave es, en definitiva, que a la hora de aplicar la teoría de la igualdad se debe entender que la igualdad como principio no debe ser objeto de ruptura por parte del legislador. La igualdad es también un principio del derecho de sociedades. Sin perjuicio de esto, la igualdad es relativa. Y por eso hay que reconocer, entre otras consecuencias, que hay dos tipos de socios en la compañía cotizada bien diferenciados en su modo de ejercer los derechos políticos: los socios individuales y los socios colectivos o que operan a través de instituciones de inversión.

Finalmente, les diré que aunque soy firme partidario de que no se disocie poder y propiedad por las razones que he indicado, entiendo que la libertad de pactos debe prevalecer en las sociedades de capital de forma que, si hay una regla en la constitución de la compañía o en sus estatutos que establezca desigualdades, estas quedan válidamente establecidas y la regla que las crea no puede impugnarse solo por ese

motivo. Lo cierto es que, en definitiva, la libertad de las partes para establecer pactos, aunque creen desigualdad entre los socios, debe primarse en este ámbito por encima de la propia igualdad de trato como principio del derecho de sociedades.

# ANEXOS



# Anexo I

## ESTUDIO SOBRE PROPUESTAS DE MODIFICACIONES NORMATIVAS COMISIÓN DE EXPERTOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO

MADRID, 14 DE OCTUBRE DE 2013

<b>I. SUMARIO COMPLETO DEL ESTUDIO</b> . . . . .	185
<b>1. INTRODUCCIÓN</b> . . . . .	187
1.1 <i>Creación de la Comisión de Expertos</i> . . . . .	187
1.2 <i>Antecedentes</i> . . . . .	188
1.3 <i>Trabajos y documentación de referencia</i> . . . . .	190
<b>2. CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE EL TRABAJO REALIZADO POR LA COMISIÓN DE EXPERTOS</b> . . . . .	194
2.1 <i>Metodología de trabajo</i> . . . . .	194
2.2 <i>Ámbito subjetivo de aplicación</i> . . . . .	196
<b>3. MODIFICACIONES NORMATIVAS EN MATERIA DE JUNTA GENERAL Y DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS</b> . . . . .	196
3.1 <i>Consideraciones previas</i> . . . . .	196
3.2 <i>Competencias de la junta general de accionistas</i> . . . . .	198
3.2.1 <i>Núcleo de competencias mínimas de la junta</i> . . . . .	198

3.2.2	Competencias de la junta en asuntos de gestión . . .	198
3.2.3	Competencias adicionales de la junta en las sociedades cotizadas . . . . .	199
3.3	<i>Derechos de los accionistas minoritarios. Especial referencia a las facultades relativas a la junta general de accionistas . . . . .</i>	201
3.4	<i>Convocatoria de la junta general. . . . .</i>	204
3.5	<i>Derecho de asistencia a la junta general . . . . .</i>	205
3.6	<i>Votaciones en la junta general. . . . .</i>	206
3.6.1	Cuestiones planteadas . . . . .	206
3.6.2	Votación separada de las propuestas de acuerdo . . .	206
3.6.3.	Conflicto de intereses . . . . .	207
3.6.4.	Cláusulas limitativas del voto. . . . .	210
3.6.5	Fraccionamiento del voto . . . . .	210
3.7	<i>Adopción de acuerdos en la junta general . . . . .</i>	212
3.8	<i>Derecho de información de los accionistas. . . . .</i>	215
3.9	<i>Impugnación de acuerdos sociales . . . . .</i>	218
3.10	<i>Asociaciones y foros de accionistas . . . . .</i>	225
3.11	<i>Conocimiento de la identidad de los accionistas . . . . .</i>	227
3.12	<i>Facultades atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores . . . . .</i>	228

**II. TEXTO PARCIAL DEL ESTUDIO DE LA COMISIÓN DE EXPERTOS: MODIFICACIONES NORMATIVAS INTRODUCIDAS EN MATERIA DE LA JUNTA GENERAL. INTRODUCCIÓN (1.), CONSIDERACIONES SOBRE EL TRABAJO DE LA COMISIÓN DE EXPERTOS (2.) Y MODIFICACIONES PROPUESTAS EN MATERIA DE LA JUNTA GENERAL (3.)**



## 1. INTRODUCCIÓN

### 1.1 CREACIÓN DE LA COMISIÓN DE EXPERTOS

Como parte del Plan Nacional de Reformas de 2013, el Consejo de Ministros acordó, el pasado 10 de mayo, crear una Comisión de Expertos para la elaboración de un estudio en el que analice la situación del buen gobierno de las sociedades en España y proponga cuantas medidas permitan mejorar la eficacia y responsabilidad en la gestión de las sociedades españolas. El objetivo es alcanzar el más alto nivel de cumplimiento de los criterios y principios internacionales de buen gobierno.

En particular, se encomendó a la Comisión de Expertos valorar la potenciación del papel de las juntas de accionistas en el control de las políticas de retribución de los órganos de gestión y alta dirección de la sociedad, las medidas que se deben adoptar para que la función de los administradores tenga por finalidad el incremento del valor de la compañía y la adecuada retribución del accionista, donde se prestará especial atención al sistema de remuneraciones, que deben estar supeditadas al logro de este objetivo, a la responsabilidad derivada de sus actuaciones y al establecimiento de reglas claras respecto a los mecanismos que pueden permitir a los administradores y a otros agentes influir en las juntas de socios, en las que se deben evitar los conflictos de interés y amparar las legítimas expectativas de los socios minoritarios. Asimismo, se debían proponer iniciativas destinadas a que la información suministrada por los administradores a los socios y a los mercados sea veraz y comprensible.

El mencionado acuerdo dispone que en el plazo de cuatro meses desde su constitución, la Comisión de Expertos remitirá el estudio elaborado a los ministerios de Economía y Competitividad y Justicia, a efectos de su elevación al Consejo de Ministros, a fin de que el Gobierno, a partir de ese informe y, en los dos meses siguientes, apruebe las reformas o propuestas normativas que resulten necesarias, y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV), en el plazo de cuatro meses, complete la revisión del Código Unificado.

La composición de la Comisión de Expertos es la siguiente: Representantes del sector público: La presidenta de la CNMV, Dña. Elvira Rodríguez Herrero, que asume la presidencia de la Comisión de Expertos. La vicepresidenta de la CNMV, Dña. Lourdes Centeno Huerta. Dos

representantes del Ministerio de Justicia: D. Juan Bravo Rivera, subsecretario de Justicia; y Dña. Marta Silva de Lapuerta, abogada general del Estado. Dos representantes del Ministerio de Economía y Competitividad: D. Miguel Temboury Redondo, subsecretario de Economía y Competitividad; y D. Íñigo Fernández de Mesa Vargas, secretario general del Tesoro y Política Financiera. Representantes del sector privado: D. Cándido Paz-Ares Rodríguez y D. Fernando Vives Ruiz, nombrados a propuesta del Ministerio de Justicia. D. Fernando Peñalva Acedo y D. Tomás Garicano Rojas, nombrados a propuesta del Ministerio de Economía y Competitividad. D. Manuel Conthe Gutiérrez y D. Enrique Piñel López, nombrados a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## 1.2 ANTECEDENTES

Las deficiencias en el gobierno corporativo han jugado un papel muy relevante en la génesis y el desarrollo de la actual crisis financiera. Las normas y las recomendaciones actuales no han proporcionado el entorno de control y equilibrio necesarios para reforzar las buenas prácticas empresariales.

La OCDE mantiene que, a diferencia de otras materias, como, por ejemplo, la regulación prudencial, los códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo siguen siendo, sin embargo, una alternativa adecuada a la regulación. No obstante, invita a los gobiernos a que revisen con regularidad su marco normativo y la capacidad supervisora de sus autoridades competentes.

En los últimos años hemos asistido a una proliferación de iniciativas relacionadas con las buenas prácticas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, cuya intensidad se ha multiplicado a partir del inicio de la crisis financiera internacional. Entre estas iniciativas interesa destacar las siguientes:

El 22 de mayo de 2006, se aprobó el Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (Código Unificado). El Consejo de Ministros había encomendado a la CNMV la unificación y la actualización de las recomendaciones de gobierno corporativo, hasta entonces dispersas en los informes Aldama (2003) y Olivencia (1998). Además de dichos informes, el grupo de trabajo tomó en consideración las recomendaciones de la Comisión Europea sobre la remuneración de los consejeros de las empresas cotizadas y sobre el papel de los consejeros

no ejecutivos, así como los principios de buen gobierno corporativo de la OCDE. En 2006 se modificó la Directiva 78/660/CEE del Consejo, de 25 de julio de 1978, relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad. Esta directiva introdujo un nuevo artículo 46 bis<sup>1</sup>, que exigió a los emisores cuyos valores hubieran sido admitidos a negociación en un mercado regulado incorporar un informe anual de gobierno corporativo en sus informes de gestión. El informe anual debe contener, como mínimo, una referencia al código de gobierno corporativo al que la sociedad esté sujeta y la explicación de las razones por las que, en su caso, no aplica alguna de sus recomendaciones. Con esta directiva, la normativa europea sobre transparencia introdujo la aplicación del principio de «cumplir o explicar» a los emisores de valores.

En 2009, en plena crisis financiera, la Comisión Europea emitió nuevas recomendaciones sobre las remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas y las instituciones financieras, como complemento de las anteriores de 2004. En 2010, el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio, modificó la composición y funciones del Comité de Auditoría, creó el Foro Electrónico de Accionistas y la posibilidad de que se puedan constituir asociaciones de accionistas. La Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, introdujo dos nuevos artículos en la Ley del Mercado de Valores (en adelante, LMV): artículo 61 bis sobre el informe anual de gobierno corporativo; y 61 ter relativo al informe anual de retribuciones. Entre otras novedades, dichos artículos establecieron la obligación de que el informe de gobierno corporativo contenga una descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera y la obligación de someter a votación, con carácter consultivo y como punto separado del orden del día, un informe sobre las remuneraciones de sus consejeros. En 2011 se publicó, también, la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.

Por último, la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, determina el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de aho-

ros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. Dicha norma también regula la definición de las distintas tipologías de consejeros.

Las iniciativas descritas han elevado a rango legal varias recomendaciones del Código Unificado y sus definiciones. Por ello, la CNMV ha actualizado las recomendaciones del Código Unificado: ha suprimido aquellas que han sido recogidas en la normativa legal desde su publicación en 2006.

### 1.3 TRABAJOS Y DOCUMENTACIÓN DE REFERENCIA

La Comisión de Expertos se constituyó el 31 de mayo de 2013 y ha mantenido desde entonces numerosas reuniones periódicas en las que ha estudiado y debatido sobre los aspectos más relevantes relacionados con el gobierno corporativo de las sociedades y, en especial, sobre las competencias y el funcionamiento de la junta general, los derechos de los accionistas, los deberes y el régimen de responsabilidad de los administradores, la composición y funciones del Consejo de Administración, sus comisiones y las remuneraciones de los consejeros.

La primera cuestión abordada por la Comisión de Expertos ha sido diferenciar aquellas cuestiones que deben ser propuestas para la mejora del marco regulatorio vigente de las que han de constituir recomendaciones de seguimiento voluntario sujetas al principio de «cumplir o explicar».

En el desarrollo de su trabajo, la Comisión de Expertos, siguiendo el mandato recibido, ha analizado el grado de seguimiento y la relevancia de las recomendaciones contenidas en el Código Unificado de las Sociedades Cotizadas, los estándares internacionales de buen gobierno y, en particular, las recomendaciones que haya efectuado o tenga en estudio la Comisión Europea, así como diversos documentos y propuestas de organismos internacionales y asociaciones, aportaciones doctrinales y la legislación de los países comparables.

Respecto de la realidad española, además del análisis de la legislación societaria y de las recomendaciones contenidas en el Código Unificado, la Comisión de Expertos ha tomado en especial consideración la Propuesta de Código Mercantil recientemente publicada. En particular, se han analizado los siguientes documentos:

- a) Código Unificado. Análisis comparativo de códigos extranjeros

El Código Unificado ha sido objeto de un análisis minucioso y ponderado al objeto de identificar aquellas recomendaciones que, por su naturaleza e importancia para mejorar el marco normativo actual, deberían ser incorporadas a la propuesta de reformas normativas.

Además, se han analizado los códigos de buen gobierno de Alemania, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y la Bolsa de Nueva York, y se han tomado en consideración estudios comparativos sobre las mejores prácticas seguidas en distintos países, con objeto de identificar y valorar las recomendaciones no recogidas en la legislación española vigente ni en el Código Unificado.

- b) Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, de junio de 2013

Coincidiendo con la constitución de la Comisión de Expertos, se ha publicado la Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Comisión General de Codificación. La Propuesta de Código revisa y actualiza el derecho societario y la regulación específica de las sociedades anónimas cotizadas. Al igual que la normativa vigente, el texto propuesto establece un régimen propio para las sociedades cotizadas a las que resulta de aplicación supletoria la regulación de las sociedades anónimas. La singular dimensión corporativa de las sociedades cotizadas, las implicaciones que tiene su apertura al mercado de valores, la combinación de intereses afectados por su actividad y los problemas de agencia justifican, entre otras circunstancias, un régimen legal diferenciado.

La Comisión de Expertos ha analizado y tomado en consideración las novedades de la Propuesta de Código Mercantil (en adelante, PCM) para mejorar la eficacia y la gestión de las sociedades cotizadas, lo que en distintas ocasiones la ha obligado también a reflexionar sobre el régimen general de las sociedades de capital.

- c) OCDE

Los principios de gobierno corporativo de la OCDE, que datan de 1999, fueron objeto de una profunda revisión en 2004. Sin embargo, la crisis financiera puso de manifiesto graves deficiencias que motivaron que en 2008 se aprobara un plan de acción para desarrollar un conjunto de recomendaciones en áreas como: la política de remuneración, la gestión del riesgo, las prácticas del consejo y el ejercicio de

los derechos de los accionistas; y para proponer instrumentos para la mejora en la aplicación de las recomendaciones ya publicadas. Este trabajo, sobre las lecciones de la crisis, fue publicado en tres informes entre febrero de 2009 y febrero de 2010.

Los dos primeros informes destacaban debilidades de gobierno de las empresas que jugaron un papel importante en el desarrollo de la crisis: (i) retribuciones, (ii) gestión de riesgos, (iii) prácticas del consejo y (iv) ejercicio de los derechos de los accionistas. Pese al diagnóstico, la OCDE no consideró necesario modificar sus principios de 2004, pero señaló como prioritario incentivar su grado de implantación. Por ello, el tercer informe incluye recomendaciones y buenas prácticas, dirigidas a empresas, reguladores y gobiernos, con el objetivo de mejorar el grado de adopción de los principios de 2004.

Por último, en 2013 publicó un nuevo documento con reflexiones sobre gobierno corporativo, su impacto en las empresas y la importancia del compromiso de los inversores. (*Who cares? Corporate Governance in today's equity markets*).

#### d) Comisión Europea

La Comisión Europea considera prioritario el desarrollo del buen gobierno corporativo. La profundidad de la crisis y sus causas han justificado una mayor actividad en esta materia y el incremento de sus iniciativas en ella, entre las que destacan:

Recomendación sobre la estructura y transparencia de las retribuciones de los administradores de las sociedades cotizadas (3177/2009/CE), como complemento a las dos anteriores emitidas en diciembre de 2004 (913/2004/CE) y febrero de 2005 (162/2005/CE).

*Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*. Septiembre 2009.

Libros verdes en materia de gobierno corporativo: *Corporate Governance in financial institutions and remuneration policies*. Junio 2010. *Feedback Statement. Summary of responses to Commission Green Paper on Corporate Governance in financial institutions; The EU corporate governance framework*. Abril 2011. *Feedback Statement. Summary of responses to Commission Green Paper on corporate governance framework*. Noviembre 2011.

Diversidad de género: *Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council on improving the gender balance among non-executive*

*directors of companies listed on stock exchanges and related measures*. Noviembre 2012.

Plan de Acción: *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones. Plan de acción: derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo; un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas*. Diciembre 2012.

Información no financiera: *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council, amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large companies and groups*<sup>6</sup>. Abril 2013.

Composición del Comité de Auditoría: *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council, amending Directive 2006/43/EC on statutory audits of annual accounts and consolidated accounts*. Junio 2013.

e) European Securities Markets Authority (ESMA)

Uno de los aspectos especialmente destacados en los informes de la OCDE, los libros verdes de la Comisión Europea, las recomendaciones sobre los sistemas retributivos de los consejeros y el posterior plan de acción, es la importancia del diálogo entre las empresas y sus accionistas e inversores institucionales, así como el grado de compromiso de estos últimos respecto al gobierno corporativo de las entidades en las que invierten por cuenta de sus clientes.

En este contexto, y teniendo en cuenta la cada vez mayor relevancia que está adquiriendo la figura de los asesores de voto (*proxy advisors*) en el establecimiento de las políticas de voto de los inversores institucionales y el desarrollo de las juntas de accionistas, ESMA ha elaborado un documento con recomendaciones sobre la actividad de estos. El documento mencionado se publicó en diciembre de 2012 bajo el título *Feedback statement on the consultation regarding the role of the Proxy advisory industry*.

f) Otras publicaciones analizadas

Se han considerado, también, aportaciones doctrinales, opiniones e informes publicados por consultores, inversores institucionales, asociaciones privadas interesadas en el gobierno corporativo y por los más importantes asesores de voto (*proxy advisors*) internacionales.

## 2. CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE EL TRABAJO REALIZADO POR LA COMISIÓN DE EXPERTOS

### 2.1 METODOLOGÍA DE TRABAJO

En el contexto temporal y de contenido del mandato recibido, la Comisión de Expertos ha circunscrito su análisis y estudio al conjunto de las cuestiones que han sido objeto de mayor interés, debate o discusión doctrinal en el ámbito nacional e internacional.

La Comisión de Expertos ha estructurado el análisis del marco actual existente en España y de las propuestas encaminadas a mejorarlo en dos grandes bloques, siguiendo básicamente el mismo esquema que el contenido en la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC): por un lado, se analizaron y discutieron las materias relacionadas con la junta general y los derechos de los accionistas y, por otro, las relativas al Consejo de Administración y al estatuto de los administradores, atendiendo a sus deberes fiduciarios y a su régimen de responsabilidad, la organización y funcionamiento del consejo de administración, con especial consideración a la remuneración de consejeros y a las comisiones del Consejo de Administración.

La Comisión de Expertos, en atención al mandato recibido, inició su trabajo distinguiendo las mejoras de gobierno corporativo que debían ser incorporadas a normas legales de aquellas otras que debían mantenerse como recomendaciones de buen gobierno sujetas al principio de «cumplir o explicar».

La Comisión de Expertos participa del criterio de que los códigos de buen gobierno (*soft law*) junto con el principio de «cumplir o explicar» son un sistema útil para lograr buena parte de los objetivos del buen gobierno corporativo. El principio de «cumplir o explicar» es aplicado de forma consistente tanto en los principales países de la Unión Europea como en otros países desarrollados. Además, la Unión Europea ha recogido expresamente en su normativa la validez de este principio de actuación, lo que, además, ha sido expresamente confirmado recientemente por el Libro Verde de la Unión Europea sobre gobierno corporativo de las sociedades cotizadas.

En España, al igual que en otros países comparables, la publicación de recomendaciones de buen gobierno corporativo ha contribuido a una notable mejora de las prácticas de las sociedades cotizadas. Así se

ha puesto de manifiesto en los sucesivos informes de la CNMV sobre los informes de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas.

Sin embargo, el principio de «cumplir o explicar» no ha quedado exento de algunas críticas. Ha sido especialmente cuestionado por la, en ocasiones, insuficiente calidad de las explicaciones ofrecidas por las sociedades cuando no siguen las recomendaciones. El Plan de Acción de la Comisión Europea sobre gobierno corporativo de diciembre de 2012 se hace eco de esta circunstancia. En este sentido, la Comisión Europea se propone desarrollar en 2013 una iniciativa, posiblemente en forma de recomendación, encaminada a mejorar la calidad de los informes sobre el gobierno corporativo y, particularmente, de las explicaciones que deberán proporcionar las empresas que se desvíen de las recomendaciones.

La razón de establecer normas de obligado cumplimiento en materia de gobierno corporativo responde al reconocimiento, como básicos y exigibles a todas las empresas, de aspectos que hasta fechas muy recientes no se consideraban imprescindibles. La experiencia adquirida tras la crisis financiera ha resultado un potente catalizador de nuevas reglas en esta materia. Por tanto, sin menospreciar el valor de las recomendaciones y del modelo de «cumplir o explicar», se considera necesario proponer cambios normativos relativos al gobierno de las empresas. En la imprescindible labor de modernización del derecho de sociedades, se ha procurado que las modificaciones normativas respondan a cuestiones básicas cuya ausencia determine la imposibilidad de alcanzar el objetivo del buen gobierno corporativo y cuya eficacia y contribución estén debidamente contrastadas.

Siguiendo este principio, la Comisión de Expertos presenta, a lo largo de este informe, las propuestas normativas de reforma de la legislación societaria que, en cumplimiento del mandato recibido, se considera conveniente elevar al Consejo de Ministros para que sirvan de orientación sobre las modificaciones que se deben incluir en la LSC, sin perjuicio de que posteriormente formen parte con la misma redacción de otras normas que la sustituyan y, en especial, del nuevo Código Mercantil.

Para facilitar su tarea y concretar el alcance de las propuestas, la Comisión de Expertos ha formulado sus propuestas en forma de preceptos legales.

## 2.2 ÁMBITO SUBJETIVO DE APLICACIÓN

El artículo 495.1 de la LSC establece que, a efectos de la regulación especial del título XIV (*Sociedades anónimas cotizadas*) se definen como tales «[...] las sociedades anónimas cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores».

Por su parte, la PCM amplía el ámbito subjetivo de la regulación especial de las sociedades cotizadas a «[...] las sociedades anónimas y comanditarias que tengan acciones admitidas a cotización en un mercado secundario oficial de valores o en un sistema multilateral de negociación debidamente reconocido».

Es necesario señalar que la Comisión de Expertos ha tenido en cuenta, en su trabajo y para alcanzar sus conclusiones, el ámbito subjetivo previsto en la LSC, y no el más amplio contenido en la PCM. Sus propuestas normativas se han formulado, por tanto, para ser aplicadas a sociedades cuyas acciones cotizan en un mercado secundario oficial de valores.

Además, la Comisión de Expertos recomienda que sea, en su momento, cuidadosamente analizada la conveniencia de extender la aplicación, sin excepciones, del conjunto de las normas propuestas a sociedades cuyas acciones solo estén admitidas a cotización en sistemas multilaterales de negociación debidamente reconocidos.

## 3. MODIFICACIONES NORMATIVAS EN MATERIA DE JUNTA GENERAL Y DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

### 3.1. CONSIDERACIONES PREVIAS

A la hora de concretar las modificaciones normativas en materia de junta general, que deben contribuir a conseguir su más efectiva intervención en la actividad social y una mayor participación de los accionistas, la Comisión de Expertos ha tenido muy en cuenta que:

- a) El Plan de Acción de la Comisión Europea para la modernización del derecho de sociedades ha considerado una prioridad la mejora de los derechos de los accionistas de las compañías. Entre las normas promulgadas a tal fin destaca la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, que supuso un hito relevante en dicho pro-

ceso; se eliminaron las barreras para el ejercicio transfronterizo del derecho de voto, se ampliaron las normas de transparencia, se ofreció la posibilidad de participar en las juntas generales por medios electrónicos y la regulación de los votos por representación, lo que supuso la eliminación de las trabas para su ejercicio y la reducción de sus costes, al tiempo que se mantenían las garantías suficientes frente a posibles abusos.

- b) La legislación española ha sido objeto de una profunda y reciente reforma para su adaptación a la normativa comunitaria en esta materia. Hacemos especial referencia a las modificaciones que en la LSC ha introducido la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, completada por la Ley 1/2012, de 22 de junio, en cuanto al funcionamiento de la página web. Con carácter general y, salvo lo indicado en este documento, dichas reformas le merecen a la Comisión de Expertos una valoración positiva y no requieren de reformas adicionales.
- c) La junta general, tal y como destaca la PCM, es el órgano deliberante de referencia para todas las sociedades de capital. Esta realidad no es obstáculo para reconocer las particularidades que concurren en las juntas de las grandes sociedades, con miles y, a veces, millones de accionistas, que elevan los costes de su organización y funcionamiento, y complica la efectiva deliberación sobre asuntos complejos. Las dificultades señaladas deben tenerse especialmente en cuenta al articular las medidas que permitan conseguir el objetivo que la Comisión de Expertos considera fundamental: revitalizar el funcionamiento de las juntas generales y la participación de los accionistas. Con esta finalidad, se ha efectuado una completa revisión de sus competencias, de la delimitación de sus funciones con las de los restantes órganos sociales, de su régimen de funcionamiento y de la impugnación de sus acuerdos.

Toda vez que las propuestas normativas planteadas modifican artículos de la LSC o persiguen introducir nuevos preceptos en dicha norma, el orden de exposición que se ha seguido en este estudio es básicamente el mismo que el de la mencionada ley.

## 3.2 COMPETENCIAS DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS

### 3.2.1 *Núcleo de competencias mínimas de la junta*

El artículo 160 de la LSC reserva a la junta general de accionistas un núcleo mínimo de competencias que puede ser ampliado (letra «i» del mencionado artículo) por otras disposiciones legales o por los estatutos de la sociedad.

El artículo 231-46 de la PCM establece los asuntos que, para todas las sociedades de capital, son competencia de la junta general. Su letra k) parece limitar, sin embargo, la posibilidad de que los estatutos amplíen el ámbito competencial de la junta a asuntos adicionales a los expresamente contemplados en dicha norma.

La Comisión de Expertos considera que el principio de libre configuración de las sociedades de capital y el querido refuerzo del papel de la junta, exigen que los socios, mediante su inclusión en los estatutos sociales, puedan ampliar la relación de asuntos que deben ser objeto de deliberación y aprobación por ella.

En consecuencia, se entiende preferible que la nueva regulación mantenga el régimen legal del vigente artículo 160.i) de la LSC y no incorpore la limitación de la letra k) del artículo 231-46 de la PCM.

### 3.2.2 *Competencias de la junta en asuntos de gestión*

En relación con las competencias de la junta general se ha examinado, también, su posible intervención en asuntos de gestión. La refundición en la LSC de normas aplicables a sociedades anónimas y a sociedades de responsabilidad limitada ha reabierto la polémica doctrinal sobre la extensión a todas las sociedades de capital de determinadas normas reservadas, en su literalidad, solo a uno de los tipos sociales. En concreto, el artículo 161 de la LSC parece limitar a las sociedades de responsabilidad limitada la posibilidad de que la junta, salvo que los estatutos establezcan otra cosa, intervenga en asuntos de gestión.

La Comisión de Expertos considera que esta limitación no está justificada, máxime en un momento en el que se trata de reforzar la función de la junta y abrir cauces para fomentar el activismo accionarial. En este sentido, conviene recordar que la facultad de instruir del colectivo de los accionistas está llamada a cumplir un papel incluso en las sociedades cotizadas, en las que puede servir de instrumento para combatir algunos problemas de agencia entre accionistas y ejecutivos.

En el debate de gobierno corporativo más actual, esta es una posición pujante y defendida por voces muy autorizadas incluso en entornos jurídicos que tradicionalmente han consagrado el monopolio del consejo en las cuestiones de estrategia y negocio. Por ello, la Comisión de Expertos entiende conveniente extender expresamente la posibilidad de la junta de impartir instrucciones, prevista ahora en el citado artículo 161 de la LSC, a todas las sociedades de capital, manteniendo en todo caso la previsión de que los estatutos puedan limitarla.

Por tanto, se propone redactar el artículo 161 de la LSC en la forma siguiente:

**«Artículo 161. Intervención de la junta general en asuntos de gestión**

*Salvo disposición contraria de los estatutos, la junta general de las sociedades de capital podrá impartir instrucciones al órgano de administración o someter a su autorización la adopción por dicho órgano de decisiones o acuerdos sobre determinados asuntos de gestión, sin perjuicio de lo establecido en el artículo 234 de esta ley».*

### 3.2.3 Competencias adicionales de la junta en las sociedades cotizadas

Entre las competencias de la junta de accionistas, el artículo 160 de la LSC incluye en su letra f) distintas modificaciones estructurales reguladas por la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en adelante, la LME).

Sin embargo, como señala el Código Unificado, existen operaciones societarias con efectos similares, que, al no estar específicamente reservadas a la junta por la legislación aplicable, pueden ser válidamente adoptadas por el Consejo de Administración.

La naturaleza de estas operaciones y su particular relevancia en las sociedades cotizadas aconseja que su aprobación deba ser, al menos en este tipo de sociedades, adoptada por la junta general. En este sentido fue redactada la recomendación 3.<sup>a</sup> del Código Unificado.

Transcurrido el tiempo suficiente para que la experiencia haya demostrado la importancia del seguimiento de esta recomendación del Código Unificado y analizada la normativa comparada más reciente, la Comisión de Expertos considera conveniente convertirla en norma legal; se reserva a la junta general de las sociedades cotizadas la aprobación de transacciones de especial significación cualitativa y cuantitativa.

En la redacción de la propuesta legislativa se ha tenido en cuenta que, al incorporar la recomendación a una norma, es conveniente la adaptación de sus conceptos y expresiones a los usados por la LSC y por la LME.

Además, con la finalidad de dotar a la norma de la necesaria seguridad jurídica y atendiendo el criterio seguido en alguna de las legislaciones comparables, se incluye una presunción para delimitar el volumen de lo que se considera que constituyen «*actividades o activos esenciales*».

Por último, se ha incluido la competencia de la junta para la aprobación de la política de remuneraciones en coherencia con las conclusiones que sobre esta materia recoge este estudio.

En consecuencia, se propone modificar el capítulo VI del título XIV de la LSC en el sentido siguiente:

### **«Sección 1.<sup>a</sup> Competencias de la junta general**

#### **Artículo 511 bis. Competencias adicionales**

1. *En las sociedades cotizadas constituyen también materias reservadas a la competencia de la junta general las siguientes:*

- a) *La incorporación a entidades dependientes de actividades esenciales desarrolladas hasta ese momento por la propia sociedad, aunque esta mantenga el pleno dominio de aquellas.*
- b) *La adquisición o enajenación de activos operativos esenciales.*
- c) *Las operaciones cuyo efecto sea equivalente al de la liquidación de la sociedad.*
- a) *La política de remuneraciones de los consejeros en los términos establecidos en esta Ley.*

2. *Se presumirá el carácter esencial de las actividades y los activos operativos cuando el volumen de la operación supere el veinticinco por ciento del total de activos del balance».*

(Las actuales secciones 1.<sup>a</sup> y 2.<sup>a</sup> pasarían a ser las 2.<sup>a</sup> y 3.<sup>a</sup>, respectivamente).

### 3.3 DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS. ESPECIAL REFERENCIA A LAS FACULTADES RELATIVAS A LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS

La LSC establece una serie de actuaciones que pueden realizar accionistas que, en conjunto, representen un 5 % del capital social. Son los llamados por la doctrina derechos de minoría. Entre ellos, destacan: la solicitud de convocatoria de junta (artículo 168 de la LSC), el complemento del orden del día de la junta (artículo 172 de la LSC), la solicitud de nombramiento de experto independiente en aportaciones no dinerarias (artículo 69 de la LSC), el ejercicio de acciones de responsabilidad contra los administradores (artículos 238 y 239 de la LSC), la impugnación de acuerdos del consejo (artículo 251 de la LSC) y el nombramiento de auditores en determinadas circunstancias (artículo 265 de la LSC).

La Directiva 2007/36/CE se refiere expresamente (artículo 6) al derecho a incluir puntos en el orden del día de la junta general y a presentar propuestas de resolución, y el apartado 2 del mismo artículo establece que cuando el ejercicio de dicho derecho se supedita a la titularidad de una participación mínima, esta no debe exceder el 5 % del capital social. Sin embargo, no extiende dicho porcentaje a derechos como el de convocar una junta general de accionistas.

Tal y como se ha señalado, la normativa española, incluso con anterioridad a la transposición de la citada directiva, ya establecía los derechos de minoría en dicho porcentaje y, además, extendía su ámbito objetivo a aspectos adicionales a los previstos por la directiva, como, por ejemplo, la solicitud de convocatoria de una junta general.

La PCM modifica sustancialmente este criterio en dos sentidos. En primer lugar, pretende incorporar formalmente el término «minoría», definiéndolo en el artículo 231-23 de manera variable y decreciente según se incrementa el capital de las sociedades. El resultado de la fórmula propuesta es que para sociedades pequeñas ese porcentaje es de un 5 %, y para las grandes sociedades, como suelen ser las cotizadas, se fija en el entorno del 1 %. En segundo lugar, ha mantenido los derechos actualmente previstos por la LSC, pero ha extendido su aplicación a otros adicionales y, singularmente, a la legitimación para la impugnación de acuerdos anulables.

El análisis de la normativa de los países comparables muestra que es habitual que se establezcan porcentajes diferentes para el ejercicio

de los distintos derechos de minoría, y, por ejemplo, es frecuente la exigencia de porcentajes más altos para solicitar la convocatoria de una junta general (un 5 % en Francia, Alemania, Austria o Portugal, y un 10 % en países como Reino Unido, Holanda o Italia) que los exigidos para complementar el orden del día de una junta convocada, que van desde un 5 % en Austria, Portugal y Reino Unido, aunque en este último caso se establece la legitimación a 100 accionistas con una participación conjunta en la sociedad de, al menos, 10 000 libras de valor nominal, hasta el 2,5 % en Italia o un porcentaje decreciente en Francia (que llega –para sociedades grandes– hasta el 0,5 %). La Comisión de Expertos ha examinado esas propuestas y ha llegado a la conclusión de que por razones de simplicidad es preferible (i) que el umbral que permite el ejercicio de los derechos de minoría continúe, como hasta ahora, determinado en función de un porcentaje fijo del capital social, al entender que la utilización de un porcentaje variable carece de ventajas que compensen su mayor complejidad y va en contra de la tan necesaria seguridad jurídica en esta materia; (ii) mantener la tradición del derecho español que establece un mismo porcentaje para el ejercicio de los distintos derechos de minoría, y (iii) que de estos derechos debe excluirse la legitimación para la impugnación de acuerdos sociales, a la que nos referiremos más adelante en este estudio.

En cuanto a su porcentaje, para sociedades no cotizadas, se considera conveniente mantener el umbral del 5 % del capital social, previsto actualmente. Sin embargo, en el ámbito de las sociedades cotizadas y considerando la mayor dispersión en la propiedad de su capital social, se entiende conveniente reducir este porcentaje para facilitar, cuando así resulte procedente, el ejercicio de estos derechos por parte de los accionistas. Dicho porcentaje debe, al ser único para el ejercicio de los distintos derechos, fijarse de forma ponderada atendiendo a los distintos intereses que proteger.

A este respecto, procurando una mayor coherencia en el régimen de las sociedades cotizadas y teniendo en cuenta que la normativa del mercado de valores considera el umbral del 3 % como el relevante para la calificación de una participación en una sociedad cotizada como significativa (lo que implica la imposición de determinadas obligaciones a sus titulares, en particular, en materia de transparencia), se entiende apropiado utilizar este mismo porcentaje para el ejercicio de los derechos de minoría.

De la comparación del 3 % con los precedentes de derecho comparado a los que se ha hecho referencia, cabe concluir: que ningún país de los analizados ha establecido un porcentaje tan bajo para la convocatoria de junta general y que, si nos referimos a la inclusión de nuevos puntos en el orden del día de una junta cotizada, este porcentaje se sitúa, aproximadamente, en el promedio del exigido en países comparables.

Por tanto, se propone incluir un nuevo apartado 3 al artículo 495 de la LSC con la siguiente redacción:

*«3. El porcentaje mínimo del cinco por ciento que determinadas disposiciones aplicables a las sociedades anónimas exigen para el ejercicio de ciertos derechos de los accionistas reconocidos en esta ley será del tres por ciento en las sociedades cotizadas».*

Además, se requiere modificar el artículo 519 en el mismo sentido: sustituir sus referencias al 5 % por el 3 %, anteriormente señalado:

**«Artículo 519. Derecho a completar el orden del día y a presentar nuevas propuestas de acuerdo**

*1. Los accionistas que representen al menos el tres por ciento del capital social podrán solicitar que se publique un complemento a la convocatoria de la junta general ordinaria, incluyendo uno o más puntos en el orden del día, siempre que los nuevos puntos vayan acompañados de una justificación o, en su caso, de una propuesta de acuerdo justificada. En ningún caso podrá ejercitarse dicho derecho respecto a la convocatoria de juntas generales extraordinarias. El ejercicio de este derecho deberá efectuarse mediante notificación fehaciente, que habrá de recibirse en el domicilio social dentro de los cinco días siguientes a la publicación de la convocatoria. El complemento deberá publicarse con quince días de antelación, como mínimo, a la fecha establecida para la reunión de la junta. La falta de publicación en plazo del complemento será causa de impugnación de la junta.*

*2. Los accionistas que representen al menos el tres por ciento del capital social podrán, en el mismo plazo señalado en el apartado anterior, presentar fundamentadas propuestas de acuerdo sobre asuntos ya incluidos o que deban incluirse en el orden del día de la junta convocada. La sociedad asegurará la difusión de estas propuestas de acuerdo y de la documentación que en su caso se adjunte, entre el resto de los accionistas, de conformidad con lo dispuesto en la letra d) del artículo anterior».*

### 3.4 CONVOCATORIA DE LA JUNTA GENERAL

La Comisión de Expertos entiende necesario señalar que la normativa vigente en esta materia: (i) está correctamente adaptada a la normativa comunitaria; (ii) destaca respecto de las mejores prácticas de las legislaciones de los países comparables, y (iii) prevé la utilización de los nuevos medios de comunicación a distancia para las relaciones con los inversores. Por ello, solo procede proponer ligeros retoques en su regulación con el objetivo de reforzar la transparencia y facilitar que los accionistas tengan la posibilidad de formarse suficiente criterio para el ejercicio de sus derechos.

La puesta a disposición de las propuestas de acuerdos en el momento de la convocatoria es fundamental para que los accionistas puedan formarse un juicio que les permita el ejercicio de derechos como el de complementar el orden del día, solicitar información sobre las propuestas o, en última instancia, votar. Se debe, por ello, insistir en la necesidad de que la información que deba facilitarse sea completa en relación con la totalidad de los puntos del orden del día y esté disponible desde el mismo momento de la convocatoria, y no en un momento posterior.

El problema surge de la interpretación de la letra d) del vigente artículo 518 de la LSC. En él se prevé la posibilidad de que falten «propuestas de acuerdo». Aunque esta mención parece referirse a aquellos aspectos puramente informativos respecto de los que no se plantea la adopción de ningún acuerdo, en la práctica ha sido ocasionalmente utilizado para justificar que no se formulen propuestas en relación con todos los puntos del orden del día o de que estas sean publicadas con posterioridad a la convocatoria (incluso durante la propia junta general o justo antes de su inicio). Esta práctica ha sido especialmente utilizada en el nombramiento de administradores.

Por ello, para evitar la práctica descrita, se propone modificar la redacción del artículo 518 de la LSC de la siguiente forma:

**«Artículo 518. Información general previa a la junta**

*Desde la publicación del anuncio de convocatoria y hasta la celebración de la junta general, la sociedad deberá publicar ininterrumpidamente en su página web, al menos, la siguiente información:*

- a) *El anuncio de la convocatoria.*

- b) *El número total de acciones y derechos de voto en la fecha de la convocatoria, desglosados por clases de acciones, si existieran.*
- c) *Los documentos que se presentarán a la junta general y, en particular, los informes de administradores, auditores de cuentas y expertos independientes.*
- d) *Los textos completos de las propuestas de acuerdo sobre todos y cada uno de los puntos del orden del día o, en relación con aquellos puntos de carácter puramente informativo, un informe de los órganos competentes en el que se comenten cada uno de dichos puntos. A medida que se reciban, se incluirán también las propuestas de acuerdo presentadas por los accionistas.*
- e) *En el caso de nombramiento, ratificación o reelección de consejero, su identidad, currículum con expresión de su categoría en los términos previstos en el artículo 529 duodécimo de esta ley y el informe o propuesta de la Comisión de Nombramientos.*
- f) *Los formularios que deberán utilizarse para el voto por representación y a distancia. En el caso de que no puedan publicarse en el sitio de Internet por causas técnicas, la sociedad deberá indicar en el sitio de Internet cómo obtener los formularios en papel, que deberá enviar a todo accionista que lo solicite».*

### 3.5 DERECHO DE ASISTENCIA A LA JUNTA GENERAL

El artículo 179.2 de la LSC establece que los estatutos podrán exigir, respecto de todas las acciones, cualquiera que sea su clase o serie, la posesión de un número mínimo para asistir a la junta general sin que, en ningún caso, el número exigido pueda ser superior al uno por mil del capital social. Al no existir norma legal para sociedades cotizadas, el citado límite máximo es aplicable también a estas.

Este límite, razonable en las sociedades no cotizadas es, sin embargo, excesivo en las cotizadas. Se propone, por ello, añadir un nuevo artículo 521 bis a la LSC para reducir ese límite a una cantidad muy inferior.

Para su determinación deben ponderarse las dificultades logísticas que plantea la organización de juntas de sociedades con cientos de miles de accionistas con la no introducción de barreras que limiten excesivamente el derecho de asistencia.

En atención a estas consideraciones, se propone fijar el umbral máximo en mil acciones. En la práctica y considerando que a las acciones propiedad del accionista pueden sumarse las representaciones que obtenga, este límite no constituye una barrera para el ejercicio del derecho de asistencia. El nuevo artículo 521 bis pasaría a tener la siguiente redacción:

**«Artículo 521 bis. Derecho de asistencia**

*En las sociedades anónimas cotizadas, los estatutos no podrán exigir para asistir a la junta general la posesión de más de mil acciones».*

### 3.6 VOTACIONES EN LA JUNTA GENERAL

#### 3.6.1 Cuestiones planteadas

En materia de votaciones se han suscitado cuatro temas fundamentales: la votación separada de las propuestas de acuerdo, los conflictos de interés de los accionistas, las cláusulas limitativas del derecho de voto y el fraccionamiento y el voto divergente. En el apartado 3.7 siguiente de este informe se hace referencia, además, a la forma de cómputo para la adopción de los acuerdos.

Debe recordarse, de nuevo, que en el ámbito del ejercicio del derecho de voto y representación, la Ley 25/2011, de 1 de agosto, transpuso a nuestra legislación las disposiciones comunitarias en materia de representación, delegación de voto, conflictos de intereses de los representantes, etc., aplicables a las sociedades cotizadas. No es ocioso señalar que la Comisión de Expertos las considera adecuadas en su formulación actual y, por lo tanto, no entiende conveniente incluir las novedades propuestas en esta materia en los artículos 283-11 a 283-19 de la PCM.

#### 3.6.2 Votación separada de las propuestas de acuerdo

En cuanto a la votación separada de las propuestas de acuerdo, se considera muy importante que los accionistas puedan pronunciarse con sus votos respecto de cada una de las materias que se sometan a su consideración, sin que su agrupación pueda distorsionar el resultado de las votaciones.

Se considera de especial relevancia la votación separada en dos materias en las que, en nuestra práctica societaria, no es infrecuente la presentación agrupada de las propuestas: el nombramiento, la reelección o la separación de administradores y las modificaciones estatutarias.

Se entiende de especial relevancia que, en estas cuestiones, se dé a los accionistas la oportunidad de expresar su voto de forma diferenciada, tal y como señala la recomendación 5.<sup>a</sup> del Código Unificado, cuya incorporación a una norma legal se propone con carácter general para todas las sociedades de capital, mediante un nuevo artículo 201 bis en una nueva subsección 3.<sup>a</sup> dentro de la sección 3.<sup>a</sup> (*Adopción de acuerdos*) del capítulo VII del Título V de la LSC, con la siguiente redacción:

**«Subsección 3.<sup>a</sup>. Votación de acuerdos**

**Artículo 201 bis. Votación separada por asuntos**

*En la junta general deberán votarse separadamente aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes y en especial:*

- a) *El nombramiento, ratificación, reelección o separación de cada administrador.*
- b) *En la modificación de estatutos, la de cada artículo o grupo de artículos que no sean interdependientes».*

### 3.6.3. Conflicto de intereses

La problemática de los conflictos de interés en las decisiones de la junta general plantea problemas delicados desde el punto de vista de la técnica y de la política del derecho. Una solución extrema, que ciertamente cuenta con precedentes en el derecho comparado, consiste en establecer una cláusula general de prohibición de voto en caso de conflicto de interés. Esta es la línea que sigue el artículo 231-63 de la PCM, que impone con carácter general la obligación de abstenerse de votar al socio que, por sí o por representante, tenga un interés en conflicto con la sociedad. La alternativa opuesta consiste en mantener la solución de la actual LSC, con arreglo a la cual los conflictos de interés del socio son irrelevantes en la junta general, de manera que el problema no se trata *ex ante* (con fines de prevención), sino solamente *ex post* (con el remedio de la impugnación).

La Comisión de Expertos considera que ninguna de estas fórmulas resulta adecuada. La primera peca por exceso porque conduce a generalizar de manera indiscriminada a todos los casos una solución prohibitiva, que tiene poco sentido en los conflictos meramente posicionales. No hay razón, en efecto, que justifique que el socio mayoritario no pueda votar cuando la minoría plantea, por ejemplo, su revocación como administrador. Tampoco está claro que sea adecuada en relación con

las modificaciones estructurales y, en general, con las decisiones que afectan al contrato de sociedad. La segunda peca por defecto, ya que pasa por alto un elemento clave para garantizar el buen gobierno corporativo en el seno de las sociedades anónimas, tanto cotizadas como no cotizadas.

En este contexto, la Comisión de Expertos considera que debe plantearse una vía intermedia que se articula con tres piezas:

La primera consiste en establecer una cláusula específica de prohibición de derecho de voto en los casos más graves de conflicto de interés, para lo cual se propone generalizar a las sociedades anónimas, con ligeras modulaciones o restricciones, la norma actualmente prevista para las sociedades de responsabilidad limitada en el artículo 190.1 de la LSC y, por ende, a todas las sociedades de capital. No se encuentra justificación alguna para un tratamiento tan diferenciado de esta cuestión en uno y otro tipo de sociedades como el actualmente contenido en la LSC. Se propone, a tal efecto, la siguiente redacción del artículo 190 de la LSC:

**«Artículo 190. Conflicto de intereses**

*1. El socio no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a sus acciones o participaciones cuando se trate de adoptar un acuerdo que tenga por objeto:*

- (a) autorizarle a transmitir acciones o participaciones sujetas a una restricción legal o estatutaria;*
- (b) excluirle de la sociedad;*
- (c) liberarle de una obligación o concederle un derecho;*
- (d) facilitarle cualquier tipo de asistencia financiera, incluida la prestación de garantías a su favor; o*
- (e) dispensarle de las obligaciones derivadas del deber de lealtad acordada conforme a lo previsto en el artículo 230 de esta ley.*

*En las sociedades anónimas, la prohibición de ejercitar el derecho de voto contemplada en las letras a) y b) anteriores solo será de aplicación cuando esté expresamente prevista dicha prohibición en las correspondientes cláusulas estatutarias reguladoras de la restricción a la libre transmisión o la exclusión.*

*2. Las acciones o participaciones del socio que se encuentre en algunas de las situaciones de conflicto de interés contempladas en el apartado anterior se*

*deducirán del capital social para el cómputo de la mayoría de votos que en cada caso sea necesaria».*

La segunda pieza del sistema de la regulación de los conflictos de interés se basa en el establecimiento de una presunción de infracción del interés social en los casos en que el acuerdo social haya sido adoptado con el voto determinante del socio o socios incurso en un conflicto de interés. A tal efecto, la Comisión de Expertos, basándose en la idea del *entire fairness test* consagrada en la práctica norteamericana de buen gobierno, propone la adición de un nuevo apartado 3 al artículo 190 de la LSC antes comentado, con la siguiente redacción:

*«3. En los casos de conflicto de interés distintos de los previstos en el apartado 1, los socios no estarán privados de su derecho de voto. No obstante, cuando el voto del socio o socios incurso en conflicto haya sido decisivo para la adopción del acuerdo, corresponderá, en caso de impugnación, a la sociedad y, en su caso, al socio o socios afectados por el conflicto, la carga de la prueba de la conformidad del acuerdo al interés social. Al socio o socios impugnantes les bastará con acreditar la existencia de conflicto de interés. De esta regla se exceptúan los acuerdos relativos al nombramiento, revocación y exigencia de responsabilidad de los administradores y cualesquiera otros de análogo significado en los que el conflicto de interés no sea transaccional, sino meramente posicional».*

La tercera pieza del sistema se refiere a la exigencia de votaciones separadas de los distintos grupos de accionistas en las modificaciones estatutarias que los afecten de manera asimétrica en el plano sustancial, dando lugar a un tratamiento discriminatorio. No se trata ahora de introducir ninguna modificación sustancial, sino, simplemente, de retocar el artículo 293 de la LSC para aclarar que resulta aplicable incluso en supuestos en que exista una única clase de acciones y que el concepto de trato discriminatorio debe entenderse en sentido sustancial. A tal efecto, se propone modificar el apartado 2 del artículo 293 de la LSC

*«2. Cuando la modificación solo afecte a una parte de las acciones pertenecientes a la misma y, en su caso, única clase y suponga un trato discriminatorio entre ellas, se considerará a efectos de lo dispuesto en el presente artículo que constituyen clases independientes las acciones afectadas y las no afectadas por la modificación; será preciso, por tanto, el acuerdo separado de cada una de ellas. Se reputará que entraña trato discriminatorio cualquier modificación que, en el plano sustancial, tenga un impacto, económico o político, claramente asimétrico en unas y otras acciones o sus titulares».*

#### 3.6.4. *Cláusulas limitativas del voto*

En cuanto a las cláusulas limitativas del voto, la PCM, en su artículo 282-3, propone prohibirlas, en línea con lo que establecía el artículo 515 de la LSC, luego reenumerado por la Ley 25/2011, de 1 de agosto, como 527, y modificado por la Ley 1/2012, de 22 de junio, que volvió a permitir las cláusulas estatutarias que establezcan el número máximo de votos que pueda emitir un accionista, sin perjuicio de incorporar, de conformidad con la normativa comunitaria, una regulación especial en caso de ofertas públicas de adquisición de acciones.

La Comisión de Expertos valora que el principio de proporcionalidad de capital y voto (*one share, one vote*) forma parte del *corpus* del buen gobierno corporativo y, sin embargo, no puede ignorar las muchas excepciones que, de forma directa o indirecta, este principio tiene en diversas instituciones del derecho comparado y en combinaciones de la práctica (por ejemplo, las llamadas «piramidizaciones») ni las circunstancias coyunturales que justificaron la reforma de 2012. No obstante, no se ha considerado oportuno en este momento reabrir el debate sobre el artículo 527 de la LSC y su eventual sustitución por el artículo 282-3 de la PCM.

#### 3.6.5 *Fraccionamiento del voto*

Por lo que se refiere al fraccionamiento del voto y al voto divergente, todo ello en relación con el artículo 524 de la LSC, introducido a raíz de la transposición de la Directiva 2007/36/CE, cabe señalar lo siguiente.

El artículo 13 de la Directiva 2007/36/CE, del que trae causa dicho artículo 524 de la LSC, se refiere a la supresión de ciertos obstáculos al ejercicio efectivo del derecho de voto, y es de aplicación cuando una persona física o jurídica reconocida como accionista por la legislación a la que esté sujeta actúe a título profesional en nombre de otra persona física o jurídica (el cliente).

La directiva pretende regular un supuesto muy habitual en la práctica: el caso de inversores extranjeros que efectúan sus inversiones a través de una cadena de intermediarios financieros que actúan como titulares fiduciarios (*nominees*) por cuenta del inversor último (*beneficial owner*). Con esta finalidad, la directiva establece que cuando la legislación nacional prevea requisitos de información, estos no podrán exceder de la comunicación de una lista en la que el intermediario indi-

que a la sociedad la identidad de cada cliente y el número de acciones respecto de las que se ejerce el derecho de voto en su nombre.

Sin embargo, la legislación española no establece obstáculos o requisitos especiales, de información o de otro tipo, para el ejercicio del derecho de voto por parte de intermediarios financieros que tengan formalmente la condición de accionistas, pero que actúen por cuenta de sus clientes; se regula conforme al marco general que permite tanto el ejercicio del derecho de voto (en relación con las instrucciones del cliente, dentro de la relación interna intermediario financiero-cliente) como la delegación de la representación. Y, sin embargo, la, en este aspecto, desafortunada transposición de la directiva ha dado lugar a nuevas discusiones doctrinales.

En efecto, no es necesario que nuestra legislación establezca normas específicas para la supresión de obstáculos que no existen, por lo que resultan innecesarios los actuales apartados 1 y 4 del artículo 524, al establecer obligaciones de información, nuevas en nuestro ordenamiento, que, lejos de responder a la finalidad de la norma comunitaria, incrementan la carga burocrática y, por tanto, las trabas para el ejercicio de los derechos.

La transposición de la directiva (artículo 13.4) solo requiere que nuestro ordenamiento acepte expresamente el voto divergente (que, por lo demás, debe admitirse con carácter general en nuestro sistema) en el caso de entidades que aparezcan legitimadas como accionistas de la sociedad, pero que actúen por cuenta de distintas personas (téngase en cuenta que estas entidades aparecen formalmente como accionistas en el registro de anotaciones y, por lo tanto, actúan en nombre propio, si bien por cuenta de dichos titulares indirectos o *beneficial owners*). Esta disposición es, además, coherente con la recomendación 6.<sup>a</sup> del Código Unificado, adaptada en cuanto a su redacción al supuesto contemplado.

Por otra parte, se propone igualmente adaptar el contenido del apartado 3 de dicho artículo (que pasaría a ser el 2) a lo dispuesto en el artículo 13.5 de la Directiva 2007/36/CE, de tal forma que se aclare que el intermediario podrá otorgar la representación a sus clientes o a un tercero designado por el cliente (posibilidad que, por otra parte, no viene restringida en ningún caso por el régimen jurídico español de la delegación de la representación), y que en este caso no puede limitarse estatutariamente el número de delegaciones otorgadas.

Para ello, se propone dar nueva redacción al artículo 524 de la LSC en los términos siguientes:

**«Artículo 524. Delegación de la representación y ejercicio del voto por parte de entidades intermediarias**

*1. Las entidades que aparezcan legitimadas como accionistas en virtud del registro contable de las acciones, pero que actúen por cuenta de diversas personas, podrán en todo caso fraccionar el voto y ejercitarlo en sentido divergente en cumplimiento de instrucciones de voto diferentes, si así las hubieran recibido.*

*2. Las entidades intermediarias a que se refiere el apartado anterior podrán delegar el voto a cada uno de los titulares indirectos o a terceros designados por estos, sin que pueda limitarse el número de delegaciones otorgadas».*

### 3.7 ADOPCIÓN DE ACUERDOS EN LA JUNTA GENERAL

El antiguo artículo 93 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 (que, a su vez, reproducía literalmente el artículo 48 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951) recogía el principio mayoritario en la adopción de acuerdos de la junta general de las sociedades anónimas.

Sin embargo, el cómputo de la mayoría suscitó importantes dudas interpretativas y, en concreto, sobre si el precepto establecía una mayoría relativa (mayor número de votos a favor que votos en contra) o absoluta (más de la mitad de los votos presentes o representados en la junta) y, en definitiva, cuál era la consideración que debían merecer los votos nulos, en blanco y las abstenciones.

La regla mayoritaria se mantuvo en el artículo 201 de la LSC, sin que la ligera modificación incorporada a su redacción, al referirse a que los acuerdos sociales se adoptarán por mayoría «ordinaria», haya permitido obviar las dudas interpretativas señaladas.

La evidente trascendencia de conocer con certeza el criterio de cómputo de la mayoría necesaria para la válida adopción de un acuerdo por la junta general aconseja aclarar el texto normativo y no dejar esta cuestión en el campo de la interpretación.

La Comisión de Expertos entiende que se trata de un aspecto que afecta a todas las sociedades anónimas y que, por tanto, debe ser objeto de una reforma normativa que lo aclare para todas. Sin embargo, es conveniente subrayar que reviste en las cotizadas una especial importancia por dos razones: (i) al tratarse de juntas generalmente más com-

plejas, por su dimensión, estructura accionarial y características, resulta más difícil interpretar el sentido pretendido por aquellos socios que se abstienen o votan en blanco, y (ii) en ocasiones, la política interna de los accionistas institucionales, presentes en estas sociedades, establece límites al ejercicio del derecho de voto, lo que lleva a aquellos que acuden a la junta a abstenerse en las votaciones.

De las dos posibilidades existentes, esta comisión de expertos considera que es preferible optar por el criterio de la mayoría relativa, pues entiende que el resultado así obtenido es el que expresa mejor la voluntad de los accionistas.

El criterio de la mayoría absoluta implica que, para la adopción de cualquier acuerdo, los votos a favor deben representar más de la mitad de los votos presentes o representados en la junta general o, dicho en otros términos, que deben superar a la suma de los votos en contra, los votos en blanco, las abstenciones y los votos nulos. Esto supone, en definitiva, dar a los votos en blanco y a las abstenciones un efecto equivalente al voto en contra, cuando su significación, manifestada expresamente por los accionistas, es muy distinta.

Cierto es que, frente a estas consideraciones, algún sector doctrinal ha pretendido oponer el argumento de que la utilización del criterio de la mayoría relativa supondría equiparar el voto en blanco o la abstención con los accionistas ausentes cuando, aducen, no puede tener el mismo valor, puesto que uno muestra interés en acudir y formar parte del cuerpo deliberante, y el otro no.

Sin embargo, lo que debe tenerse en cuenta es que la participación del accionista que acude a la reunión y vota en blanco o se abstiene se traduce en el ejercicio del derecho de asistencia (que le permite estar presente y participar en la reunión, intervenir, formular preguntas y, cuando así se establezca, percibir la prima de asistencia), pero no en el del derecho de voto. En relación con este último, el accionista que vota en blanco o se abstiene expresa su voluntad de no participar en la decisión, y respecto del derecho de voto su posición debe asimilarse a la del accionista que no asiste a la junta ni se hace representar.

Por todo ello, se entiende que el cómputo de la mayoría para la adopción de acuerdos en la junta general de accionistas debería efectuarse teniendo en cuenta únicamente los votos a favor frente a los adversos, lo que, además de facilitar la formación de la mayoría, permite

respetar plenamente la voluntad de los accionistas que, aun asistiendo a la junta, deciden no participar en la adopción de la decisión.

Este criterio, recogido en diversas jurisdicciones comparadas es, además, el propuesto en defecto de regulación específica para la sociedad anónima europea por el Reglamento (CE) n.º 2157/2001 del Consejo, de 8 de octubre de 2001, que en sus artículos 57 y 58 establece que los acuerdos de la junta general se tomarán por mayoría de votos válidos emitidos, y que entre los votos emitidos no se contarán los correspondientes a las acciones cuyos poseedores no hayan participado en la votación o se hayan abstenido, hayan votado en blanco o hayan emitido un voto nulo.

El resultado de la aplicación de la mayoría relativa para la adopción por la junta de los asuntos ordinarios que se sometan a su decisión tendrá el efecto de clarificar la expresión de la voluntad social.

Las anteriores consideraciones no deben ser de aplicación respecto de los acuerdos que, por su especial transcendencia, requieren que el pronunciamiento social a su favor sea más intenso. Por ello, se considera conveniente una suerte de mayoría reforzada para la aprobación de las modificaciones estatutarias y estructurales, así como de los restantes acuerdos a los que se refiere el artículo 194 de la LSC. Su aprobación requerirá el apoyo de más de la mitad de los accionistas presentes o representados en la junta, salvo cuando, en segunda convocatoria, concurren accionistas que representen el 25 % o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el 50 %, en cuyo caso será necesario el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta. Lógicamente, se mantiene la posibilidad de que los estatutos sociales eleven las mayorías exigidas por la ley.

Se propone dar nueva redacción al artículo 201 (*Mayorías*) de la LSC en el sentido siguiente:

**«Artículo 201. Mayorías**

1. *En la sociedad anónima, los acuerdos sociales se adoptarán por mayoría relativa de los votos de los accionistas presentes o representados, de tal forma que un acuerdo se entenderá adoptado cuando haya más votos a favor que en contra del capital presente o representado.*

2. *La adopción de los acuerdos a que se refiere el artículo 194, requerirá, sin embargo, el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta cuando en segunda convocatoria concurren accionistas*

*que representen el veinticinco por ciento o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el cincuenta por ciento. Si el capital presente o representado supera el cincuenta por ciento, bastará con que se apruebe por mayoría absoluta.*

*3. Los estatutos sociales podrán elevar las mayorías previstas en los apartados anteriores».*

### 3.8 DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS

Se considera que la regulación actual del derecho de información es, con carácter general, adecuada, acorde a la normativa comunitaria y comparable –en muchas ocasiones con ventaja– con la de otros países.

Sin embargo, de un análisis más detallado, resulta la conveniencia de completar normativamente los fines y las consecuencias de las distintas modalidades de su ejercicio. Se trata de una carencia sin duda motivada por las sucesivas modificaciones y añadidos en su régimen legal, que han afectado especialmente a las sociedades cotizadas.

En concreto, la coexistencia de distintas modalidades para el ejercicio del derecho de información y los diferentes momentos en que se ejercitan: (i) el previo a la junta general, que debe ser atendido por escrito antes de su celebración, y (ii) el que se ejercita durante la junta general, que debe ser respondido verbalmente durante la junta, pero que, en determinadas circunstancias, puede contestarse por escrito en los siete días posteriores a su celebración; no parecen permitir anudar a ambos unas mismas consecuencias jurídicas.

No ofrece duda que el ejercicio del derecho de información previo a la junta está directamente ligado al interés del accionista de formarse una opinión que le permita un ejercicio diligente de sus derechos como accionista durante la junta y, en concreto, del derecho de voto. No puede afirmarse lo mismo o, al menos no con la misma rotundidad, del ejercicio del derecho de información durante la junta general de accionistas, que puede ser atendido hasta siete días después de su celebración. De hecho, en legislaciones comparables, como la británica, el derecho a intervenir durante la junta no se considera una forma de ejercicio del derecho de información, sino un derecho autónomo de aquel, del que gozan los accionistas con la finalidad de exponer opiniones o intercambiar puntos de vista sobre la evolución de la sociedad.

La vulneración del derecho de información ejercido por el accionista durante la junta no puede ser motivo de impugnación de los acuer-

dos adoptados en ella, por existir una evidente descoordinación entre el derecho supuestamente vulnerado (que, por la mera posibilidad legal de ser atendido tras la junta general no incide en su desarrollo) y la consecuencia que se pretende: la impugnación de los acuerdos adoptados en dicha junta.

En realidad, la experiencia práctica nos enseña que el ejercicio del derecho de información durante la junta esconde muchas veces propósitos ajenos a su finalidad y, en ocasiones, se usa de forma abusiva con el propósito de crear artificialmente un motivo de impugnación.

Por ello, la reforma pretende lograr un adecuado equilibrio de los distintos intereses en juego sin limitar en modo alguno su ejercicio, mediante (i) la diferenciación entre las consecuencias jurídicas de las distintas modalidades de su ejercicio, y (ii) la incorporación de las cautelas del artículo 231-71 de la PCM para acotar el ejercicio del derecho de información al marco de la buena fe y evitar un ejercicio abusivo de este.

Por otra parte, la PCM propone extender el plazo en el que los accionistas pueden ejercitar el derecho de información previo a la junta general hasta cinco días antes de su celebración, reduciendo, por tanto, el tiempo del que disponen las sociedades para contestar por escrito. Esta medida parece razonable y abunda en la idea de reforzar y facilitar el ejercicio del derecho de información previo a la junta. Sin embargo, exige que la sociedad tenga una mayor agilidad para contestar, y, por lo tanto, la obliga a disponer de una organización más amplia y unos medios más costosos, lo que aconseja limitarla a las sociedades cotizadas. Naturalmente ese plazo debe aplicarse, también, a las preguntas y aclaraciones solicitadas en relación con la información accesible al público que la sociedad hubiera facilitado a la CNMV desde la última junta celebrada, y con el informe del auditor, lo que no queda claro en el apartado 2 del artículo 283-7 de la PCM.

Además, como mecanismo para fomentar la transparencia y mejorar la información de todos los accionistas, se considera apropiado que las respuestas a las preguntas válidamente formuladas por los accionistas se incorporen a la página web desde la fecha de su contestación, de tal forma que formen parte efectiva del derecho de información de todos los accionistas.

Por todo lo expuesto, se propone modificar el artículo 197 (*Derecho de información en la sociedad anónima*) de la LSC y el artículo 520 (*Ejercicio*

del derecho de información del accionista) de la LSC, que quedarían redactados en la forma siguiente:

**«Artículo 197. Derecho de información en la sociedad anónima**

1. Los accionistas podrán solicitar de los administradores las informaciones o aclaraciones acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día que estimen precisas, o formular por escrito las preguntas que consideren pertinentes hasta el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la junta.

Los administradores estarán obligados a facilitar la información por escrito hasta el día de la celebración de la junta general.

2. Durante la celebración de la junta general, los accionistas de la sociedad podrán solicitar verbalmente las informaciones o aclaraciones que consideren convenientes acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día. En caso de no ser posible satisfacer el derecho del accionista en ese momento, los administradores estarán obligados a facilitar esa información por escrito dentro de los siete días siguientes al de la terminación de la junta.

3. Los administradores estarán obligados a proporcionar la información solicitada al amparo de los dos apartados anteriores, salvo que esa información sea innecesaria para la tutela de los intereses del socio, existan razones fundadas para considerar que podría utilizarse para fines extrasociales o su publicidad de perjudique a la sociedad o a las sociedades vinculadas.

4. No procederá la denegación de información cuando la solicitud esté apoyada por accionistas que representen, al menos, el veinticinco por ciento del capital social. Los estatutos podrán fijar un porcentaje menor, siempre que sea superior al cinco por ciento del capital social.

5. La vulneración del derecho de información previsto en el apartado 2 anterior solo facultará al accionista para exigir el cumplimiento de la obligación de información y los daños y perjuicios que se le hayan podido causar, pero no será causa de impugnación de la junta general.

6. En el supuesto de utilización abusiva o perjudicial de la información solicitada, el socio será responsable de los daños y perjuicios causados».

**«Artículo 520. Ejercicio del derecho de información del accionista**

1. El ejercicio del derecho de información de los accionistas se rige por lo previsto en el artículo 197, si bien las solicitudes de informaciones o aclaraciones o la formulación por escrito de preguntas se podrán hacer hasta el quinto día anterior al previsto para la celebración de la junta. Además, los accionistas

*podrán solicitar a los administradores, por escrito y dentro del mismo plazo o verbalmente durante la celebración de la junta, las aclaraciones que estimen precisas acerca de la información accesible al público que la sociedad hubiera facilitado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores desde la celebración de la última junta general y acerca del informe del auditor.*

*2. Las solicitudes válidas de informaciones, aclaraciones o preguntas realizadas por escrito y las contestaciones facilitadas por escrito por los administradores se incluirán en la página web de la sociedad.*

3. Cuando, con anterioridad a la formulación de una pregunta concreta, la información solicitada esté clara y directamente disponible para todos los accionistas en la página web de la sociedad bajo el formato pregunta-respuesta, los administradores podrán limitar su contestación a remitirse a la información facilitada en dicho formato».

### 3.9 IMPUGNACIÓN DE ACUERDOS SOCIALES

El régimen de impugnación de los acuerdos de la junta general es esencial para la correcta configuración del gobierno de las sociedades. Su regulación es, por un lado, instrumento básico para preservar el interés social y la protección de las minorías y, por otro, aspecto esencial para la seguridad del tráfico jurídico y la eficiencia empresarial. Estas son las coordenadas en que se ha movido la Comisión de Expertos a la hora de reflexionar sobre esta materia.

Sorprende la poca atención que el legislador ha dedicado a este capítulo crucial del derecho de las sociedades de capital, tal vez explicable por el hecho conocido de que las directrices comunitarias no lo han abordado, al haber fracasado tantas veces los intentos armonizadores realizados por los diversos proyectos y propuestas de quinta directiva. Sea como fuere, lo cierto es que las normas que hoy regulan la materia en España son sustancialmente iguales a las de la ley de 1951, que –según ha mostrado la práctica de más de sesenta años– adolecen de notables insuficiencias, que la hacen pecar tanto por defecto (en la protección material de las minorías) como por exceso (en las oportunidades que brinda para el abuso del derecho de impugnación y la consiguiente puesta en peligro de la necesaria seguridad del tráfico).

Entre tanto, los países de nuestro entorno, conscientes de su importancia, han reformado en tiempos recientes la regulación de la impugnación de los acuerdos sociales (sirvan, como ejemplo, los casos de Alemania o Italia). Más allá de los detalles, es relevante destacar ahora

con carácter general que sus reformas tienen evidentes similitudes: la configuración de la impugnación de los acuerdos sociales como una institución en cierto modo autónoma e independiente del régimen común de nulidad de los actos y negocios jurídicos; un diseño más amplio de las causas de impugnación (señaladamente en lo relativo al concepto de interés social, que incluye también el interés del socio común o del común de los socios, frecuentemente amenazado por el interés del socio mayoritario), y la adopción de ciertas cautelas en materia de vicios formales poco relevantes y de legitimación, cuyo propósito es evitar el uso estratégico y puramente oportunista de la acción de impugnación por socios desaprensivos.

Las consideraciones expuestas hacen que esta comisión de expertos entienda imprescindible, para el cumplimiento de su mandato, el análisis y la valoración del régimen jurídico de la impugnación de los acuerdos de la junta general no solo respecto de las sociedades cotizadas, sino también de todas las sociedades de capital. De lo que se trata es de corregir los defectos y los excesos de la normativa actual, buena parte de los cuales proceden de una diferenciación artificial entre acuerdos nulos y acuerdos anulables, a los que se ligan consecuencias jurídicas muy diferentes y difícilmente justificables.

La PCM, consciente sin duda de los defectos apuntados, modifica sustancialmente y mejora el régimen de la impugnación de acuerdos sociales, avanzando en la línea correcta de la lucha contra el abuso del derecho de impugnación (que había reclamado el Código Unificado en la recomendación que en su día dirigió al Gobierno), aunque no lo hace tanto en la línea sustantiva de reforzar la protección material en los casos justificados de ofensa. Por ello, esta comisión de expertos considera que es necesario dar un paso más en la configuración de esta normativa. Se trata, por un lado, de ampliar la tutela del interés social y de la protección de los derechos de las minorías, y de restringir, por otro lado, aquellos aspectos formales o procesales que se prestan al abuso del derecho de impugnación en detrimento de la seguridad del tráfico y la eficiencia de la organización societaria. En definitiva, esta comisión de expertos entiende que es precisa una reforma que simplifique el tratamiento de la impugnación con vistas a alcanzar esos dos objetivos de maximizar la protección material de los accionistas minoritarios y de minimizar los riesgos de uso oportunista o táctico del derecho de impugnación.

Para maximizar la protección material del interés social y la defensa de los derechos de los accionistas minoritarios propone varias medidas:

- (i) La primera es ampliar el plazo temporal para poder impugnar los acuerdos contrarios a los estatutos y al interés social, que hoy es solo de cuarenta días. Este objetivo se logra simplificando el régimen y aboliendo la distinción entre acuerdos nulos (contrarios a la ley) y acuerdos anulables (contrarios a los estatutos y al interés social). En la propuesta que se eleva al Gobierno se unifican todos los casos de impugnación bajo un régimen general de anulación para el que se prevé un plazo de caducidad de un año. La única excepción son los acuerdos –verdadera o radicalmente nulos– que por sus circunstancias, causa o contenido son contrarios al orden público, que se reputan imprescriptibles. El plazo de un año se reduce, en el caso de las sociedades cotizadas, a tres meses, debido a la mayor necesidad en este ámbito de lograr pronto la debida estabilidad de los acuerdos sociales.
- (ii) La segunda consiste en crear una nueva causa de impugnación, consistente en la infracción de los reglamentos de junta o, en el caso del consejo, del reglamento del consejo. De este modo, se crea un remedio útil para combatir las infracciones de estas normas internas de creciente importancia en la vida de las sociedades, sobre todo en las cotizadas, donde estas piezas de desarrollo normativo son obligatorias.
- (iii) La tercera –especialmente relevante– se basa en la ampliación del concepto de interés social. Con frecuencia, nuestra doctrina y nuestra jurisprudencia, a la vista del tenor literal de la norma reguladora de las causas de impugnación, se han resistido a incluir dentro de las infracciones del patrimonio social aquellos casos en que los acuerdos, aun cuando no afectan negativamente al interés social, resultan injustificadamente lesivos para los accionistas minoritarios (aumentos de capital no necesarios para el desarrollo de la empresa y planificados única y exclusivamente con la finalidad de diluir a la minoría, opresión de los accionistas minoritarios mediante prácticas recurrentes de no distribución de dividendos, etc.). Es cierto que, en algunas ocasiones, al problema se le ha encontrado remedio canalizando su tratamiento por la vía del abuso del derecho y configurándolo como abuso de mayoría. No obstante, el desarrollo de esta doctrina es aún muy incipiente. En

opinión de esta comisión, resulta, por ello, oportuno eliminar los obstáculos formales o literales existentes en la normativa actual consagrando expresamente este supuesto como causa de impugnación, lo que facilitará –en línea con otras experiencias comparadas– la lucha contra prácticas societarias que constituyen abusos flagrantes.

- (iv) La cuarta medida es ampliar el supuesto de los acuerdos radicalmente nulos por contrariedad al orden público, incluidos no solo aquellos que lo son por su causa o contenido, sino también por las circunstancias en que se adoptan; el caso ejemplar es el de aquellos acuerdos que simplemente no se han tomado porque no se ha celebrado o, ni siquiera se ha convocado, la junta general. Los acuerdos inexistentes no pueden sobrevivir con el paso del tiempo.

Junto a estas medidas se propone la adopción de otras que tratan de evitar el abuso del derecho de impugnación y su utilización con fines poco confesables. Se trata ahora de minimizar el riesgo del uso estratégico y oportunista del derecho. En esta línea se sugieren algunas medidas:

- (i) La primera y seguramente más importante consiste en restringir la legitimación.

Hasta la fecha cualquier accionista, aunque poseyera una sola acción, podía poner en jaque a la sociedad con una acción de impugnación, normalmente basada en vicios menores de procedimiento, según acredita la jurisprudencia. La PCM reaccionó frente a esta grave problemática de la práctica subiéndolo, aunque seguramente ha ido demasiado lejos. De acuerdo con ella, solo están legitimados para impugnar los accionistas que reúnan una participación de minoría, que se cifra en el 5 % del capital en las sociedades ordinarias y en el 1 % en las sociedades cotizadas. La Comisión de Expertos ha considerado que no debía llegarse a una restricción tan acusada y por eso propone umbrales considerablemente más bajos, inspirándose para ello en precedentes vecinos y, concretamente, en el caso italiano: el 1 % para las sociedades no cotizadas y el 0,1 % o uno por mil del capital para las cotizadas. Con todo, debe señalarse que los accionistas que queden debajo de ese umbral no quedan indefensos, ya que en todo caso se les reconoce el derecho de proceder contra la sociedad reclamando la

indemnización de los daños y perjuicios que les haya ocasionado el acuerdo impugnado.

- (ii) Otra vía propuesta para reducir la incidencia del abuso consiste en establecer una serie de casos de improcedencia de la impugnación que se explican por sí mismos: cuando la impugnación se funde en la infracción irrelevante de los requisitos procedimentales, establecidos por la ley, los estatutos o el reglamento de la junta y, en su caso, del consejo, pues en ese caso –como viene sosteniendo nuestra jurisprudencia en materia de abuso de la nulidad por vicios de forma– no subsiste un interés legítimo en la anulación, supuesto al cual es equiparable el caso en que la infracción se base en la incorrección o insuficiencia de la información facilitada por la sociedad en respuesta al ejercicio del derecho de información cuando la información incorrecta o no facilitada no hubiera sido esencial para el ejercicio razonable, por parte del accionista o socio medio, del derecho de voto o de cualquiera de los demás derechos de participación. También se propone la explicitación legal de la improcedencia de la impugnación fundamentada en la participación en la junta de personas no legitimadas cuando no ha sido determinante para la válida constitución del órgano o en la invalidez de uno o varios votos, o por el cómputo erróneo de los emitidos, salvo que el voto inválido o el error de cómputo hubieran sido determinantes para la consecución de la mayoría exigible (la llamada «prueba de resistencia», ampliamente admitida ya por la doctrina).
- (iii) Por último, con el mismo fin, se mantiene en la propuesta de esta comisión de expertos el instrumento previsto en la legislación vigente para impedir, con la máxima economía procesal, determinadas impugnaciones injustificadas, aquellas que tienen por objeto un acuerdo que se ha dejado ya sin efecto o ha sido sustituido válidamente por otro. En este punto, la única novedad es que se cierra la polémica jurisprudencial existente reconociendo expresamente que la revocación o la subsanación puede efectuarse no solo antes, sino también después de interpuesta la demanda de impugnación.

De acuerdo con este planteamiento, se propone la modificación de los artículos 204 a 208 de la LSC, que pasarían a tener la siguiente redacción:

## Capítulo IX. La impugnación de acuerdos

### **Artículo 204. Acuerdos impugnables**

1. Son impugnables los acuerdos sociales que sean contrarios a la ley, se opongan a los estatutos o al reglamento de la junta de la sociedad o lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros.

*La lesión del interés social se produce también cuando el acuerdo, aun no causando daño al patrimonio social, se impone de manera abusiva por la mayoría. Se entiende que el acuerdo se impone de forma abusiva cuando, sin responder a una necesidad razonable de la sociedad, se adopta por la mayoría para obtener un beneficio propio en detrimento injustificado de los demás socios.*

2. No será procedente la impugnación de un acuerdo social cuando haya sido dejado sin efecto o sustituido válidamente por otro adoptado antes o después de interpuesta la demanda de impugnación.

3. Tampoco procederá la impugnación de acuerdos basada (a) en la mera infracción de los requisitos procedimentales, establecidos por la ley, los estatutos o los reglamentos de la junta y el consejo, para la convocatoria o la constitución del órgano o para la adopción del acuerdo, salvo que se trate de una infracción relevante; (b) en la incorrección o insuficiencia de la información facilitada por la sociedad en respuesta al ejercicio del derecho de información, salvo que la información incorrecta o no facilitada hubiera sido esencial para el ejercicio razonable, por parte del accionista o socio medio, del derecho de voto o de cualquiera de los demás derechos de participación; (c) en la participación en la reunión de personas no legitimadas, salvo que esa participación hubiera sido determinante para la válida constitución del órgano; y (d) en la invalidez de uno o varios votos o por el cómputo erróneo de los emitidos, salvo que el voto inválido o el error de cómputo hubiera sido determinante para la consecución de la mayoría exigible.

### **Artículo 205. Caducidad de la acción de impugnación**

1. La acción de impugnación caducará en el plazo de un año. Quedan exceptuados de esta regla los acuerdos que por sus circunstancias, causa o contenido resultaran contrarios al orden público, que no caducan ni prescriben.

2. El plazo de caducidad previsto en el apartado anterior se computará desde la fecha de adopción del acuerdo y, si fuese inscribible, desde la fecha de su publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil.

### **Artículo 206. Legitimación para impugnar**

1. *Para la impugnación de los acuerdos sociales están legitimados los administradores, los terceros que acrediten un interés legítimo y los socios que hubieran adquirido tal condición antes de la convocatoria del órgano, siempre que representen, individual o conjuntamente, al menos el uno por ciento del capital.*

*Los estatutos podrán reducir los porcentajes de capital indicados y, en todo caso, los socios que no los alcancen tendrán derecho al resarcimiento del daño que les haya ocasionado el acuerdo impugnado. Cualquier socio o tercero estará legitimado para impugnar los acuerdos que por sus circunstancias, causa o contenido resultaran contrarios al orden público.*

2. *Las acciones de impugnación deberán dirigirse contra la sociedad. Cuando el actor tuviese la representación exclusiva de la sociedad y la junta no tuviera designado a nadie a tal efecto, el juez nombrará a la persona que ha de representarla en el proceso, entre los socios que hubieran votado a favor del acuerdo impugnado.*

3. *Los socios que hubieran votado a favor del acuerdo impugnado podrán intervenir a su costa en el proceso para mantener su validez.*

4. *No podrá alegar defectos de forma en el proceso de adopción del acuerdo quien habiendo tenido ocasión de denunciarlos en el momento oportuno no lo hubiera hecho».*

**Artículo 207. Procedimiento de impugnación [se mantiene la redacción actual de la LSC]**

**Artículo 208. Sentencia estimatoria de la impugnación [se mantiene la redacción actual de la LSC]**

Además, para reducir al 0,1 % el porcentaje necesario para poder impugnar acuerdos impugnables en las sociedades cotizadas, se propone añadir un apartado 4 al artículo 495 de la LSC, con la siguiente redacción:

*«4. En el caso de sociedades cotizadas, la fracción del capital social necesaria para poder impugnar acuerdos sociales, conforme al artículo 206.1 de esta ley, será del uno por mil del capital social».*

Asimismo se propone agregar un apartado 5 para reducir, por razones de seguridad jurídica, el plazo de caducidad de la acción de impugnación a tres meses:

«5. En el caso de sociedades cotizadas, la acción de impugnación de los acuerdos sociales caducará en el plazo de tres meses».

Finalmente, se propone reformar el artículo 251.2 de la LSC al objeto de prever la posibilidad de impugnar los acuerdos del consejo por infracción del reglamento del Consejo de Administración:

«2. La impugnación se tramitará conforme a lo establecido para la impugnación de los acuerdos de la junta general con la particularidad de que también procederá por infracción del reglamento del Consejo de Administración».

### 3.10 ASOCIACIONES Y FOROS DE ACCIONISTAS

La Ley 12/2010, de 30 de junio, modificó el artículo 117 de la Ley del Mercado de Valores para dotar de una regulación específica a las asociaciones y los foros electrónicos de accionistas. La LSC recogió dicha norma en su artículo 539.

La práctica societaria española conoce el funcionamiento de los foros de accionistas. Sin embargo, respecto de las asociaciones, el necesario desarrollo reglamentario, que aún no se ha producido, ha limitado su implantación.

La PCM propone un desarrollo de la regulación de los mecanismos para facilitar la participación de los accionistas (asociaciones de accionistas y foro electrónico de accionistas) que se asemeja en sus líneas generales a la prevista en países como Italia y Francia. Esta regulación prevé la inscripción de las asociaciones de accionistas en un registro especial de la CNMV, y establecer una serie de obligaciones contables y de información que habilitan a las asociaciones debidamente constituidas para el ejercicio de los derechos que les reconoce la LSC. En la medida en que, tal y como se señala posteriormente, se propone recoger la disposición de la PCM que habilita a las asociaciones de accionistas para acceder a la relación de socios de la sociedad y al ejercicio de determinados derechos, se considera conveniente hacerlo igualmente con una regulación más detallada y precisa de estas asociaciones, siguiendo la PCM con determinadas matizaciones y añadiendo la obligación de auditar sus cuentas para dar mayor transparencia a su actuación.

En su virtud, se propone la modificación del apartado 4 del artículo 539 (*Instrumentos especiales de información*) de la LSC, que quedaría redactado como sigue:

*«4. Los accionistas de cada sociedad cotizada podrán constituir asociaciones específicas y voluntarias para ejercer la representación de los accionistas en las juntas de sociedades cotizadas y los demás derechos reconocidos en la presente ley. A estos efectos, las asociaciones deberán cumplir los siguientes requisitos:*

- a) Tendrán como objeto exclusivo la defensa de los intereses de los accionistas.*
- b) Deberán estar integradas, al menos, por cien personas. No podrán parte de ellas accionistas con una participación superior al 0,5 por ciento del capital con derecho de voto de la sociedad.*
- c) Deberán estar constituidas mediante escritura pública, que deberá inscribirse en el Registro Mercantil correspondiente al domicilio de la sociedad cotizada y, a los meros efectos de publicidad, en un registro especial habilitado al efecto en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En la escritura de constitución se fijarán las normas de organización y funcionamiento de la asociación.*
- d) Deberán llevar una contabilidad conforme a lo establecido en el Código de Comercio para las sociedades mercantiles y someter sus cuentas anuales a auditoría de cuentas. Dentro del mes siguiente a la aprobación de las cuentas anuales del ejercicio anterior por la asamblea de los miembros de la asociación, esta deberá depositar en el Registro Mercantil un ejemplar de dichas cuentas, junto con el correspondiente informe de auditoría, y una memoria expresiva de la actividad desarrollada, y remitir copia de estos documentos a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Como documento anejo a los anteriores, remitirán también a la Comisión Nacional del Mercado de Valores una relación de los miembros de la asociación al día en que hubiera finalizado el ejercicio anterior.*
- e) Deberán llevar un registro de representaciones que les hubieran sido conferidas por accionistas para que los representen en las juntas generales que se celebren, así como de las representaciones con que hubieran concurrido a cada una de las juntas, con expresión de la identidad del accionista representado y del número de acciones con que hubiera concurrido en su nombre. El registro de representaciones estará a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*

*Las asociaciones de accionistas no podrán recibir, de forma directa o indirecta, cantidad o ventaja patrimonial alguna de la sociedad cotizada.*

*Reglamentariamente se desarrollarán los requisitos de las asociaciones de accionistas, para el ejercicio de los derechos que se les atribuyen en esta ley, que comprenderán, al menos, los requisitos y límites para su constitución, las bases de*

*su estructura orgánica, las reglas de su funcionamiento y los derechos y obligaciones que les correspondan, especialmente en su relación con la sociedad cotizada».*

### 3.11 CONOCIMIENTO DE LA IDENTIDAD DE LOS ACCIONISTAS

El conocimiento de la identidad de los accionistas, tanto por la entidad cotizada como por otros de sus accionistas, a efectos de poder promover el ejercicio conjunto de sus derechos, ha adquirido una relevancia creciente en los últimos desarrollos del buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas.

En España, la regulación distinguía el derecho de las sociedades con acciones nominativas representadas en anotaciones en cuenta del de las restantes sociedades. Respecto de las primeras, la ley establecía la obligación de los servicios de compensación y liquidación de informar plenamente de la identidad de los socios, mientras que para las demás sociedades dicha identificación solo debía producirse con ocasión de las juntas generales. La Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, ha dado nueva redacción al artículo 497 de la LSC, en el que se les concede unos amplios derechos a las sociedades cotizadas para conocer en todo momento la identidad de sus accionistas.

La facultad de los accionistas para pedir la identidad de los socios se regulaba en el artículo 22.3 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, que establecía que «cualquier información de que dispongan las emisoras en relación con la identidad de sus accionistas deberá estar permanentemente a disposición de cualquiera de ellos», precepto que confería la legitimación para el ejercicio del derecho a todos los accionistas.

La PCM avanza en este tema, ya que en su artículo 282-4, además de ratificar el derecho incondicional de las sociedades emisoras de recabar, de las entidades que lleven los registros de valores, todos los detalles de sus accionistas de las entidades que lleven los registros de valores, reconoce el mismo derecho a las asociaciones de accionistas. El problema es que si debe avanzarse en este ámbito y ampliarse el derecho de los accionistas a conocer la identidad de sus socios, parece excesivo lo dispuesto en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, citado, por lo que la alternativa más clara es reconocer dicho derecho a los accionistas que disponen de una participación que les concede el derecho a llevar a cabo actuaciones como la solicitud de convocatoria de juntas o la inclusión de nuevos puntos del orden del día de las juntas.

Además, para equilibrar los intereses en juego y evitar que este derecho a conocer la identidad de los accionistas pueda utilizarse con fines ilegítimos, se propone completar la regulación estableciendo expresamente la responsabilidad de los que obtengan dichos datos por los daños que causen por su utilización inapropiada.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, se plantea redactar el artículo 497 de la LSC en los términos que propone la PCM, teniendo en cuenta que no tiene ya sentido hablar del carácter nominativo de las acciones.

**«Artículo 497. Derecho a conocer la identidad de los accionistas**

*1. La sociedad emisora tendrá derecho a obtener en cualquier momento de las entidades que lleven los registros de los valores los datos correspondientes de los accionistas, incluidos las direcciones y medios de contacto de que dispongan.*

*2. El mismo derecho tendrán las asociaciones de accionistas que se hubieran constituido en la sociedad emisora, así como los accionistas que tengan individual o conjuntamente una participación de, al menos, el tres por ciento del capital social, exclusivamente a efectos de facilitar su comunicación con los accionistas para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes.*

*En el supuesto de utilización abusiva o perjudicial de la información solicitada, la asociación o socio será responsable de los daños y perjuicios causados.*

*3. Reglamentariamente se concretarán los aspectos técnicos y formales necesarios para el ejercicio del derecho a los datos conforme a los dos apartados anteriores».*

### 3.12 FACULTADES ATRIBUIDAS A LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

La PCM propone atribuir a la CNMV, en sus artículos 283-1, 283-9 y 283-22, las facultades de solicitar la convocatoria de la junta de accionistas, asistir a esta e impugnar sus acuerdos en el caso de sociedades cotizadas. Sin embargo, estas facultades del supervisor suponen una injerencia excesiva en la actividad societaria que no se justifica al contar con prerrogativas suficientes en la regulación administrativa correspondiente para tomar las medidas oportunas para la defensa del interés público respecto de las sociedades cotizadas.

En consecuencia, no parece adecuada la incorporación a la legislación vigente de las citadas previsiones de la PCM.

## ANEXO II

### PROYECTO DE LEY POR LA QUE SE MODIFICA LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL PARA LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO

NÚM. 97-1, CONGRESO DE LOS DIPUTADOS,  
30 DE MAYO DE 2014

#### Exposición de motivos

##### I

Tanto desde una perspectiva económica como jurídica, el gobierno corporativo de las sociedades viene adquiriendo en los últimos años una transcendencia tal que se ha incorporado, ya con carácter estructural y permanente a la agenda regulatoria de las autoridades y a los planes estratégicos de actuación de las instituciones privadas. A su vez, el conjunto de materias o áreas que es objeto de reflexión a la luz de los principios de buen gobierno corporativo se amplía progresivamente. Así, si en origen el gobierno corporativo se centraba en el estudio del consejo de administración y en las posibles soluciones a los problemas de agencia y de información asimétrica de las sociedades mercantiles, en la actualidad, junto con estas cuestiones, se analizan pormenorizadamente otras como las relativas a las retribuciones y profesionalización de administradores y directivos.

Este creciente interés por el buen gobierno corporativo se fundamenta en dos pilares principales. Por una parte, el convencimiento generalizado de la utilidad de este tipo de prácticas empresariales. Los agentes económicos y sociales reconocen el valor de una gestión ade-

cuada y transparente de las sociedades, y muy especialmente, de las sociedades cotizadas, cuantificando el impacto de contar con este tipo de medidas y procedimientos, y adoptando sus criterios de inversión en función de los resultados de este análisis. Desde este punto de vista, el buen gobierno corporativo es un factor esencial para la generación de valor en la empresa, la mejora de la eficiencia económica y el refuerzo de la confianza de los inversores.

Por otra parte, los líderes de la Unión Europea y del G-20 coinciden en señalar que la complejidad en la estructura de gobierno corporativo de determinadas entidades, así como su falta de transparencia e incapacidad para determinar eficazmente la cadena de responsabilidad dentro de la organización, se encuentran entre las causas indirectas y subyacentes de la reciente crisis financiera. Efectivamente, tanto entidades financieras como empresas de carácter no financiero, se han visto afectadas por la asunción imprudente de riesgos, por el diseño de sistemas de retribución inapropiados, así como por la deficiente composición de los órganos de dirección y administración. En consecuencia, el gobierno corporativo ha vivido un renovado impulso. Así se plasmó en la declaración de Pittsburgh de septiembre de 2009 o en la publicación en el año 2011 del Libro Verde para analizar la eficacia de la regulación no vinculante sobre gobierno corporativo por parte de la Comisión Europea, que dejaba la puerta abierta a una mayor regulación sobre gobierno corporativo en normas de carácter vinculante.

## II

España ha compartido históricamente el convencimiento de la importancia de que las sociedades y, especialmente las cotizadas y las entidades financieras, cuenten con un buen gobierno corporativo. Así lo demuestra el impulso de la creación en 1997, 2003 y 2006 de grupos de expertos de carácter técnico para estudiar el funcionamiento de las sociedades cotizadas y elaborar propuestas de criterios, recomendaciones y normas que mejorasen los estándares de gobierno corporativo en nuestro país. Así, en 1998 vio la luz el llamado Informe Olivencia, resultado de los trabajos de la Comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades y que sirvió de base para la elaboración del primer Código de buen gobierno de nuestro país; en 2003, la Comisión especial para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas elaboró el conocido Informe Aldama, modificando el código anterior y añadiendo nuevas recomendaciones. Finalmente, en 2006 se creó un Grupo de

Trabajo Especial para armonizar y actualizar, en línea con las tendencias europeas, el contenido del Código de buen gobierno, dando lugar al Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas hasta ahora vigente.

Por otra parte, nuestro país no ha sido ajeno al debate sobre la conveniencia de emplear recomendaciones de carácter no vinculante, basadas en el principio de «cumplir o explicar», como principal medida para promover el buen gobierno o, alternativamente, usar el carácter preceptivo de las normas jurídicas. De esta forma, junto con los códigos antes mencionados, el legislador ha venido también adaptando el ordenamiento jurídico en aquellas áreas de la regulación societaria que han merecido una intervención de naturaleza imperativa. En este sentido hay que señalar la Ley 44/2002, de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y por la que se obligó a las sociedades cotizadas a contar con un Comité de Auditoría; o la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, que obligó a estas sociedades a contar con los reglamentos de la junta general y del consejo de administración respectivamente. Posteriormente, destaca la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas. También hay que mencionar los avances que introdujo la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, en materia de transparencia de los sistemas retributivos y la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

Por último, y haciendo especial referencia al ámbito financiero, los compromisos adquiridos por España en el contexto del Memorando de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial Financiera, de 23 de julio de 2012, también han supuesto un importante avance en lo que al gobierno corporativo de las entidades financieras se refiere. Podemos ci-

tar aquí el Real Decreto 256/2013, de 12 de abril, por el que se incorporan a la normativa de las entidades de crédito los criterios de la Autoridad Bancaria Europea sobre la evaluación de la adecuación de los miembros del órgano de administración; la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, que dedica especial atención al gobierno corporativo de estas entidades; o la reciente Ley XX/ XX de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

### III

El antecedente directo de esta ley se encuentra en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 10 de mayo de 2013, por el que se crea una Comisión de expertos en materia de gobierno corporativo, para proponer las iniciativas y las reformas normativas que se consideren adecuadas para garantizar el buen gobierno de las empresas, y para prestar apoyo y asesoramiento a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en la modificación del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas. El objetivo final de estos trabajos, tal y como indica el acuerdo fue velar por el adecuado funcionamiento de los órganos de gobierno y administración de las empresas españolas, para conducir las a las máximas cotas de competitividad; generar confianza y transparencia para con los accionistas e inversores nacionales y extranjeros; mejorar el control interno y la responsabilidad corporativa de las empresas españolas; y asegurar la adecuada segregación de funciones, deberes y responsabilidades en las empresas, desde una perspectiva de máxima profesionalidad y rigor.

La citada Comisión estaba compuesta por la Presidenta y la Vicepresidenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por representantes del Ministerio de Economía y Competitividad y del Ministerio de Justicia y por representantes del sector privado, y presentó su informe el 14 de octubre de 2013.

Sobre la base del citado informe y respetando la práctica totalidad de sus recomendaciones se ha elaborado esta norma.

### IV

Las modificaciones del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, que aquí se contienen pueden agruparse en dos categorías: las que se refieren a la junta general de accionistas y las que tienen que ver con el consejo de administración.

Comenzando por las modificaciones relativas a la junta general de accionistas, se pretende con carácter general reforzar su papel y abrir cauces para fomentar la participación accionarial. A estos efectos, se extiende expresamente la posibilidad de la junta de impartir instrucciones en materias de gestión a todas las sociedades de capital, manteniendo en todo caso la previsión de que los estatutos puedan limitarla. Asimismo, se amplían las competencias de la junta general en las sociedades para reservar a su aprobación aquellas operaciones societarias que por su relevancia tienen efectos similares a las modificaciones estructurales.

En lo que respecta a los llamados derechos de minoría en las sociedades cotizadas, se entiende conveniente rebajar el umbral necesario para que los accionistas puedan ejercer sus derechos hasta el tres por ciento del capital social y se establece en mil el número máximo de acciones que los estatutos podrán exigir para asistir a la junta general.

Siguiendo con la participación de los accionistas en la junta general, la reforma trata de garantizar que los accionistas se pronuncien de forma separada sobre el nombramiento, la reelección o la separación de administradores y las modificaciones estatutarias, y que puedan emitir de forma diferenciada su voto. Además, se reforma el tratamiento jurídico de los conflictos de interés que en adelante pivotará sobre estos dos elementos: el primero consiste en establecer una cláusula específica de prohibición de derecho de voto en los casos más graves de conflicto de interés, para lo cual se propone generalizar a las sociedades anónimas la norma actualmente prevista para las sociedades de responsabilidad limitada. El segundo se refiere al establecimiento de una presunción de infracción del interés social en los casos en que el acuerdo social haya sido adoptado con el voto determinante del socio o de los socios incurso en un conflicto de interés.

Otros aspectos relevantes en el funcionamiento de la junta general son los de su convocatoria y la adopción de acuerdos. En este sentido, la ley modifica la normativa vigente para clarificar la información a publicar en relación con las propuestas de acuerdo y establece de forma expresa que el criterio de cómputo de la mayoría necesaria para la válida adopción de un acuerdo por la junta general es la mayoría simple, despejando así de forma definitiva las dudas interpretativas que este artículo había suscitado en la práctica.

Un aspecto fundamental para el buen funcionamiento de las empresas y para el adecuado equilibrio entre sus órganos de gobierno es

la regulación del derecho de información de los accionistas. Si bien el régimen actual para el ejercicio de este derecho es, con carácter general, adecuado, resulta sin embargo conveniente diferenciar entre las consecuencias jurídicas de las distintas modalidades de este derecho, así como modular su ejercicio atendiendo al marco de la buena fe. Además, y para el caso de las sociedades cotizadas, se extiende el plazo en el que los accionistas pueden ejercitar el derecho de información previo a la junta general hasta cinco días antes de su celebración.

Por lo que se refiere al régimen jurídico de la impugnación de los acuerdos sociales, se han ponderado las exigencias derivadas de la eficiencia empresarial con las derivadas de la protección de las minorías y la seguridad del tráfico jurídico. En consecuencia, se adoptan ciertas cautelas en materia de vicios formales poco relevantes y de legitimación, para evitar los abusos que en la práctica puedan producirse.

Al mismo tiempo, se unifican todos los casos de impugnación bajo un régimen general de anulación para el que se prevé un plazo de caducidad de un año. La única excepción son los acuerdos contrarios al orden público, que se reputan imprescriptibles. En el caso de las sociedades cotizadas, el plazo de caducidad se reduce a tres meses para que la eficacia y agilidad especialmente requeridas en la gestión de estas sociedades no se vean afectadas.

En lo que respecta a la legitimación y con el objetivo de evitar situaciones de abuso de derecho, solo estarán legitimados para impugnar los accionistas que reúnan una participación de minoría del 1 por ciento para las sociedades no cotizadas y del 0,1 por ciento para las cotizadas. No obstante, la ley permite que los estatutos sociales reduzcan estos umbrales y además amplía el concepto de interés social, de forma que en adelante se entenderá que se ha lesionado el interés social cuando el acuerdo se impone de manera abusiva por la mayoría.

## V

La experiencia adquirida en los últimos años ha demostrado la importancia que un consejo de administración bien gestionado tiene para las empresas y, muy especialmente, para las sociedades cotizadas. Se hace necesario por tanto regular ciertos aspectos a los cuales se viene otorgando cada vez mayor relevancia, como son, por ejemplo, la transparencia en los órganos de gobierno, el tratamiento equitativo de todos los accionistas, la gestión de los riesgos o la independencia, participación y profesionalización de los consejeros.

A estos efectos, junto a una tipificación más precisa de los deberes de diligencia y lealtad y de los procedimientos que se deberían seguir en caso de conflicto de interés, la ley atribuye al consejo de administración como facultades indelegables aquellas decisiones que se corresponden con el núcleo esencial de la gestión y supervisión. Asimismo, se establece que el consejo de administración deberá reunirse, al menos, una vez al trimestre, con la finalidad de que mantenga una presencia constante en la vida de la sociedad.

Por otro lado, se incorporan una serie de medidas dirigidas a contribuir al correcto funcionamiento del consejo. Así, se establece la obligación de los consejeros de asistir personalmente a las sesiones del consejo y, para evitar que se pueda debilitar la capacidad efectiva de ejercicio de las facultades de supervisión, se regula que, en caso de representación para la asistencia a un consejo, los consejeros no ejecutivos sólo podrán delegar en otro consejero no ejecutivo. Además se garantiza que todos los consejeros recibirán con antelación suficiente el orden del día de la reunión y la información necesaria para la deliberación y la adopción de acuerdos.

La composición del consejo de administración de las sociedades cotizadas ha sido una de las cuestiones más estudiadas por los expertos en gobierno corporativo. A este respecto dos son las novedades que se prevén en la figura del presidente: se contemplan de forma expresa sus funciones (ampliables por los estatutos y el reglamento del consejo) y se establece que, cuando el presidente tenga la condición de consejero ejecutivo, el consejo de administración deberá nombrar necesariamente un consejero coordinador entre los consejeros independientes que ejerza de contrapeso. Además, se regulan las funciones del secretario del consejo de administración, se definen las distintas categorías de consejeros, hasta ahora reguladas mediante orden ministerial, y se limita el periodo máximo de mandato de éstos, que no debe exceder de cuatro años, frente a los seis que, con carácter general, se establecían previamente.

Por otro lado, se prevé la posibilidad de que el consejo de administración pueda constituir comisiones especializadas, siendo obligatoria la existencia de una comisión de auditoría y de una, o dos comisiones separadas, de nombramientos y retribuciones. En ambos casos, las comisiones estarán compuestas únicamente por consejeros no ejecutivos, recayendo siempre la presidencia en un consejero independiente.

## VI

Una novedad especialmente relevante es la regulación de las remuneraciones de los administradores.

Distintos organismos internacionales han destacado la creciente preocupación por que las remuneraciones de los administradores reflejen adecuadamente la evolución real de la empresa y estén correctamente alineadas con el interés de la sociedad y sus accionistas.

Para ello y en primer lugar, la ley obliga a que los estatutos sociales establezcan el sistema de remuneración de los administradores por sus funciones de gestión y decisión, con especial referencia al régimen retributivo de los consejeros que desempeñen funciones ejecutivas. Estas disposiciones son aplicables a todas las sociedades de capital.

Por lo que se refiere a las sociedades cotizadas, se someterá a la junta general de accionistas la aprobación de la política de remuneraciones, que tendrá carácter plurianual, como punto separado del orden del día. En el marco de dicha política de remuneraciones, corresponde al consejo de administración fijar la remuneración de cada uno de los consejeros. De esta forma se garantiza que sea la junta general de accionistas la que retenga el control sobre las retribuciones, incluyendo los distintos componentes retributivos contemplados, los parámetros para la fijación de la remuneración y los términos y condiciones principales de los contratos.

Finalmente, se ha considerado oportuno incluir un régimen transitorio para aquellas novedades de mayor relevancia y que puedan requerir cambios estatutarios u organizativos; y se ha modificado la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para atribuir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores las competencias necesarias para llevar a cabo la supervisión de algunas de las cuestiones que se introducen o se modifican en esta ley y que resultan de aplicación a las sociedades cotizadas.

Artículo único. Modificación del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.

El texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, queda modificado en los siguientes términos:

Uno. El artículo 160 queda redactado como sigue:

«Artículo 160. Competencia de la junta.

Es competencia de la junta general deliberar y acordar sobre los siguientes asuntos:

- a) La aprobación de las cuentas anuales, la aplicación del resultado y la aprobación de la gestión social.
- b) El nombramiento y separación de los administradores, de los liquidadores y, en su caso, de los auditores de cuentas, así como el ejercicio de la acción social de responsabilidad contra cualquiera de ellos.
- c) La modificación de los estatutos sociales.
- d) El aumento y la reducción del capital social.
- e) La supresión o limitación del derecho de suscripción preferente y de asunción preferente.
- f) La adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales. Se presume el carácter esencial del activo cuando el importe de la operación supere el veinticinco por ciento del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado.
- g) La transformación, la fusión, la escisión o la cesión global de activo y pasivo y el traslado de domicilio al extranjero.
- h) La disolución de la sociedad.
- i) La aprobación del balance final de liquidación.
- j) Cualesquiera otros asuntos que determinen la ley o los estatutos.

Dos. El artículo 161 queda redactado como sigue:

«Artículo 161. Intervención de la junta general en asuntos de gestión.

Salvo disposición contraria de los estatutos, la junta general de las sociedades de capital podrá impartir instrucciones al órgano de administración o someter a su autorización la adopción por dicho órgano de decisiones o acuerdos sobre determinados asuntos de gestión, sin perjuicio de lo establecido en el artículo 234.»

Tres. El artículo 190 queda redactado como sigue:

«Artículo 190. Conflicto de intereses.

1. El socio no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a sus acciones o participaciones cuando se trate de adoptar un acuerdo que tenga por objeto:

- a) autorizarle a transmitir acciones o participaciones sujetas a una restricción legal o estatutaria,
- b) excluirle de la sociedad,
- c) liberarle de una obligación o concederle un derecho,
- d) facilitarle cualquier tipo de asistencia financiera, incluida la prestación de garantías a su favor o
- e) dispensarle de las obligaciones derivadas del deber de lealtad acordada conforme a lo previsto en el artículo 230.

En las sociedades anónimas, la prohibición de ejercitar el derecho de voto en los supuestos contemplados en los párrafos a) y b) anteriores solo será de aplicación cuando dicha prohibición esté expresamente prevista en las correspondientes cláusulas estatutarias reguladoras de la restricción a la libre transmisión o la exclusión.

2. Las acciones o participaciones del socio que se encuentre en algunas de las situaciones de conflicto de interés contempladas en el apartado anterior se deducirán del capital social para el

cómputo de la mayoría de los votos que en cada caso sea necesaria.

3. En los casos de conflicto de interés distintos de los previstos en el apartado 1, los socios no estarán privados de su derecho de voto. No obstante, cuando el voto del socio o socios incurso en conflicto haya sido decisivo para la adopción del acuerdo, corresponderá, en caso de impugnación, a la sociedad y, en su caso, al socio o socios afectados por el conflicto, la carga de la prueba de la conformidad del acuerdo al interés social. Al socio o socios impugnantes les corresponderá la acreditación del conflicto de interés. De esta regla se exceptúan los acuerdos relativos al nombramiento, el cese, la revocación y la exigencia de responsabilidad de los administradores y cualesquiera otros de análogo significado en los que el conflicto de interés se refiera exclusivamente a la posición que ostenta el socio en la sociedad. En estos casos, corresponderá a los impugnantes la acreditación del perjuicio al interés social.»

Cuatro. El artículo 197 queda redactado como sigue:

«Artículo 197. Derecho de información en la sociedad anónima.

1. Hasta el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la junta, los accionistas podrán solicitar de los administradores las informaciones o aclaraciones que estimen precisas acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día, o formular por escrito las preguntas que consideren pertinentes. Los administradores estarán obligados a facilitar la información por escrito hasta el día de la celebración de la junta general.

2. Durante la celebración de la junta general, los accionistas de la sociedad podrán solicitar verbalmente las informaciones o aclaraciones que consideren convenientes acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día. Si el derecho del accionista no se pudiera satisfacer en ese momento, los administradores estarán obligados a facilitar la información solicitada por escrito, dentro de los siete días siguientes al de la terminación de la junta.

3. Los administradores estarán obligados a proporcionar la información solicitada al amparo de los dos apartados anteriores, salvo que esa información sea innecesaria para la tutela de los derechos del socio, o existan razones objetivas para considerar que podría utilizarse para fines extrasociales o su publicidad perjudique a la sociedad o a las sociedades vinculadas.

4. La información solicitada no podrá denegarse cuando la solicitud esté apoyada por accionistas que representen, al menos, el veinticinco por ciento del capital social. Los estatutos podrán fijar un porcentaje menor, siempre que sea superior al cinco por ciento del capital social.

5. La vulneración del derecho de información previsto en el apartado 2 solo facultará al accionista para exigir el cumplimiento de la obligación de información y los daños y perjuicios que se le hayan podido causar, pero no será causa de impugnación de la junta general.

6. En el supuesto de utilización abusiva o perjudicial de la información solicitada, el socio será responsable de los daños y perjuicios causados.»

Cinco. Se incorpora una nueva subsección 1.<sup>a</sup> en la sección 3.<sup>a</sup> del capítulo VII del título V en la que se integra un nuevo artículo 197 bis, pasando las subsecciones 1.<sup>a</sup> y 2.<sup>a</sup> a ser 2.<sup>a</sup> y 3.<sup>a</sup>, respectivamente:

«Subsección 1.<sup>a</sup> Votación de acuerdos

### Artículo 197 bis. Votación separada por asuntos.

1. En la junta general, deberán votarse separadamente aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes.

2. En todo caso, deberán votarse de forma separada:

- a) el nombramiento, la ratificación, la reelección o la separación de cada administrador, y
- b) en la modificación de estatutos sociales, la de cada artículo o grupo de artículos que tengan autonomía propia.»

Seis. Se modifica el artículo 201 que queda redactado como sigue:

«Artículo 201. Mayorías.

1. En las sociedades anónimas, los acuerdos sociales se adoptarán por mayoría simple de los votos de los accionistas presentes o representados en la junta, entendiéndose adoptado un acuerdo cuando obtenga más votos a favor que en contra del capital presente o representado.

2. Para la adopción de los acuerdos a que se refiere el artículo 194, si el capital presente o representado supera el cincuenta por ciento bastará con que el acuerdo se adopte por mayoría absoluta. Sin embargo, se requerirá el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta cuando en segunda convocatoria concurren accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el cincuenta por ciento.

3. Los estatutos sociales podrán elevar las mayorías previstas en los apartados anteriores».

Siete. Se modifica el artículo 204, que queda redactado en los siguientes términos:

«Artículo 204. Acuerdos impugnables.

1. Son impugnables los acuerdos sociales que sean contrarios a la ley, se opongan a los estatutos o al reglamento de la junta de la sociedad o lesionen el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros.

La lesión del interés social se produce también cuando el acuerdo, aun no causando daño al patrimonio social, se impone de manera abusiva por la mayoría. Se entiende que el acuerdo se impone de forma abusiva cuando, sin responder a una necesidad razonable de la socie-

dad, se adopta por la mayoría para obtener un beneficio propio en detrimento injustificado de los demás socios.

2. No será procedente la impugnación de un acuerdo social cuando haya sido dejado sin efecto o sustituido válidamente por otro adoptado antes o después de interpuesta la demanda de impugnación.

3. Tampoco procederá la impugnación de acuerdos basada en los siguientes motivos:

- a) La mera infracción de los requisitos procedimentales establecidos por la ley, los estatutos o los reglamentos de la junta y del consejo, para la convocatoria o la constitución del órgano o para la adopción del acuerdo, salvo que se trate de una infracción relativa a la forma y plazo previo de la convocatoria, a las reglas esenciales de constitución del órgano o a las mayorías necesarias para la adopción de los acuerdos, así como cualquier otra que tenga carácter relevante.
- b) La incorrección o insuficiencia de la información facilitada por la sociedad en respuesta al ejercicio del derecho de información, salvo que la información incorrecta o no facilitada hubiera sido esencial para el ejercicio razonable por parte del accionista o socio medio, del derecho de voto o de cualquiera de los demás derechos de participación.
- c) La participación en la reunión de personas no legitimadas, salvo que esa participación hubiera sido determinante para la válida constitución del órgano.
- d) La invalidez de uno o varios votos o el cómputo erróneo de los emitidos, salvo que el voto inválido o el error de cómputo hubieran sido determinantes para la consecución de la mayoría exigible.»

Ocho. Se modifica el artículo 205, que queda redactado en los siguientes términos:

«Artículo 205. Caducidad de la acción de impugnación.

1. La acción de impugnación de los acuerdos sociales caducará en el plazo de un año, salvo que tenga por objeto acuerdos que por sus circunstancias, causa o contenido resultaren contrarios al orden público, en cuyo caso la acción no caducará ni prescribirá.

2. El plazo de caducidad se computará desde la fecha de adopción del acuerdo si hubiera sido adoptado en junta de socios o en reunión

del consejo de administración, y desde la fecha de recepción de la copia del acta si el acuerdo hubiera sido adoptado por escrito. Si el acuerdo se hubiera inscrito, el plazo de caducidad se computará desde la fecha de oponibilidad de la inscripción.»

Nueve. Se modifica el artículo 206, que queda redactado en los siguientes términos:

«Artículo 206. Legitimación para impugnar.

1. Para la impugnación de los acuerdos sociales están legitimados cualquiera de los administradores, los terceros que acrediten un interés legítimo y los socios que hubieran adquirido tal condición antes de la adopción del acuerdo, siempre que representen, individual o conjuntamente, al menos el uno por ciento del capital.

Los estatutos podrán reducir los porcentajes de capital indicados y, en todo caso, los socios que no los alcancen tendrán derecho al resarcimiento del daño que les haya ocasionado el acuerdo impugnable.

2. Para la impugnación de los acuerdos que sean contrarios al orden público estará legitimado cualquier socio o tercero.

3. Las acciones de impugnación deberán dirigirse contra la sociedad. Cuando el actor tuviese la representación exclusiva de la sociedad y la junta no tuviese designado a nadie a tal efecto, el juez que conozca de la impugnación nombrará la persona que ha de representarla en el proceso, entre los socios que hubieren votado a favor del acuerdo impugnado.

4. Los socios que hubieren votado a favor del acuerdo impugnado podrán intervenir a su costa en el proceso para mantener su validez.

5. No podrá alegar defectos de forma en el proceso de adopción del acuerdo quien habiendo tenido ocasión de denunciarlos en el momento oportuno, no lo hubiera hecho.»

Diez. Se modifica el artículo 217 que queda redactado de la siguiente forma:

«Artículo 217. Remuneración de los administradores.

1. El cargo de administrador es gratuito, a menos que los estatutos sociales establezcan lo contrario determinando el sistema de remuneración.

2. El sistema de remuneración establecido determinará el concepto o conceptos retributivos a percibir por los administradores en su condi-

ción de tales y que podrán consistir, entre otros, en uno o varios de los siguientes:

- a) una asignación fija,
- b) dietas de asistencia,
- c) participación en beneficios,
- d) retribución variable con indicadores o parámetros generales de referencia,
- e) remuneración en acciones o vinculada a su evolución,
- f) indemnizaciones por cese, siempre y cuando el cese no estuviese motivado por el incumplimiento de las funciones de administrador y
- g) los sistemas de ahorro o previsión que se consideren oportunos.

3. El importe máximo de la remuneración anual del conjunto de los administradores en su condición de tales deberá ser aprobado por la junta general y permanecerá vigente en tanto no se apruebe su modificación. Salvo que la junta general determine otra cosa, la distribución de la retribución entre los distintos administradores se establecerá por acuerdo de éstos y, en el caso del consejo de administración, por decisión del órgano, que deberá tomar en consideración las funciones y responsabilidades atribuidas a cada consejero.

4. La remuneración de los administradores deberá en todo caso guardar una proporción razonable con la importancia de la sociedad, la situación económica que tuviera en cada momento y los estándares de mercado de empresas comparables. El sistema de remuneración establecido deberá estar orientado a promover la rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad e incorporar las cautelas necesarias para evitar la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables.»

Once. Se modifica el artículo 218 que queda redactado de la siguiente forma:

«Artículo 218. Remuneración mediante participación en beneficios.

1. Cuando el sistema de retribución incluya una participación en los beneficios, los estatutos sociales fijarán tal participación o, alternativamente, su porcentaje máximo, en cuyo caso la junta general determinará el porcentaje que será efectivamente aplicable.

2. En la sociedad de responsabilidad limitada, el porcentaje máximo de participación en ningún caso podrá ser superior al diez por ciento de los beneficios repartibles entre los socios.

3. En la sociedad anónima, la participación solo podrá ser detraída de los beneficios líquidos y después de estar cubiertas las atenciones de la reserva legal y de la estatutaria, además de haberse reconocido a los socios un dividendo del cuatro por ciento del valor nominal de las acciones o el tipo más alto que los estatutos hayan establecido.»

Doce. Se modifica el artículo 219 que queda redactado de la siguiente forma:

«Artículo 219. Remuneración vinculada a las acciones de la sociedad.

1. En la sociedad anónima, el sistema de remuneración de los administradores solo podrá incluir la entrega de acciones o de opciones sobre acciones, o retribuciones referenciadas al valor de las acciones cuando esté expresamente previsto en los estatutos sociales y su aplicación requerirá un acuerdo de la junta general de accionistas.

2. El acuerdo de la junta general de accionistas deberá incluir el número máximo de acciones que se podrán asignar cada ejercicio a este sistema de remuneración, el precio de ejercicio o el sistema de cálculo del precio de ejercicio de las opciones sobre acciones, el valor de las acciones que, en su caso, se tome como referencia y el plazo de duración del plan.»

Trece. Se modifica el artículo 225 que queda redactado en los siguientes términos:

«Artículo 225. Deber general de diligencia.

1. Los administradores deberán desempeñar el cargo y cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con la diligencia de un ordenado empresario, teniendo en cuenta la naturaleza del cargo y las funciones atribuidas a cada uno de ellos.

2. Los administradores deberán tener la dedicación adecuada y adoptarán las medidas precisas para la buena dirección y el control de la sociedad.

3. En el desempeño de sus funciones, el administrador tiene el deber de exigir y el derecho de recabar de la sociedad la información adecuada y necesaria que le sirva para el cumplimiento de sus obligaciones.»

Catorce. Se modifica el artículo 226 que queda redactado en los siguientes términos:

«Artículo 226. Protección de la discrecionalidad empresarial.

1. En el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio, sujetas a la discrecionalidad empresarial, el estándar de diligencia de un ordenado empresario se entenderá cumplido cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado.

2. No se entenderán incluidas dentro del ámbito de discrecionalidad empresarial aquellas decisiones que afecten personalmente a otros administradores y personas vinculadas y, en particular, aquellas que tengan por objeto autorizar las operaciones previstas en el artículo 230.»

Quince. Se modifica el artículo 227 que queda redactado de la siguiente forma:

«Artículo 227. Deber de lealtad.

1. Los administradores deberán desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad.

2. La infracción del deber de lealtad determinará no solo la obligación de indemnizar el daño causado al patrimonio social, sino también la de devolver a la sociedad el enriquecimiento injusto obtenido por el administrador.»

Dieciséis. Se modifica el artículo 228 que queda redactado de la siguiente forma:

«Artículo 228. Obligaciones básicas derivadas del deber de lealtad.

En particular, el deber de lealtad obliga al administrador a:

- a) No ejercitar sus facultades con fines distintos de aquéllos para los que le han sido concedidas.
- b) Guardar secreto sobre las informaciones, datos, informes o antecedentes a los que haya tenido acceso en el desempeño de su cargo, incluso cuando haya cesado en él, salvo en los casos en que la ley lo permita o requiera. Cuando el administrador sea persona jurídica, el deber de secreto también recaerá sobre el representante de ésta.

- c) Abstenerse de participar en la deliberación y votación de acuerdos o decisiones en las que él o una persona vinculada tenga un conflicto de intereses, directo o indirecto. Se excluirán de la anterior obligación de abstención los acuerdos o decisiones que le afecten en su condición de administrador, tales como su designación o revocación para cargos en el órgano de administración u otros de análogo significado.
- d) Desempeñar sus funciones bajo el principio de responsabilidad personal con libertad de criterio o juicio e independencia respecto de instrucciones y vinculaciones de terceros.
- e) Adoptar las medidas necesarias para evitar incurrir en situaciones en las que sus intereses, sean por cuenta propia o ajena, puedan entrar en conflicto con el interés social y con sus deberes para con la sociedad. Se exceptúan los supuestos en los que la sociedad haya otorgado su consentimiento en los términos previstos en el artículo 230.»

Diecisiete. Se modifica el artículo 229 que queda redactado de la siguiente forma:

«Artículo 229. Deber de evitar situaciones de conflicto de interés.

1. En particular, el deber de evitar situaciones de conflicto de interés a que se refiere el apartado e) del artículo 228 anterior obliga al administrador a abstenerse de:

- a) Realizar transacciones con la sociedad, excepto que se trate de operaciones ordinarias, hechas en condiciones estándar para los clientes y de escasa relevancia, entendiéndose por tales aquellas cuya información no sea necesaria para expresar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la entidad.
- b) Utilizar el nombre de la sociedad o invocar su condición de administrador para influir indebidamente en la realización de operaciones privadas
- c) Hacer uso de los activos sociales, incluida la información confidencial de la compañía, con fines privados.
- d) Aprovecharse de las oportunidades de negocio de la sociedad.

- e) Obtener ventajas o remuneraciones de terceros distintos de la sociedad y su grupo asociadas al desempeño de su cargo, salvo que se trate de atenciones de mera cortesía.
- f) Desarrollar actividades por cuenta propia o cuenta ajena que entrañen una competencia efectiva, sea actual o potencial, con la sociedad o que, de cualquier otro modo, le sitúen en un conflicto permanente con los intereses de la sociedad.

2. Las previsiones anteriores serán de aplicación también en el caso de que el beneficiario de los actos o de las actividades prohibidas sea una persona vinculada al administrador.

3. En todo caso, los administradores deberán comunicar a los demás administradores y, en su caso, al consejo de administración, o, tratándose de un administrador único, a la junta general cualquier situación de conflicto, directo o indirecto, que ellos o personas vinculadas a ellos pudieran tener con el interés de la sociedad.

Las situaciones de conflicto de interés en que incurran los administradores serán objeto de información en la memoria a que se refiere el artículo 259.»

Dieciocho. Se modifica el artículo 230 que queda redactado de la siguiente forma:

«Artículo 230. Régimen de imperatividad y dispensa.

1. El régimen relativo al deber de lealtad y a la responsabilidad por su infracción es imperativo. No serán válidas las disposiciones estatutarias que lo limiten o sean contrarias al mismo.

2. No obstante lo dispuesto en el apartado precedente, la sociedad podrá dispensar las prohibiciones contenidas en el artículo anterior en casos singulares autorizando la realización por parte de un administrador o una persona vinculada de una determinada transacción con la sociedad, el uso de ciertos activos sociales, el aprovechamiento de una concreta oportunidad de negocio, la obtención de una ventaja o remuneración de un tercero.

La autorización deberá ser necesariamente acordada por la junta general cuando tenga por objeto la dispensa de la prohibición de obtener una ventaja o remuneración de terceros, o afecte a una transacción cuyo valor sea superior al diez por ciento de los activos sociales. En las sociedades de responsabilidad limitada, también deberá otorgarse por

la junta general la autorización cuando se refiera a la prestación de cualquier clase de asistencia financiera, incluidas garantías de la sociedad a favor del administrador o cuando se dirija al establecimiento con la sociedad de una relación de servicios u obra.

En los demás casos, la autorización también podrá ser otorgada por el órgano de administración siempre que quede garantizada la independencia de los miembros que la conceden respecto del administrador dispensado. Además, será preciso asegurar la inocuidad de la operación autorizada para el patrimonio social o, en su caso, su realización en condiciones de mercado y la transparencia del proceso.

3. La obligación de no competir con la sociedad solo podrá ser objeto de dispensa en el supuesto de que no quepa esperar daño para la sociedad o el que quepa esperar se vea compensado por los beneficios que prevén obtenerse de la dispensa. La dispensa se concederá mediante acuerdo expreso y separado de la junta general.

En todo caso, a instancia de cualquier socio, la junta general resolverá sobre el cese del administrador que desarrolle actividades competitivas cuando el riesgo de perjuicio para la sociedad haya devenido relevante.»

Diecinueve. El artículo 232 queda redactado como sigue:

«Artículo 232. Acciones derivadas de la infracción del deber de lealtad.

El ejercicio de la acción de responsabilidad prevista en los artículos 236 y siguientes no obsta al ejercicio de las acciones de impugnación, cesación, remoción de efectos y, en su caso, anulación de los actos y contratos celebrados por los administradores con violación de su deber de lealtad.»

Veinte. El artículo 236 queda redactado de la siguiente manera:

«Artículo 236. Presupuestos y extensión subjetiva de la responsabilidad.

1. Los administradores responderán frente a la sociedad, frente a los socios y frente a los acreedores sociales, del daño que causen por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo, siempre y cuando haya intervenido dolo o culpa.

La culpabilidad se presumirá, salvo prueba en contrario, cuando el acto sea contrario a la ley o a los estatutos sociales.

2. En ningún caso exonerará de responsabilidad la circunstancia de que el acto o acuerdo lesivo haya sido adoptado, autorizado o ratificado por la junta general.

3. La responsabilidad de los administradores se extiende igualmente a los administradores de hecho. A tal fin, tendrá la consideración de administrador de hecho tanto la persona que en la realidad del tráfico desempeñe sin título, con un título nulo o extinguido, o con otro título, las funciones propias de administrador, como, en su caso, aquella bajo cuyas instrucciones actúen los administradores de la sociedad.

4. Cuando no exista delegación permanente de facultades del consejo en uno o varios consejeros delegados, todas las disposiciones sobre deberes y responsabilidad de los administradores serán aplicables a la persona, cualquiera que sea su denominación, que tenga atribuidas facultades de más alta dirección de la sociedad, sin perjuicio de las acciones de la sociedad basadas en su relación jurídica con ella.

5. La persona física designada para el ejercicio permanente de las funciones propias del cargo

de administrador persona jurídica deberá reunir los requisitos legales establecidos para los administradores, estará sometida a los mismos deberes y responderá solidariamente con la persona jurídica administrador.»

Veintiuno. El artículo 239 queda redactado de la siguiente manera:

«Artículo 239. Legitimación de la minoría.

1. El socio o socios que posean individual o conjuntamente una participación que les permita solicitar la convocatoria de la junta general, podrán también entablar la acción de responsabilidad en defensa del interés social cuando los administradores no convocasen la junta general solicitada a tal fin, cuando la sociedad no la entablare dentro del plazo de un mes, contado desde la fecha de adopción del correspondiente acuerdo, o bien cuando este hubiere sido contrario a la exigencia de responsabilidad.

El socio o los socios a los que se refiere el párrafo anterior, podrán ejercitar directamente la acción social de responsabilidad cuando

se fundamente en la infracción del deber de lealtad sin necesidad de someter la decisión a la junta general.

2. En caso de estimación total o parcial de la demanda, la sociedad estará obligada a reembolsar a la parte actora los gastos necesarios en que hubiera incurrido, salvo que esta haya obtenido el reembolso completo de estos gastos o el ofrecimiento de reembolso de los gastos haya sido incondicional.»

Veintidós. Se introduce un nuevo artículo 241 bis, con la siguiente redacción:

«Artículo 241 bis. Prescripción de las acciones de responsabilidad.

La acción de responsabilidad contra los administradores, sea social o individual, prescribirá a los cuatro años a contar desde el día en que hubiera podido ejercitarse.»

Veintitrés. Se añade el siguiente apartado 3 al artículo 245:

«3. El consejo de administración deberá reunirse, al menos, una vez al trimestre.»

Veinticuatro. Se modifica el artículo 249, que queda redactado en los siguientes términos:

«Artículo 249. Delegación de facultades del consejo de administración.

1. Cuando los estatutos de la sociedad no dispusieran lo contrario y sin perjuicio de los apoderamientos que pueda conferir a cualquier persona, el consejo de administración podrá designar de entre sus miembros a uno o varios consejeros delegados o comisiones ejecutivas.

2. La delegación permanente de alguna facultad del consejo de administración en la comisión ejecutiva o en el consejero delegado y la designación de los administradores que hayan de ocupar tales cargos requerirán para su validez el voto favorable de las dos terceras partes de los componentes del consejo y no producirán efecto alguno hasta su inscripción en el Registro Mercantil.

3. Cuando un miembro del consejo de administración sea nombrado consejero delegado o se le atribuyan funciones ejecutivas en virtud de otro título, será necesario que se celebre un contrato entre este y la sociedad que deberá ser aprobado previamente por el consejo de administración con el voto favorable de las dos terceras partes de sus miembros. El consejero afectado deberá abstenerse de asistir a la deliberación

y de participar en la votación. El contrato aprobado deberá incorporarse como anejo al acta de la sesión.

4. En el contrato se detallarán todos los conceptos por los que pueda obtener una retribución por el desempeño de funciones ejecutivas, incluyendo, en su caso, la eventual indemnización por cese anticipado en dichas funciones y las cantidades a abonar por la sociedad en concepto de primas de seguro o de contribución a sistemas de ahorro. El consejero no podrá percibir retribución alguna por el desempeño de funciones ejecutivas cuyas cantidades o conceptos no estén previstos en ese contrato.

El contrato deberá ser conforme con la política de retribuciones aprobada, en su caso, por la junta general.»

Veinticinco. Se incorpora un nuevo artículo 249 bis con la siguiente redacción:

«Artículo 249 bis. Facultades indelegables.

El consejo de administración no podrá delegar en ningún caso las siguientes facultades:

- a) La supervisión del efectivo funcionamiento de las comisiones que hubiera constituido y de la actuación de los órganos delegados y de los directivos que hubiera designado.
- b) La determinación de las políticas y estrategias generales de la sociedad.
- c) La autorización o dispensa de las obligaciones derivadas del deber de lealtad conforme a lo dispuesto en el artículo 230.
- d) Su propia organización y funcionamiento.
- e) La formulación de las cuentas anuales y su presentación a la junta general.
- f) La formulación de cualquier clase de informe exigido por la ley al órgano de administración siempre y cuando la operación a que se refiere el informe no pueda ser delegada.
- g) El nombramiento y destitución de los consejeros delegados de la sociedad, así como el establecimiento de las condiciones de su contrato.
- h) El nombramiento y destitución de los directivos que tuvieran dependencia directa del consejo o de alguno de sus miembros, así

como el establecimiento de las condiciones básicas de sus contratos, incluyendo su retribución.

- i) Las decisiones relativas a la remuneración de los consejeros, dentro del marco estatutario y, en su caso, de la política de remuneraciones aprobada por la junta general.
- j) La convocatoria de la junta general de accionistas y la elaboración del orden del día y la propuesta de acuerdos.
- k) La política relativa a las acciones o participaciones propias.
- l) Las facultades que la junta general hubiera delegado en el consejo de administración, salvo que hubiera sido expresamente autorizado por ella para subdelegarlas.»

Veintiséis. Se modifica el artículo 251, que queda redactado en los siguientes términos:

«Artículo 251. Impugnación de acuerdos del consejo de administración.

1. Los administradores podrán impugnar los acuerdos del consejo de administración o de cualquier otro órgano colegiado de administración, en el plazo de treinta días desde su adopción.

Igualmente podrán impugnar tales acuerdos los socios que representen un uno por ciento del capital social, en el plazo de treinta días desde que tuvieren conocimiento de los mismos y siempre que no hubiere transcurrido un año desde su adopción.

2. La impugnación se tramitará conforme a lo establecido para la impugnación de los acuerdos de la junta general con la particularidad de que también procederá por infracción del reglamento del consejo de administración.»

Veintisiete. Se modifica el apartado 1 del artículo 262, que queda redactado en los siguientes términos:

«1. El informe de gestión habrá de contener una exposición fiel sobre la evolución de los negocios y la situación de la sociedad, junto con una descripción de los principales riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta.

La exposición consistirá en un análisis equilibrado y exhaustivo de la evolución y los resultados de los negocios y la situación de la sociedad, teniendo en cuenta la magnitud y la complejidad de la misma.

En la medida necesaria para la comprensión de la evolución, los resultados o la situación de la sociedad, este análisis incluirá tanto indicadores clave financieros como, cuando proceda, de carácter no financiero, que sean pertinentes respecto de la actividad empresarial concreta, incluida información sobre cuestiones relativas al medio ambiente y al personal. Se exceptúa de la obligación de incluir información de carácter no financiero, a las sociedades que puedan presentar cuenta de pérdidas y ganancias abreviada.

Al proporcionar este análisis, el informe de gestión incluirá, si procede, referencias y explicaciones complementarias sobre los importes detallados en las cuentas anuales.

Las sociedades que no puedan presentar cuenta de pérdidas y ganancias abreviada deberán indicar en el informe de gestión el periodo medio de pago a sus proveedores; en caso de que dicho periodo medio sea superior al máximo establecido en la normativa de morosidad, habrán de indicarse asimismo las medidas a aplicar en el siguiente ejercicio para su reducción hasta alcanzar dicho máximo.»

Veintiocho. Se modifica el apartado 2 del artículo 293 que queda redactado en los siguientes términos:

«2. Cuando la modificación solo afecte a una parte de las acciones pertenecientes a la misma y, en su caso, única clase y suponga un trato discriminatorio entre ellas, se considerará a efectos de lo dispuesto en este artículo que constituyen clases independientes las acciones afectadas y las no afectadas por la modificación; siendo preciso, por tanto, el acuerdo separado de cada una de ellas. Se reputará que entraña trato discriminatorio cualquier modificación que, en el plano sustancial, tenga un impacto, económico o político, claramente asimétrico en unas y otras acciones o en sus titulares.»

Veintinueve. Se modifica el apartado 2 del artículo 495, que queda redactado en los siguientes términos:

«2. En todas aquellas cuestiones no previstas en este título, las sociedades cotizadas se regirán por las disposiciones aplicables a las sociedades anónimas, además de por las demás normas que les sean de aplicación, con las siguientes particularidades:

- a) El porcentaje mínimo del cinco por ciento que determinadas disposiciones aplicables a las sociedades anónimas exigen para el

ejercicio de ciertos derechos de los accionistas reconocidos en esta ley será del tres por ciento en las sociedades cotizadas.

- b) La fracción de capital social necesaria para poder impugnar acuerdos sociales, conforme al artículo 206.1 será del uno por mil del capital social.
- c) Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 205.1 para los acuerdos que resultaren contrarios al orden público, la acción de impugnación de los acuerdos sociales caducará en el plazo de tres meses.»

Treinta. Se da nueva redacción al artículo 497 que queda redactado en los siguientes términos:

«Artículo 497. Derecho a conocer la identidad de los accionistas.

1. La sociedad emisora tendrá derecho a obtener en cualquier momento de las entidades que lleven los registros de los valores los datos correspondientes de los accionistas, incluidos las direcciones y medios de contacto de que dispongan.

2. El mismo derecho tendrán las asociaciones de accionistas que se hubieran constituido en la sociedad emisora y que representen al menos el uno por ciento del capital social, así como los accionistas que tengan individual o conjuntamente una participación de, al menos, el tres por ciento del capital social, exclusivamente a efectos de facilitar su comunicación con los accionistas para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes.

En el supuesto de utilización abusiva o perjudicial de la información solicitada, la asociación o socio será responsable de los daños y perjuicios causados.

3. Reglamentariamente se concretarán los aspectos técnicos y formales necesarios para el ejercicio del derecho a los datos conforme a los dos apartados anteriores.»

Treinta y uno. Se incorpora una nueva sección 1.<sup>a</sup> en el capítulo VI del título XIV en la que se integra un nuevo artículo 511 bis, que queda redactado como sigue:

«Sección 1.<sup>a</sup>. Competencias de la junta general

Artículo 511 bis. Competencias adicionales.

1. En las sociedades cotizadas constituyen materias reservadas a la competencia de la junta general, además de las reconocidas en el artículo 160, las siguientes:

- a) La transferencia a entidades dependientes de actividades esenciales desarrolladas hasta ese momento por la propia sociedad, aunque esta mantenga el pleno dominio de aquellas.
- b) Las operaciones cuyo efecto sea equivalente al de la liquidación de la sociedad.
- c) La política de remuneraciones de los consejeros en los términos establecidos en esta ley.

2. Se presumirá el carácter esencial de las actividades y de los activos operativos cuando el volumen de la operación supere el veinticinco por ciento del total de activos del balance.»

Treinta y dos. Las secciones 1ª y 2ª del capítulo VI del título XIV se enumeran en adelante como sección 2ª y como sección 3ª, respectivamente.

Treinta y tres. Se modifica el artículo 518 que queda redactado de la siguiente manera:

«Artículo 518. Información general previa a la junta.

Desde la publicación del anuncio de convocatoria y hasta la celebración de la junta general, la sociedad deberá publicar ininterrumpidamente en su página web, al menos, la siguiente información:

- a) El anuncio de la convocatoria.
- b) El número total de acciones y derechos de voto en la fecha de la convocatoria, desglosados por clases de acciones, si existieran.
- c) Los documentos que deban ser objeto de presentación a la junta general y, en particular, los informes de administradores, auditores de cuentas y expertos independientes.
- d) Los textos completos de las propuestas de acuerdo sobre todos y cada uno de los puntos del orden del día o, en relación con aquellos puntos de carácter meramente informativo, un informe de los órganos competentes comentando cada uno de dichos puntos. A medida que se reciban, se incluirán también las propuestas de acuerdo presentadas por los accionistas.

- e) En el caso de nombramiento, ratificación o reelección de miembros del consejo de administración, la identidad, el currículum y la categoría a la que pertenezca cada uno de ellos, así como la propuesta e informes a que se refiere el artículo 529 decies. Si se tratase de persona jurídica, la información deberá incluir la correspondiente a la persona física que se vaya a nombrar para el ejercicio permanente de las funciones propias del cargo.
- f) Los formularios que deberán utilizarse para el voto por representación y a distancia, salvo cuando sean enviados directamente por la sociedad a cada accionista. En el caso de que no puedan publicarse en la página web por causas técnicas, la sociedad deberá indicar en ésta cómo obtener los formularios en papel, que deberá enviar a todo accionista que lo solicite.»

Treinta y cuatro. Se modifica el artículo 519 que queda redactado de la siguiente manera:

«Artículo 519. Derecho a completar el orden del día y a presentar nuevas propuestas de acuerdo.

1. Los accionistas que representen al menos el tres por ciento del capital social podrán solicitar que se publique un complemento a la convocatoria de la junta general ordinaria, incluyendo uno o más puntos en el orden del día, siempre que los nuevos puntos vayan acompañados de una justificación o, en su caso, de una propuesta de acuerdo justificada. En ningún caso podrá ejercitarse dicho derecho respecto a la convocatoria de juntas generales extraordinarias.

2. El ejercicio de este derecho deberá efectuarse mediante notificación fehaciente, que habrá de recibirse en el domicilio social dentro de los cinco días siguientes a la publicación de la convocatoria. El complemento deberá publicarse, como mínimo, con quince días de antelación a la fecha establecida para la reunión de la junta. La falta de publicación en plazo del complemento será causa de impugnación de la junta.

3. Los accionistas que representen al menos el tres por ciento del capital social podrán, en el mismo plazo señalado en el apartado anterior, presentar propuestas fundamentadas de acuerdo sobre asuntos ya incluidos o que deban incluirse en el orden del día de la junta convocada.

La sociedad asegurará la difusión de estas propuestas de acuerdo y de la documentación que en su caso se adjunte entre el resto de los

accionistas, de conformidad con lo dispuesto en el apartado d) del artículo anterior.»

Treinta y cinco. Se modifica el artículo 520 que queda redactado de la siguiente manera:

«Artículo 520. Ejercicio del derecho de información del accionista.

1. El ejercicio del derecho de información de los accionistas se rige por lo previsto en el artículo 197, si bien las solicitudes de informaciones o aclaraciones o la formulación por escrito de preguntas se podrán realizar hasta el quinto día anterior al previsto para la celebración de la junta. Además, los accionistas podrán solicitar a los administradores, por escrito y dentro del mismo plazo o verbalmente durante la celebración de la junta, las aclaraciones que estimen precisas acerca de la información accesible al público que la sociedad hubiera facilitado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores desde la celebración de la última junta general y acerca del informe del auditor.

2. Las solicitudes válidas de informaciones, aclaraciones o preguntas realizadas por escrito y las contestaciones facilitadas por escrito por los administradores se incluirán en la página web de la sociedad.

3. Cuando, con anterioridad a la formulación de una pregunta concreta, la información solicitada esté clara y directamente disponible para todos los accionistas en la página web de la sociedad bajo el formato pregunta-respuesta, los administradores podrán limitar su contestación a remitirse a la información facilitada en dicho formato.»

Treinta y seis. Se incluye un nuevo artículo 521 bis que queda redactado en los siguientes términos:

«Artículo 521 bis. Derecho de asistencia.

En las sociedades anónimas cotizadas, los estatutos no podrán exigir para asistir a la junta general la posesión de más de mil acciones.»

Treinta y siete. Se da nueva redacción al artículo 524 que queda redactado en los siguientes términos:

«Artículo 524. Delegación de la representación y ejercicio del voto por parte de entidades intermediarias.

1. Las entidades que aparezcan legitimadas como accionistas en virtud del registro contable de las acciones pero que actúen por cuenta de diversas personas, podrán en todo caso fraccionar el voto y ejercerlo en sentido divergente en cumplimiento de instrucciones de voto diferentes, si así las hubieran recibido.

2. Las entidades intermediarias a que se refiere el apartado anterior podrán delegar el voto a cada uno de los titulares indirectos o a terceros designados por estos, sin que pueda limitarse el número de delegaciones otorgadas.»

Treinta y ocho. Se añade una nueva sección 1.<sup>a</sup> en el capítulo VII del título XIV en la que se integran los artículos 528 y 529, cuyo título es el siguiente:

«Sección 1.<sup>a</sup>. Reglamento del consejo de administración»

Treinta y nueve. Se incorpora una nueva sección 2.<sup>a</sup> en el capítulo VII del título XIV con el siguiente título:

«Sección 2.<sup>a</sup>. Especialidades del consejo de administración»

Cuarenta. Se incluye un nuevo artículo 529 bis en la sección 2.<sup>a</sup> del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción.

«Artículo 529 bis. Carácter necesario del consejo de administración.

1. Las sociedades cotizadas deberán ser administradas por un consejo de administración.

2. El consejo de administración deberá velar por que los procedimientos de selección de sus miembros favorezcan la diversidad de género, de experiencias y de conocimientos y no adolezcan de sesgos implícitos que puedan implicar discriminación alguna y, en particular, que faciliten la selección de consejeras.»

Cuarenta y uno. Se incluye un nuevo artículo 529 ter en la sección 2.<sup>a</sup> del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción:

«Artículo 529 ter. Facultades indelegables.

1. El consejo de administración de las sociedades cotizadas no podrá delegar las facultades de decisión a que se refiere el artículo 249 bis ni específicamente las siguientes:

a) La aprobación del plan estratégico o de negocio, los objetivos de gestión y presupuesto anuales, la política de inversiones y de fi-

- nanciación, la política de responsabilidad social corporativa y la política de dividendos.
- b) La determinación de la política de control y gestión de riesgos, incluidos los fiscales, y la supervisión de los sistemas internos de información y control.
  - c) La determinación de la política de gobierno corporativo de la sociedad y del grupo del que sea entidad dominante; su organización y funcionamiento y, en particular, la aprobación y modificación de su propio reglamento.
  - d) La aprobación de la información financiera que, por su condición de cotizada, deba hacer pública la sociedad periódicamente.
  - e) La definición de la estructura del grupo de sociedades del que la sociedad sea entidad dominante.
  - f) La aprobación de las inversiones u operaciones de todo tipo que por su elevada cuantía o especiales características, tengan carácter estratégico o especial riesgo fiscal, salvo que su aprobación corresponda a la junta general.
  - g) La aprobación de la creación o adquisición de participaciones en entidades de propósito especial o domiciliadas en países o territorios que tengan la consideración de paraísos fiscales, así como cualesquiera otras transacciones u operaciones de naturaleza análoga que, por su complejidad, pudieran menoscabar la transparencia de la sociedad y su grupo.
  - h) La aprobación, previo informe de la comisión de auditoría, de las operaciones que la sociedad o sociedades de su grupo realicen con consejeros, en los términos de los artículos 229 y 230, o con accionistas titulares, de forma individual o concertadamente con otros, de una participación significativa, incluyendo accionistas representados en el consejo de administración de la sociedad o de otras sociedades que formen parte del mismo grupo o con personas a ellos vinculadas. Los consejeros afectados o que representen o estén vinculados a los accionistas afectados deberán abstenerse de participar en la deliberación y votación del acuerdo en cuestión.

Solo se exceptuarán de esta aprobación las operaciones que reúnan simultáneamente las tres características siguientes:

1º que se realicen en virtud de contratos cuyas condiciones estén estandarizadas y se apliquen en masa a un elevado número de clientes,

2º que se realicen a precios o tarifas establecidos con carácter general por quien actúe como suministrador del bien o servicio de que se trate, y

3º que su cuantía no supere el uno por ciento de los ingresos anuales de la sociedad.

i) La determinación de la estrategia fiscal de la sociedad.

2. Cuando concurren circunstancias de urgencia, debidamente justificadas, se podrán adoptar las decisiones correspondientes a los asuntos anteriores por los órganos o personas delegadas, que deberán ser comunicadas en el primer consejo que se celebre tras la adopción de la decisión.»

Cuarenta y dos. Se incluye un nuevo artículo 529 quáter en la sección 2.ª del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción:

«Artículo 529 quáter. Asistencia a las reuniones.

1. Los consejeros deben asistir personalmente a las sesiones que se celebren.

2. No obstante lo anterior, los consejeros podrán delegar su representación en otro consejero.

Los consejeros no ejecutivos solo podrán hacerlo en otro no ejecutivo.»

Cuarenta y tres. Se incluye un nuevo artículo 529 quinquies en la sección 2.ª del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción:

«Artículo 529 quinquies. Información.

1. Salvo que el consejo de administración se hubiera constituido o hubiera sido excepcionalmente convocado por razones de urgencia, los consejeros deberán contar previamente y con suficiente antelación con la información necesaria para la deliberación y la adopción de acuerdos sobre los asuntos a tratar.

2. El presidente del consejo de administración, con la colaboración del secretario, deberá velar por el cumplimiento de esta disposición.»

Cuarenta y cuatro. Se incluye un nuevo artículo 529 sexies en la sección 2.ª del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción

«Artículo 529 sexies. Presidente del consejo de administración.

1. El consejo de administración, previo informe de la comisión de nombramientos y retribuciones, designará de entre sus miembros a un presidente y, en su caso, a uno o a varios vicepresidentes.

2. El presidente es el máximo responsable del eficaz funcionamiento del consejo de administración. Además de las facultades otorgadas por la ley y los estatutos sociales o el reglamento del consejo de administración, tendrá las siguientes:

- a) Convocar y presidir las reuniones del consejo de administración, fijando el orden del día de las reuniones y dirigiendo las discusiones y deliberaciones.
- b) Salvo disposición estatutaria en contra, presidir la junta general de accionistas.
- c) Velar por que los consejeros reciban con carácter previo la información suficiente para deliberar sobre los puntos del orden de día.
- d) Estimular el debate y la participación activa de los consejeros durante las sesiones, salvaguardando su libre toma de posición.»

Cuarenta y cinco. Se incluye un nuevo artículo 529 septies en la sección 2.<sup>a</sup> del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción:

«Artículo 529 septies. Separación de cargos.

1. Salvo disposición estatutaria en contrario, el cargo de presidente del consejo de administración podrá recaer en un consejero ejecutivo. En este caso, la designación del presidente requerirá el voto favorable de los dos tercios de los miembros del consejo de administración.

2. En caso de que el presidente tenga la condición de consejero ejecutivo, el consejo de administración, con la abstención de los consejeros ejecutivos, deberá nombrar necesariamente a un consejero coordinador entre los consejeros independientes, que estará especialmente facultado para solicitar la convocatoria del consejo de administración o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día de un consejo ya convocado, coordinar y reunir a los consejeros no ejecutivos y dirigir, en su caso, la evaluación periódica del presidente del consejo de administración.»

Cuarenta y seis. Se incluye un nuevo artículo 529 octies en la sección 2.<sup>a</sup> del capítulo VII del título XIV, con la siguiente redacción:

«Artículo 529 octies. Secretario del consejo de administración.

1. El consejo de administración, previo informe de la comisión de nombramientos y retribuciones, designará a un secretario y, en su caso, a uno o a varios vicesecretarios. El mismo procedimiento se seguirá para acordar la separación del secretario y, en su caso, de cada vicesecretario. El secretario y los vicesecretarios podrán o no ser consejeros.

2. El secretario, además de las funciones asignadas por la ley y los estatutos sociales o el reglamento del consejo de administración, debe desempeñar las siguientes:

- a) Conservar la documentación del consejo de administración, dejar constancia en los libros de actas del desarrollo de las sesiones y dar fe de su contenido y de las resoluciones adoptadas.
- b) Velar por que las actuaciones del consejo de administración se ajusten a la normativa aplicable y sean conformes con los estatutos sociales y demás normativa interna.
- c) Asistir al presidente para que los consejeros reciban la información relevante para el ejercicio de su función con la antelación suficiente y en el formato adecuado».

Cuarenta y siete. Se incluye un nuevo artículo 529 nonies en la sección 2.<sup>a</sup> del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción:

«Artículo 529 nonies. Evaluación del desempeño.

1. El consejo de administración deberá realizar una evaluación anual de su funcionamiento y el de sus comisiones y proponer, sobre la base de su resultado, un plan de acción que corrija las deficiencias detectadas.

2. El resultado de la evaluación se consignará en el acta de la sesión o se incorporará a ésta como anejo.»

Cuarenta y ocho. Se incluye un nuevo artículo 529 decies en la sección 2.<sup>a</sup> del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción:

«Artículo 529 decies. Nombramiento y reelección de consejeros.

1. Los miembros del consejo de administración de una sociedad cotizada serán nombrados por la junta general de accionistas o, en caso de vacante anticipada, por el propio consejo por cooptación.

2. La cooptación en las sociedades cotizadas se regirá por lo establecido en esta ley, con las siguientes excepciones:

- a) El administrador designado por el consejo no tendrá que ser, necesariamente, accionista de la sociedad.
- b) De producirse la vacante una vez convocada la junta general y antes de su celebración, el consejo de administración podrá designar un consejero hasta la celebración de la siguiente junta general.

3. En las sociedades anónimas cotizadas no procederá la designación de suplentes.

4. La propuesta de nombramiento o reelección de los miembros del consejo de administración corresponde a la comisión de nombramientos y retribuciones, si se trata de consejeros independientes, y al propio consejo, en los demás casos.

5. La propuesta deberá ir acompañada en todo caso de un informe justificativo del consejo en el que se valore la competencia, experiencia y méritos del candidato propuesto, que se unirá al acta de la junta general o del propio consejo.

6. La propuesta de nombramiento o reelección de cualquier consejero no independiente deberá ir precedida, además, de informe de la comisión de nombramientos y retribuciones.

7. Lo dispuesto en este artículo será igualmente aplicable a las personas físicas que sean designadas representantes de un consejero persona jurídica. La propuesta de representante persona física deberá someterse al informe de la comisión de nombramientos y retribuciones.»

Cuarenta y nueve. Se incluye un nuevo artículo 529 undecies en la sección 2ª del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción:

«Artículo 529 undecies. Duración del cargo.

1. La duración del mandato de los consejeros de una sociedad cotizada será la que determinen los estatutos sociales, sin que en ningún caso exceda de cuatro años.

2. Los consejeros podrán ser reelegidos para el cargo, una o varias veces, por periodos de igual duración máxima».

Cincuenta. Se incluye un nuevo artículo 529 duodecies en la sección 2.ª del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción:

«Artículo 529 duodecies. Categorías de consejeros.

1. Son consejeros ejecutivos aquellos que desempeñen funciones de dirección en la sociedad o su grupo, cualquiera que sea el vínculo jurídico que mantengan con ella. No obstante, los consejeros que sean altos directivos o consejeros de sociedades pertenecientes al grupo de la entidad dominante de la sociedad tendrán en esta la consideración de dominicales.

Cuando un consejero desempeñe funciones de dirección y, al mismo tiempo, sea o represente a un accionista significativo o que esté representado en el consejo de administración, se considerará como ejecutivo.

2. Son consejeros no ejecutivos todos los restantes consejeros de la sociedad, pudiendo ser dominicales, independientes u otros externos.

3. Se considerarán consejeros dominicales aquellos que posean una participación accionarial igual o superior a la que se considere legalmente como significativa o que hubieran sido designados por su condición de accionistas, aunque su participación accionarial no alcance dicha cuantía, así como quienes representen a accionistas de los anteriormente señalados.

4. Se considerarán consejeros independientes aquellos que, designados en atención a sus condiciones personales y profesionales, puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad o su grupo, sus accionistas significativos o sus directivos.

No podrán ser considerados en ningún caso como consejeros independientes quienes se encuentren en cualquiera de las siguientes situaciones:

- a) Quienes hayan sido empleados o consejeros ejecutivos de sociedades del grupo, salvo que hubieran transcurrido 3 o 5 años, respectivamente, desde el cese en esa relación.
- b) Quienes perciban de la sociedad, o de su mismo grupo, cualquier cantidad o beneficio por un concepto distinto de la remuneración de consejero, salvo que no sea significativa para el consejero.

A efectos de lo dispuesto en este párrafo no se tendrán en cuenta los dividendos ni los complementos de pensiones que reciba el consejero en razón de su anterior relación profesional o laboral, siempre que tales complementos tengan carácter incondicional y, en consecuencia, la sociedad que los satisfaga no pueda de forma discrecional suspender,

modificar o revocar su devengo sin que medie incumplimiento de sus obligaciones.

- c) Quienes sean o hayan sido durante los últimos tres años socios del auditor externo o responsable del informe de auditoría, ya se trate de la auditoría durante dicho período de la sociedad cotizada o de cualquier otra sociedad de su grupo.
- d) Quienes sean consejeros ejecutivos o altos directivos de otra sociedad distinta en la que algún consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad sea consejero externo.
- e) Quienes mantengan, o hayan mantenido durante el último año, una relación de negocios con la sociedad o con cualquier sociedad de su grupo, ya sea en nombre propio o como accionista significativo, consejero o alto directivo de una entidad que mantenga o hubiera mantenido dicha relación.

Se considerarán relaciones de negocios la de proveedor de bienes o servicios, incluidos los financieros, y la de asesor o consultor.

- f) Quienes sean accionistas significativos, consejeros ejecutivos o altos directivos de una entidad que reciba, o haya recibido durante los últimos 3 años, donaciones de la sociedad o de su grupo.

No se considerarán incluidos en esta letra quienes sean meros patronos de una fundación que reciba donaciones.

- g) Quienes sean cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad o parientes hasta de segundo grado de un consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad.
- h) Quienes no hayan sido propuestos, ya sea para su nombramiento o renovación por la comisión de nombramientos.
- i) Quienes hayan sido consejeros durante un período continuado superior a 12 años.
- j) Quienes se encuentren respecto de algún accionista significativo o representado en el consejo en alguno de los supuestos señalados en los párrafos a), e), f) o g) anteriores. En el caso de la relación de parentesco señalada en la letra g), la limitación se aplicará no solo respecto al accionista, sino también respecto a sus consejeros dominicales en la sociedad participada.

Los consejeros dominicales que pierdan tal condición como consecuencia de la venta de su participación por el accionista al que representaban solo podrán ser reelegidos como consejeros independientes cuando el accionista al que representaran hasta ese momento hubiera vendido la totalidad de sus acciones en la sociedad.

Un consejero que posea una participación accionarial en la sociedad podrá tener la condición de independiente, siempre que satisfaga todas las condiciones establecidas en este artículo y, además, su participación no sea significativa.

5. Los estatutos sociales y el reglamento del consejo de administración podrán prever, a estos efectos, otras situaciones de incompatibilidad distintas de las previstas en el apartado anterior o someter la consideración como independiente de un consejero a condiciones más estrictas que las establecidas en este artículo.

6. A efectos de su inscripción en el Registro Mercantil, el acuerdo de la junta general o del consejo deberá contener la categoría del consejero, siendo dicha mención suficiente para su inscripción y sin que el registrador mercantil pueda entrar a valorar el cumplimiento de los requisitos para la adscripción a la referida categoría. En todo caso, una asignación incorrecta de la categoría de consejero no afectará a la validez de los acuerdos adoptados por el consejo de administración.»

Cincuenta y uno. Se incluye un nuevo artículo 529 terdecies en la sección 2.<sup>a</sup> del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción:

«Artículo 529 terdecies. Comisiones del consejo de administración.

1. El consejo de administración podrá constituir en su seno comisiones especializadas, determinando su composición, designando a sus miembros y estableciendo las funciones que asume cada una de ellas.

2. No obstante lo anterior, el consejo de administración deberá constituir, al menos, una comisión de auditoría y una comisión, o dos comisiones separadas, de nombramientos y retribuciones, con la composición y las funciones mínimas que se indican en esta ley.

3. Las actas de las comisiones deberán estar a disposición de todos los miembros del consejo de administración.»

Cincuenta y dos. Se incluye un nuevo artículo 529 quaterdecies en la sección 2.<sup>a</sup> del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción:

«Artículo 529 quaterdecies. Comisión de auditoría.

1. La comisión de auditoría estará compuesta exclusivamente por consejeros no ejecutivos nombrados por el consejo de administración, dos de los cuales, al menos, deberán ser consejeros independientes y uno de ellos será designado teniendo en cuenta sus conocimientos y experiencia en materia de contabilidad, auditoría o en ambas.

2. El presidente de la comisión de auditoría será designado de entre los consejeros independientes que formen parte de ella y deberá ser sustituido cada cuatro años, pudiendo ser reelegido una vez transcurrido un plazo de un año desde su cese.

3. Los estatutos de la sociedad o el reglamento del consejo de administración, de conformidad con lo que en aquellos se disponga, establecerán el número de miembros y regularán el funcionamiento de la comisión, debiendo favorecer la independencia en el ejercicio de sus funciones

4. Sin perjuicio de las demás funciones que le atribuyan los estatutos sociales o de conformidad con ellos, el reglamento del consejo de administración, la comisión de auditoría tendrá, como mínimo, las siguientes:

- a) Informar a la junta general de accionistas sobre las cuestiones que se planteen en relación con aquellas materias que sean competencia de la comisión.
- b) Supervisar la eficacia del control interno de la sociedad, la auditoría interna y los sistemas de gestión de riesgos, incluidos los fiscales, así como discutir con el auditor de cuentas las debilidades significativas del sistema de control interno detectadas en el desarrollo de la auditoría.
- c) Supervisar el proceso de elaboración y presentación de la información financiera preceptiva.
- d) Elevar al consejo de administración las propuestas de selección, nombramiento, reelección y sustitución del auditor externo, así como las condiciones de su contratación y recabar regularmente de él información sobre el plan de auditoría y su ejecución, además de preservar su independencia en el ejercicio de sus funciones.
- e) Establecer las oportunas relaciones con el auditor externo para recibir información sobre aquellas cuestiones que puedan poner

en riesgo su independencia, para su examen por la comisión, y cualesquiera otras relacionadas con el proceso de desarrollo de la auditoría de cuentas, así como aquellas otras comunicaciones previstas en la legislación de auditoría de cuentas y en las normas de auditoría. En todo caso, deberán recibir anualmente de los auditores externos la declaración de su independencia en relación con la entidad o entidades vinculadas a esta directa o indirectamente, así como la información de los servicios adicionales de cualquier clase prestados y los correspondientes honorarios percibidos de estas entidades por el auditor externo o por las personas o entidades vinculados a este de acuerdo con lo dispuesto en la legislación sobre auditoría de cuentas.

- f) Emitir anualmente, con carácter previo a la emisión del informe de auditoría de cuentas, un informe en el que se expresará una opinión sobre la independencia del auditor de cuentas. Este informe deberá contener, en todo caso, la valoración de la prestación de los servicios adicionales a que hace referencia la letra anterior, individualmente considerados y en su conjunto, distintos de la auditoría legal y en relación con el régimen de independencia o con la normativa reguladora de auditoría.
- g) Informar, con carácter previo, al consejo de administración sobre todas las materias previstas en la ley, los estatutos sociales y en el reglamento del consejo y en particular, sobre:

1º la información financiera que la sociedad deba hacer pública periódicamente,

2º la creación o adquisición de participaciones en entidades de propósito especial o domiciliadas en países o territorios que tengan la consideración de paraísos fiscales y

3º las operaciones con partes vinculadas.

La comisión de auditoría no ejercerá las funciones previstas en esta letra cuando estén atribuidas estatutariamente a otra comisión y ésta esté compuesta únicamente por consejeros no ejecutivos y por, al menos, dos consejeros independientes, uno de los cuales deberá ser el presidente.

5. Lo establecido en las letras d), e) y f) del apartado anterior se entenderá sin perjuicio de la normativa reguladora de la auditoría de cuentas.»

Cincuenta y tres. Se incluye un nuevo artículo 529 quince en la sección 2.<sup>a</sup> del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción:

«Artículo 529 quince. Comisión de nombramientos y retribuciones.

1. La comisión de nombramientos y retribuciones estará compuesta exclusivamente por consejeros no ejecutivos nombrados por el consejo de administración, dos de los cuales, al menos, deberán ser consejeros independientes. El presidente de la comisión será designado de entre los consejeros independientes que formen parte de ella.

2. Los estatutos de la sociedad o el reglamento del consejo de administración, de conformidad con lo que en aquellos se disponga, establecerán el número de miembros y regularán el funcionamiento de la comisión, debiendo favorecer la independencia en el ejercicio de sus funciones.

3. Sin perjuicio de las demás funciones que le atribuya la ley, los estatutos sociales o, de conformidad con ellos, el reglamento del consejo de administración, la comisión de nombramientos y retribuciones tendrá, como mínimo, las siguientes:

- a) Evaluar las competencias, conocimientos y experiencia necesarios en el consejo de administración. A estos efectos, definirá las funciones y aptitudes necesarias en los candidatos que deban cubrir cada vacante y evaluará el tiempo y dedicación precisos para que puedan desempeñar eficazmente su cometido.
- b) Establecer un objetivo de representación para el sexo menos representado en el consejo de administración y elaborar orientaciones sobre cómo alcanzar dicho objetivo.
- c) Elevar al consejo de administración las propuestas de nombramiento de consejeros independientes para su designación por cooptación o para su sometimiento a la decisión de la junta general de accionistas, así como las propuestas para la reelección o separación de dichos consejeros por la junta general de accionistas.
- d) Informar las propuestas de nombramiento de los restantes consejeros para su designación por cooptación o para su sometimiento a la decisión de la junta general de accionistas, así como las propuestas para su reelección o separación por la junta general de accionistas.

- e) Informar las propuestas de nombramiento y separación de altos directivos y las condiciones básicas de sus contratos.
- f) Examinar y organizar la sucesión del presidente del consejo de administración y del primer ejecutivo de la sociedad y, en su caso, formular propuestas al consejo de administración para que dicha sucesión se produzca de forma ordenada y planificada.
- g) Proponer al consejo de administración la política de retribuciones de los consejeros y de los directores generales o de quienes desarrollen sus funciones de alta dirección bajo la dependencia directa del consejo, de comisiones ejecutivas o de consejeros delegados, así como la retribución individual y las demás condiciones contractuales de los consejeros ejecutivos, velando por su observancia.

4. Lo dispuesto en este artículo se aplicará en lo que proceda en el caso de que los estatutos o el reglamento del consejo de administración opten por establecer separadamente una comisión de nombramientos y otra de retribuciones».

Cincuenta y cuatro. Se incorpora una nueva sección 3.<sup>a</sup> en el capítulo VII del título XIV con el siguiente título:

«Sección 3.<sup>a</sup>. Especialidades de la remuneración de los consejeros»

Cincuenta y cinco. Se incluye un nuevo artículo 529 sexdecies en la sección 3.<sup>a</sup> del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción:

«Artículo 529 sexdecies. Carácter necesariamente remunerado.

Salvo disposición contraria de los estatutos, el cargo de consejero de sociedad cotizada será necesariamente retribuido.»

Cincuenta y seis. Se incluye un nuevo artículo 529 septdecies en la sección 3.<sup>a</sup> del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción:

«Artículo 529 septdecies. Remuneración de los consejeros por su condición de tal.

1. La política de remuneraciones de los consejeros determinará la remuneración de los consejeros en su condición de tales, dentro del sistema de remuneración previsto estatutariamente y deberá incluir necesariamente el importe máximo de la remuneración anual a satisfacer al conjunto de los consejeros en aquella condición.

2. La determinación de la remuneración de cada consejero en su condición de tal corresponderá al consejo de administración, que ten-

drá en cuenta a tal efecto las funciones y responsabilidades atribuidas a cada consejero, la pertenencia a comisiones del consejo y las demás circunstancias objetivas que considere relevantes.»

Cincuenta y siete. Se incluye un nuevo artículo 529 octodecimos en la sección 3ª del capítulo VII del título XIV con la siguiente redacción:

«Artículo 529 octodecimos. Remuneración de los consejeros por el desempeño de funciones ejecutivas.

1. La remuneración de los consejeros por el desempeño de las funciones ejecutivas previstas en los contratos aprobados conforme a lo dispuesto en el artículo 249 se ajustará a la política de remuneraciones de los consejeros, que necesariamente deberá contemplar la cuantía de la retribución fija anual y su variación en el periodo al que la política se refiera, los distintos parámetros para la fijación de los componentes variables y los términos y condiciones principales de sus contratos comprendiendo, en particular, su duración, indemnizaciones por cese anticipado o terminación de la relación contractual y pactos de exclusividad, no concurrencia post-contractual y permanencia o fidelización.

2. Corresponde al consejo de administración fijar la retribución de los consejeros por el desempeño de funciones ejecutivas y los términos y condiciones de sus contratos con la sociedad de conformidad con lo dispuesto en el artículo 249.3 y con la política de remuneraciones de los consejeros aprobada por la junta general.»

Cincuenta y ocho. Se incluye un nuevo artículo 529 nonodecimos en la sección 3.ª del capítulo VII del título XIV, con la siguiente redacción:

«Artículo 529 nonodecimos. Aprobación de la política de remuneraciones de los consejeros.

1. La política de remuneraciones de los consejeros se ajustará en lo que corresponda al sistema de remuneración estatutariamente previsto y se aprobará por la junta general de accionistas al menos cada tres años como punto separado del orden del día.

2. La propuesta de la política de remuneraciones del consejo de administración será motivada y deberá acompañarse de un informe específico de la comisión de nombramientos y retribuciones.

Ambos documentos se pondrán a disposición de los accionistas en la página web de la sociedad desde la convocatoria de la junta general,

quienes podrán solicitar además su entrega o envío gratuito. El anuncio de la convocatoria de la junta general hará mención de este derecho.

3. La política de remuneraciones de los consejeros así aprobada mantendrá su vigencia durante los tres ejercicios siguientes a aquel en que haya sido aprobada por la junta general.

Cualquier modificación o sustitución de la misma durante dicho plazo requerirá la previa aprobación de la junta general de accionistas conforme al procedimiento establecido para su aprobación.

4. En caso de que el informe anual sobre remuneraciones de los consejeros fuera rechazado en la votación consultiva de la junta general ordinaria, la política de remuneraciones aplicable para el ejercicio siguiente deberá someterse a la aprobación de la junta general con carácter previo a su aplicación, aunque no hubiese transcurrido el plazo de tres años anteriormente mencionado. Se exceptúan los supuestos en que la política de remuneraciones se hubiera aprobado en esa misma junta general ordinaria.

5. Cualquier remuneración que perciban los consejeros por el ejercicio o terminación de su cargo y por el desempeño de funciones ejecutivas será acorde con la política de remuneraciones de los consejeros vigente en cada momento, salvo las remuneraciones que expresamente haya aprobado la junta general de accionistas.»

Cincuenta y nueve. Los apartados 2 y 4 del artículo 539 quedan redactados como sigue:

«2. Las sociedades anónimas cotizadas deberán disponer de una página web para atender el ejercicio, por parte de los accionistas, del derecho de información, y para difundir la información relevante exigida por la legislación sobre el mercado de valores. Asimismo, las sociedades anónimas cotizadas publicarán en dicha página web el periodo medio de pago a sus proveedores, y, en su caso, las medidas a que se refiere el último párrafo artículo 262.1.

En la página web de la sociedad se habilitará un foro electrónico de accionistas, al que podrán acceder con las debidas garantías tanto los accionistas individuales como las asociaciones voluntarias que puedan constituir, con el fin de facilitar su comunicación con carácter previo a la celebración de las juntas generales. En el foro podrán publicarse propuestas que pretendan presentarse como complemento del orden del día anunciado en la convocatoria, solicitudes de adhesión a tales pro-

puestas, iniciativas para alcanzar el porcentaje suficiente para ejercer un derecho de minoría previsto en la ley, así como ofertas o peticiones de representación voluntaria.»

«4. Los accionistas de cada sociedad cotizada podrán constituir asociaciones específicas y voluntarias para ejercer la representación de los accionistas en las juntas de sociedades cotizadas y los demás derechos reconocidos en esta ley. A estos efectos, las asociaciones deberán cumplir los siguientes requisitos:

- a) Tendrán como objeto exclusivo la defensa de los intereses de los accionistas, evitando incurrir en situaciones de conflicto de interés que puedan resultar contrarias a dicho objeto.
- b) Estarán integradas, al menos, por cien personas, no pudiendo formar parte de ellas los accionistas con una participación superior al 0,5 por ciento del capital con derecho de voto de la sociedad.
- c) Estarán constituidas mediante escritura pública que deberá inscribirse en el Registro Mercantil correspondiente al domicilio de la sociedad cotizada y, a los meros efectos de publicidad, en un registro especial habilitado al efecto en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En la escritura de constitución se fijarán las normas de organización y funcionamiento de la asociación.
- d) Llevarán una contabilidad conforme a lo establecido en el Código de Comercio para las sociedades mercantiles y someterán sus cuentas anuales a auditoría de cuentas. Dentro del mes siguiente a la aprobación de las cuentas anuales del ejercicio anterior por la asamblea de los miembros de la asociación, esta deberá depositar en el Registro Mercantil un ejemplar de dichas cuentas, junto con el correspondiente informe de auditoría, y una memoria expresiva de la actividad desarrollada, remitiendo copia de estos documentos a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Como documento anejo a los anteriores, remitirán también a la Comisión Nacional del Mercado de Valores una relación de los miembros de la asociación al día en que hubiere finalizado el ejercicio anterior.

- e) Llevarán un registro de las representaciones que les hubieran sido conferidas por accionistas para que les representen en las juntas generales que se celebren, así como de las representaciones con que hubieran concurrido a cada una de las juntas, con expresión de la identidad del accionista representado y del número de ac-

ciones con que hubiera concurrido en su nombre. El registro de representaciones estará a disposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de la entidad emisora.

Las asociaciones de accionistas no podrán recibir, de forma directa o indirecta, cantidad o ventaja patrimonial alguna de la sociedad cotizada.

Reglamentariamente se desarrollarán los requisitos de las asociaciones de accionistas para el ejercicio de los derechos que se les atribuyen en esta ley, que comprenderán, al menos, los requisitos y límites para su constitución, las bases de su estructura orgánica, las reglas de su funcionamiento y los derechos y obligaciones que les correspondan, especialmente en su relación con la sociedad cotizada, así como el régimen de conflictos de interés que garanticen el adecuado cumplimiento de los fines para los que se constituyen.»

Sesenta. Se incorpora una nueva sección 3ª en el capítulo IX del título XIV con el siguiente título:

«Sección 3ª. Informe anual de gobierno corporativo e informe anual sobre remuneraciones de los consejeros»

Sesenta y uno. Se incluye un nuevo artículo 540 en la sección 3ª del capítulo IX del título XIV, con la siguiente redacción:

«Artículo 540. Informe anual de gobierno corporativo.

1. Las sociedades anónimas cotizadas deberán hacer público con carácter anual un informe de gobierno corporativo

2. El informe anual de gobierno corporativo será objeto de comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, acompañando copia del documento en que conste. La Comisión Nacional del Mercado de Valores remitirá copia del informe comunicado a las respectivas autoridades de supervisión cuando se trate de sociedades cotizadas que estén dentro de su ámbito de competencias.

3. El informe será objeto de publicación como hecho relevante.

4. El contenido y estructura del informe de gobierno corporativo será determinado por el Ministro de Economía y Competitividad o, con su habilitación expresa, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Dicho informe deberá ofrecer una explicación detallada de la estructura del sistema de gobierno de la sociedad y de su funcionamiento

en la práctica. En todo caso, el contenido mínimo del informe de gobierno corporativo será el siguiente:

a) Estructura de propiedad de la sociedad, que habrá de incluir:

1° información relativa a los accionistas con participaciones significativas, indicando los porcentajes de participación y las relaciones de índole familiar, comercial, contractual o societaria que existan, así como su representación en el consejo,

2° información de las participaciones accionariales de los miembros del consejo de administración que deberán comunicar a la sociedad, y de la existencia de los pactos parasociales comunicados a la propia sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y, en su caso, depositados en el Registro Mercantil,

3° información de los valores que no se negocien en un mercado regulado comunitario, con indicación, en su caso, de las distintas clases de acciones y, para cada clase de acciones, los derechos y obligaciones que confiera, así como el porcentaje del capital social que represente la autocartera de la sociedad y sus variaciones significativas, y

4° información relativa a las normas aplicables a la modificación de los estatutos de la sociedad.

b) Cualquier restricción a la transmisibilidad de valores y cualquier restricción al derecho de voto.

c) Estructura de la administración de la sociedad, que habrá de incluir:

1° información relativa a la composición, reglas de organización y funcionamiento del consejo de administración y de sus comisiones,

2° identidad y remuneración de sus miembros, funciones y cargos dentro de la sociedad, sus relaciones con accionistas con participaciones significativas, indicando la existencia de consejeros cruzados o vinculados y los procedimientos de selección, remoción o reelección,

3° información de los poderes de los miembros del consejo de administración y, en particular, los relativos a la posibilidad de emitir o recomprar acciones,

4° información de los acuerdos significativos que haya celebrado la sociedad y que entren en vigor, sean modificados o concluyan en caso de cambio de control de la sociedad a raíz de una oferta pública de adqui-

sición, y sus efectos, excepto cuando su divulgación resulte seriamente perjudicial para la sociedad. Esta excepción no se aplicará cuando la sociedad esté obligada legalmente a dar publicidad a esta información, y

5º información de los acuerdos entre la sociedad y sus cargos de administración y dirección o empleados que dispongan indemnizaciones cuando éstos dimitan o sean despedidos de forma improcedente o si la relación laboral llega a su fin con motivo de una oferta pública de adquisición.

6º Información sobre las medidas que, en su caso, se hubiesen adoptado para procurar incluir en su consejo de administración un número de mujeres que permita alcanzar una presencia equilibrada de mujeres y hombres, así como las medias que, en su caso, hubiere convenido en este sentido la comisión de nombramientos.

- d) Operaciones vinculadas de la sociedad con sus accionistas y sus administradores y cargos directivos y operaciones intragrupo.
- e) Sistemas de control del riesgo, incluido el fiscal.
- f) Funcionamiento de la junta general, con información relativa al desarrollo de las reuniones que celebre.
- g) Grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo, o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones.
- h) Una descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera.

5. Sin perjuicio de las sanciones que proceda imponer por la falta de remisión de la documentación o del informe de gobierno corporativo, o la existencia de omisiones o datos engañosos o erróneos, corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el seguimiento de las reglas de gobierno corporativo, a cuyo efecto podrá recabar cuanta información precise al respecto, así como hacer pública la información que considere relevante sobre su grado efectivo de cumplimiento.

6. Cuando la sociedad cotizada sea una sociedad anónima europea domiciliada en España que haya optado por el sistema dual, junto al informe anual de gobierno corporativo elaborado por la dirección se acompañará un informe elaborado por el consejo de control sobre el ejercicio de sus funciones.»

Sesenta y dos. Se incluye un nuevo artículo 541 en la sección 3.<sup>a</sup> del capítulo IX del título XIV con la siguiente redacción:

«Artículo 541. Informe anual sobre remuneraciones de los consejeros.

1. El consejo de administración de las sociedades anónimas cotizadas deberá elaborar y publicar anualmente un informe sobre remuneraciones de los consejeros, incluyendo las que perciban o deban percibir en su condición de tales y, en su caso, por el desempeño de funciones ejecutivas.

2. El informe anual sobre remuneraciones de los consejeros deberá incluir información completa, clara y comprensible sobre la política de remuneraciones de los consejeros aplicable al ejercicio en curso. Incluirá también un resumen global sobre la aplicación de la política de remuneraciones durante el ejercicio cerrado, así como el detalle de las remuneraciones individuales devengadas por todos los conceptos por cada uno de los consejeros en dicho ejercicio.

3. El informe anual sobre remuneraciones de los consejeros se difundirá como hecho relevante por la sociedad de forma simultánea al informe anual de gobierno corporativo.

4. El informe anual sobre remuneraciones de los consejeros se someterá a votación, con carácter consultivo y como punto separado del orden del día a la junta general ordinaria de accionistas.

5. El Ministro de Economía y Competitividad o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, determinará el contenido y estructura del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros, que podrá contener información, entre otras cuestiones, sobre el importe de los componentes fijos de retribución, los conceptos retributivos de carácter variable y los criterios de desempeño elegidos para su diseño, así como el papel desempeñado, en su caso, por la comisión de retribuciones.»

Sesenta y tres. La disposición adicional séptima queda redactada como sigue:

«Disposición adicional séptima. Competencias supervisoras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Las disposiciones contenidas en los artículos 512, 513, 514, 515, 516, 517, 525.2, 526, 528, 529, 529 quaterdecies, 529 quincecies, 530, 531, 532, 533, 534, 538, 539, 540 y 541 del título XIV forman parte de las normas

de ordenación y disciplina del mercado de valores, cuya supervisión corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de conformidad con lo dispuesto en el título VIII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores será competente para incoar e instruir los expedientes sancionadores a los que den lugar los incumplimientos de las obligaciones establecidas en los artículos indicados en el párrafo anterior, de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 95 y siguientes de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.»

Sesenta y cuatro. Se añade una disposición adicional octava del siguiente tenor:

«Disposición adicional octava. Cálculo del periodo medio de pago a proveedores.

Para el cálculo del periodo medio de pago a proveedores a que se refiere el artículo 262.1, serán aplicables los criterios que en la materia hayan sido aprobados por el Ministro de Hacienda y Administraciones Públicas, de conformidad con lo establecido en el apartado tercero de la disposición final segunda de la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera».

Sesenta y cinco. Se añade una disposición adicional novena del siguiente tenor:

«Disposición adicional novena. Comisiones del consejo de administración.

El régimen en materia de comisiones del consejo de administración y comisión de auditoría contenido, respectivamente, en los artículos 529 terdecies y 529 quaterdecies, resultará también de aplicación a las entidades emisoras de valores distintos de las acciones admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.»

Disposición adicional única. Referencias a la normativa derogada.

Las referencias que en el ordenamiento jurídico se realicen a las normas derogadas de conformidad con lo previsto en la disposición derogatoria única, se entenderán efectuadas a las previsiones correspondientes de esta ley.

Disposición transitoria única. Régimen transitorio.

1. Las modificaciones introducidas por esta ley en los artículos 217 a 219, 529 ter, 529 nonies, 529 terdecies, 529 quaterdecies, 529 quinquedecies, 529 septedecies y 529 octodécies del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, entrarán en vigor a partir del 1 de enero de 2015 y deberán acordarse en la primera junta general que se celebre con posterioridad a esta fecha.

2. El artículo 529 nonodecies del texto refundido la Ley de Sociedades de Capital entrará en vigor a partir del 1 de enero de 2015 y resultará de aplicación a las sociedades anónimas cotizadas en la forma siguiente:

- a) En caso de que la primera junta general ordinaria de accionistas que se celebre a partir del 1 de enero de 2015 apruebe con carácter consultivo el informe sobre remuneraciones de los consejeros, se entenderá que la política sobre remuneraciones de la sociedad contenida en el mismo ha resultado igualmente aprobada a efectos de lo dispuesto en el artículo 529 nonodecies, resultando el citado artículo de aplicación a dicha sociedad desde ese momento.
- b) En caso de que dicha junta general ordinaria no apruebe consultivamente el informe sobre remuneraciones de los consejeros, la política de remuneraciones de los consejeros deberá someterse a la aprobación vinculante de la junta general de accionistas no más tarde del término del ejercicio siguiente, conforme a lo dispuesto en el artículo 529 novodecies y con efectos a partir del ejercicio posterior.

3. Los consejeros nombrados con anterioridad al 1 de enero de 2014 podrán completar sus mandatos aunque excedieran de la duración máxima prevista en el artículo 529 undecies del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Disposición derogatoria única. Derogación normativa.

Quedan derogadas todas las disposiciones de igual o inferior rango que se opongan a esta ley y, en particular, los siguientes preceptos de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores: a) El artículo 61 bis. b) El artículo 61 ter. c) Los párrafos b) ter y b) quáter del artículo 100. d) La disposición adicional decimoctava.

Disposición final primera. Modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Se da nueva redacción al apartado b) del artículo 100 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores:

«b) La falta de elaboración o de publicación del informe anual de gobierno corporativo o del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros a que se refieren, respectivamente, los artículos 540 y 541 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, o la existencia en dichos informes de omisiones o datos falsos o engañosos; el incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 512 a 517, 525.2, 526, 528, 529, 530, 531, 532, 533, 534, 538, 539, 540 y 541 de dicha ley; carecer las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de una comisión de auditoría y de una comisión de nombramientos y retribuciones en los términos establecidos en los artículos 529 quaterdecies y quincecies de la referida ley o el incumplimiento de las reglas de composición y de atribución de funciones de dichas comisiones».

Disposición final segunda. Modificación de la Ley 15/2010, de 5 de julio, de modificación de la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales.

Se modifica la disposición adicional tercera de la Ley 15/2010, de 5 de julio, de modificación de la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, que queda redactada como sigue:

«Disposición adicional tercera. Deber de información.

1. Todas las sociedades mercantiles incluirán de forma expresa en la memoria de sus cuentas anuales su período medio de pago a proveedores.

2. Las sociedades mercantiles cotizadas publicarán en su página web su periodo medio de pago a proveedores.

3. Las sociedades mercantiles que no sean cotizadas y no presenten cuentas anuales abreviadas publicarán su periodo medio de pago a proveedores en su página web, si la tienen.

4. El Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, mediante resolución, indicará las adaptaciones que resulten necesarias, de acuerdo con lo previsto en esta ley, para que las sociedades mercantiles no encuadradas en el artículo 2.1 de la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, apliquen adecuadamente la metodología de cálculo del periodo medio de pago a proveedores determinada por el Ministerio de Hacienda y Administra-

ciones Públicas. Dicha resolución requerirá informe previo a su aprobación por parte del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.»

Disposición final tercera. Título competencial.

Esta ley se dicta al amparo de lo dispuesto en el artículo 149.1. 6<sup>a</sup> que atribuye al Estado la competencia exclusiva sobre legislación mercantil y de lo dispuesto en el 149.1.11<sup>a</sup> de la Constitución Española que atribuye al Estado la competencia exclusiva sobre las bases de la ordenación de crédito, banca y seguros.

Disposición final cuarta. Entrada en vigor.

Esta ley entrará en vigor a los veinte días de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».