

CÁTEDRA GARRIGUES-COMILLAS DE MODERNIZACIÓN DEL DERECHO DE SOCIEDADES

*Cuadernos
de la
Cátedra Garrigues*

Directores:

Javier Ibáñez Jiménez

Mónica Martín de Vidales Godino

Derecho de sociedades, gobierno
corporativo y relaciones con inversores

Vol. 2 Marzo 2015

ÍNDICE

ÍNDICE	3
<i>SOCIETÀ QUOTATE, MERCATI FINANZIARI E RELAZIONI CON GLI INVESTITORI</i>	
Paolo MONTALENTI.....	7
SOCIEDAD COTIZADA, MERCADO DE VALORES Y SISTEMAS DE RELACIONES CON INVERSORES (DOS NOTAS PARA UNA CONTRAPONENCIA)	
Javier IBÁÑEZ JIMÉNEZ.....	35
CUESTIONES SOBRE EL INVERSOR EN LA REFORMA DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL: DERECHOS DE LOS SOCIOS Y LEALTAD DE LOS ADMINISTRADORES	
Álvaro LÓPEZ-JORRÍN / MÓNICA MARTÍN DE VIDALES GODINO.....	45
TENDENCIAS GLOBALES EN LA REGULACIÓN SOCIETARIA Y DEL MERCADO DE VALORES DE LOS SISTEMAS DE RELACIONES CON INVERSORES	
JAVIER IBAÑEZ JIMÉNEZ.....	55

EL VALOR ACTUAL DE LAS RELACIONES CON INVERSORES EN LAS
COMPAÑÍAS COTIZADAS

FRANCISCO BLANCO BERMÚDEZ.....71

REFLEXIÓN SOBRE POLÍTICAS GLOBALES DE RELACIONES CON
INVERSORES: LA EXPANSIÓN DE NUEVOS HEDGE FUNDS ACTIVISTAS

ENRIQUE J. NAMEY.....87

GLOBAL TRENDS IN INVESTOR RELATIONS

FRED STONE..... 95

DERECHO DE SEPARACIÓN Y *APPRAISAL RIGHT*: DEL ABUSO DE
LA MAYORÍA AL ABUSO DE LA MINORÍA

MARTAGARCÍA MANDALÓNIZ.....103

ALGUNAS IMPLICACIONES JURÍDICO-SOCIETARIAS Y DE
DERECHO DEL MERCADO DE VALORES NORTEAMERICANO DEL
CASO *MERION* EN MATERIA DE RELACIONES CON INVERSORES

Javier IBÁÑEZ JIMÉNEZ.....131

CLAUSURA DEL CONGRESO INTERNACIONAL SOBRE DERECHO DE
SOCIEDADES Y RELACIONES CON INVERSORES DE LA CÁTEDRA
GARRIGUES DE MODERNIZACIÓN DEL DERECHO DE SOCIEDADES

Julio Luis MARTÍNEZ MARTÍNEZ, S J.....151

ANEXO 1

RESEÑA DEL SEMINARIO DE LA CÁTEDRA.....153

ANEXO 2.....159

GOBIERNO CORPORATIVO EN EL TERCER SECTOR: BUEN GOBIERNO
EN ENTIDADES NO LUCRATIVAS

ANTONIO PERDICES HUETOS.....161

PROXY ADVISORS

Paola GUTIÉRREZ VELANDIA.....181

SOCIETÀ QUOTATE, MERCATI FINANZIARI E RELAZIONI CON GLI INVESTITORI

PAOLO MONTALENTI^(*)

I. SOMMARIO

1. Società e mercati: le tecniche di regolazione. Gli anni 90' e la *Corporate Governance*. – 2. Il quadro generale: globalizzazione, decadenza della sovranità nazionale e privatizzazione del diritto. – 3. *Corporate governance* e mercati finanziari: l'esperienza statunitense. – 4. Il *Sarbanes-Oxley Act*: verso un *Corporate Law* federale? – 5. *Corporate governance* e mercati finanziari: il sistema europeo. – 6. Stati Uniti ed Europa: *path dependance* o *convergence*? – 7. *Corporate governance* e mercati finanziari. Un esempio: il sistema italiano. – 8. Le regole di *corporate governance* tra mito e realtà. – 9. Crisi finanziaria e tecniche di regolazione: un dibattito aperto. – 10. Il mercato: un sistema imperfetto. – 11. Le asimmetrie del mercato. Per una teoria della deviazione dal modello teorico del "mercato puro" trasparente, verificabile e soggetta alla funzione disciplinare del mercato. – 12. *Power without property*: un paradigma ineliminabile. – 13. *Control Enhancement Mechanisms* in Europa e in Italia. – 14. Minoranze azionarie, investitori istituzionali, *proxy advisors*. – 15. La funzione di controllo. – 16. Minoranze, sistemi di controllo e interesse sociale. – 17. Investitori istituzionali e Codici di Autodisciplina: un timido approccio. – 18. Investitori istituzionali, *proxy advisors*, *Corporate Governance*: quali prospettive in Europa..

II. SOCIETÀ QUOTATE, MERCATI FINANZIARI E RELAZIONI CON GLI INVESTITORI

1. Società e mercati: le tecniche di regolazione. Gli anni 90' e la *Corporate Governance*

In tema di regolazione dei mercati finanziari e delle società quotate, si è verificata, negli anni '90, tra gli ordinamenti industriali avanzati, una significativa prevalenza di *convergence* rispetto alla *path dependence*, piuttosto nella disciplina delle società che non dei mercati, e soprattutto sul piano delle tecniche regolatorie.

^(*) Professore ordinario di Diritto Commerciale nell'Università di Torino.

Il *mix* tra legge primaria, regolamenti delle Autorità di Vigilanza, codici di autodisciplina, codici etici, si afferma come strumento tipico in tutti gli ordinamenti avanzati. Dal *Cadbury Code* al *Rapport Viénot*, al *Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas* (2013) – e a tutti i codici di Corporate Governance dei vari paesi europei –, dai *Principles* dell'*American Law Institute* ai Codici di autoregolamentazione delle Borse, dal *Sarbanes Oxley Act* al *Dodd-Frank Act* ai codici etici, in tutti gli ordinamenti, sia pure con diverse declinazioni, si afferma l'idea che la complessità delle società che ricorrono al pubblico risparmio non può essere irrigidita esclusivamente in un complesso di norme primarie che, come fonte unica di regolazione, si rivelerebbero inefficienti in quanto non duttili, non tempestivamente modificabili non sufficientemente generali ed astratte, come si conviene per le norme legislative.

Si è altresì progressivamente affermata l'idea che per una efficace ed efficiente *corporate governance*, nella duplice accezione di corretta gestione delle società "aperte" e di trasparente funzionamento del mercato finanziario, sia necessario combinare non solo norme primarie e norme secondarie ma favorire altresì l'autoregolamentazione nella duplice forma della promozione dell'autonomia statutaria e dell'adozione di codici di autodisciplina.

2. Il quadro generale: globalizzazione, decadenza della sovranità nazionale e privatizzazione del diritto

La globalizzazione non è fenomeno ignoto allo studioso del diritto commerciale: la nascita dello *jus mercatorum* nell'anno mille è segnata dal primato degli scambi e delle regole private transnazionali sul diritto comune e sugli angusti confini nazionali. Le mirabili pagine di Goldschmidt¹ impressionano per le analogie tra l'Alto Medioevo e l'oggi, in termini di autoproduzione delle regole, di creazione di istituti nuovi che nascono dalla prassi, di supremazia del privato sul pubblico fino alla nascita dello stato moderno e le codificazioni.

¹ Cfr. L. GOLDSCHMIDT, *Storia universale del diritto commerciale*, Torino, 1913. Ma vedi anche F. GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005 e G. COTTINO, *Introduzione al Trattato. Il diritto commerciale tra antichità, medioevo e tempo presente: una riflessione critica*, in G. Cottino e G. Bonfante, *L'imprenditore*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. I, Padova, 397 ss.

E non è un caso che oggi si parli di nuova *lex mercatoria*.

La “moderna” globalizzazione, intendendo l’espressione come categoria analitica, utilizzata in modo generalizzato nell’ultimo decennio, presenta non pochi punti di contatto con il passato.

Ma numerosi tratti della globalizzazione di oggi sono del tutto inediti: l’accelerazione esponenziale degli indicatori economici, l’interdipendenza delle scelte nell’uso delle risorse, la contestualizzazione dei fenomeni causata dallo sviluppo delle telecomunicazioni, la delocalizzazione dei rapporti prodotta dal sistema Internet, la finanziarizzazione dell’economia, sono elementi nuovi che mettono in crisi le categorie tradizionali di analisi.

L’affievolirsi della sovranità nazionale ha incrinato il monopolio statale della regolamentazione giuridica e messo in crisi le teorie normativiste del diritto.

Si pensi – in materia societaria e finanziaria – ai *Codici di Autodisciplina* in materia di *Corporate Governance*, alle regole di comportamento nella gestione dell’informazione finanziaria introdotte dai gestori privati dei mercati.

Ancora, in vari campi, registriamo il passaggio di *competenze regolatorie dal pubblico al privato*: si pensi al *listing* affidato a Borsa Italiana s.p.a. o alla prerogativa attribuita ai gestori di siti di farsi “legislatori privati” subordinando l’accesso degli utenti all’accettazione di condizioni contrattuali unilateralmente imposte.

Si pensi, ancora, alle regole contabili – i Principi IAS – imposti, transnazionalmente, da un organo privato.

Si tratta dunque di un fenomeno poderoso di *destatualizzazione, privatizzazione e deterritorializzazione del diritto*.

3. Corporate governance e mercati finanziari²: l’esperienza statunitense.

² Ho trattato questi argomenti in *Corporate Governance e mercati finanziari: un rapporto controverso*, in *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, in Atti del Convegno CNPDS – Fondazione Courmayeur, 26-27 settembre 2008, Milano, Giuffrè, 2009, p. 55 ss., da cui prendono spunto le riflessioni che seguono (§§ 4-8).

L'approccio dell'ordinamento americano al rapporto tra *corporate governance* e mercati finanziari è stato tradizionalmente improntato al principio di separazione.

La disciplina dei mercati è stata affidata alla *Securities Law*, di rango federale, e alla regolazione della *Securities Exchange Commission*; la disciplina della *corporation* attribuita alla *Corporate Law*, di competenza dei singoli stati.

Il fondamento di questa impostazione di politica legislativa può qui sintetizzarsi in alcuni assunti.

Il mercato finanziario può esplicare la sua funzione disciplinare se è assistito da regole imperative di trasparenza; nessun controllo di merito deve essere esercitato sul contenuto del prodotto finanziario.

Se il mercato è in grado di conoscere il prodotto è anche in grado di scegliere e di selezionare i prodotti migliori.

I prodotti (finanziari) migliori dovrebbero essere negoziati dalle società meglio gestite; pertanto buone regole di governo societario dovrebbero favorire mercati finanziari più efficienti .

Si tratta allora di individuare la soluzione più idonea a far sì che siano adottate le regole migliori di *corporate governance*.

L'ordinamento americano si è, da sempre, orientato nel senso di attribuire, nuovamente, al mercato – almeno in via preminente – il compito di selezionare le regole migliori premiando le società che le regole migliori adottassero; il legislatore ha offerto modelli di *default*; l'autonomia privata è limitata da poche norme imperative; alla *regulatory competition* è assegnato il compito di premiare le società che avessero scelto le regole più protettive per gli investitori.

Questo modello originario (come vedremo messo in discussione prima dagli scandali finanziari – Enron e simili – poi dalla crisi finanziaria), apprezzato

da diversi studiosi – da Roberta Romano³ a Easterbrook e Fischel⁴ – non corrispondeva, per il vero, neppure all’origine, alla realtà sia perché nuclei forti di regole imperative sono in ogni caso introdotti dalla *case law* sia perché il sistema – considerato il “predominio” del diritto societario del Delaware – si configura piuttosto come mercato oligopolistico che non come sistema puro di *regulatory competition*. E, in termini di politica legislativa, è stato, anche da autorevoli studiosi, da Bebchuk⁵ a Eisenberg⁶, contestato.

Una forma indiretta di intervento imperativo – se si vuole, *trait d’union* tra imperatività statale e autonomia privata – è stata attuata dalle regole introdotte dai mercati borsistici: si pensi, ad esempio, ai requisiti di indipendenza imposti dal NYSE.

Una svolta di grande rilievo si registra con il *Sarbanes-Oxley Act* del 2002: con la risposta agli scandali finanziari (di inizio secolo: da Enron in poi) materie tradizionalmente affidate al *Corporate Law* vengono avocate alla competenza federale. E il cammino è proseguito con il *Dodd-Frank Act*.

4. *Il Sarbanes-Oxley Act: verso un Corporate Law federale?*

Infatti, con il *Sarbanes-Oxley Act*, il legislatore federale interviene sulla struttura organica della *corporation* imponendo specifici requisiti all’*Audit Committee*, prescrivendo obblighi di dotazione finanziaria autonoma dell’organo di controllo, rafforzandone l’autonomia, introducendo regole inderogabili in tema di attestazione del *Chief Financial Officer*, di codici etici, di supervisione pubblica sui revisori.

³ R. ROMANO, *The Genius of American Corporate Law*, Washington, 1993, pp. 1-50.

⁴ F. EASTERBROOK e D. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1991, p. 212 ss. (traduzione italiana, *L’economia delle società per azioni*, Milano, 1996) e D. FISCHEL, *The “Race to the Bottom” Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware’s Corporation Law*, 76 *Northwestern University Law Review* (1982), p. 913 ss.

⁵ L. BEBCHUK e A. HAMDANI, *Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Competition over Corporate Charters*, 112 *Yale Law Journal* (2002), p. 568.

⁶ M. A. EISENBERG, *Regulatory Competition and Subsidiarity in Corporate Governance in a Transatlantic Perspective*, reperibile sul sito: http://www.ecgi.org/tcgd/launch/eisenberg_speech.php.

Più precisamente è stata radicalmente riformata la materia della *revisione contabile*⁷.

Venendo ora a profili più direttamente attinenti al tema della *corporate governance* si devono segnalare le norme relative ai *doveri degli amministratori* e alle *regole interne di corporate governance* (materie tradizionalmente affidate ai diritti statuali), contenute nel *Title III* dedicato alla *Corporate Responsibility*⁸.

Di particolare interesse sono poi le norme in materia di *standard di corporate governance* delle società emittenti, segnatamente in tema di *public company audit committees* (sec. 301).

E' previsto che l'*audit committee* debba avere competenze specifiche in materia di incarico alla società di revisione; di controllo sul suo operato; di trattamento di informazioni ricevute dall'emittente o dai suoi dipendenti in materia contabile; vengono previste regole precise in tema di indipendenza, di poteri di indagine anche attraverso consulenti indipendenti; di autonomia finanziaria.

La legge precisa altresì i criteri di applicazione della normativa ai *Foreign issuers*.

Il "nuovo corso", tra l'altro esteso, per il tramite del mercato finanziario globalizzato, a tutti gli ordinamenti, perché le regole del *Sarbanes- Oxley Act* si applicano anche alle *foreign corporations* quotate su mercati regolamentati statunitensi, ha direttamente influenzato altri sistemi – si pensi, in particolare, all'ordinamento italiano e alla legge sul risparmio (L. 202/2005) (requisiti di indipendenza, dirigente preposto ai documenti contabili, revisione di gruppo). E dopo la crisi finanziaria del 2008 il *Dodd-Franck Act* ha proseguito il cammino.

⁷ Si sono sottoposte le *audit firms* alla supervisione di un organo non-profit controllato dalla SEC, il *Public Company Accounting Oversight Board* (sec. 101 e segg.), prescrivendo regole analitiche in tema di *auditing, quality control and independence standards* (sec. 103, sec. 108), disciplinando con regole severe la materia dell'*auditor independence*, vietando, di regola, la prestazione di *any non-audit service* [cfr. sec. 201 (g)] e di *audit services* in conflitto di interessi (cfr. sec. 206), rafforzando, infine, l'apparato sanzionatorio (cfr. sec. 105). Regole specifiche sono previste per l'applicazione della normativa alle *foreign public accounting firms* (sec. 106).

⁸ Anzitutto sono previsti obblighi specifici di certificazione della veridicità dei *financial reports* da parte del *principal executive officer or officers* e del *principal financial officer or officers* (sec. 302: *Corporate Responsibility for Financial Reports*), il divieto di esercitare *improper influence on conduct of audits* (sec. 303), restrizioni in tema di *personal loans to executives* (sec. 402) e obblighi di *disclosure of transactions involving management and principal stockholders* (sec. 403).

5. Corporate governance e mercati finanziari: il sistema europeo.

Il sistema europeo dei rapporti tra diritto dei mercati finanziari e regolazione della *corporate governance* può dirsi, sino a tempi recenti, impostato in termini pressoché rovesciati rispetto al modello nordamericano.

5.1. Il *diritto societario* è stato oggetto di un processo intenso e profondo di armonizzazione: dalla II direttiva sul capitale sociale (ora modificata) alla IV e VII direttiva sul bilancio e sul bilancio consolidato, dalla III e VI direttiva in materia di fusioni e scissioni alla VIII direttiva sul controllo dei conti, i diritti societari nazionali hanno raggiunto un grado apprezzabile di uniformazione.

Per la verità la materia che sino ad oggi non è ancora stata oggetto di armonizzazione è proprio quella del governo societario in senso stretto: la V direttiva sui sistemi di amministrazione⁹ è rimasta per oltre vent'anni a livello di progetto ed è stata poi formalmente ritirata, per una ragione, tuttavia, peculiare ed estranea ai problemi che oggi ci occupano e cioè la difficoltà di trovare un ragionevole equilibrio tra armonizzazione e conservazione delle specificità nazionali in tema di partecipazione dei lavoratori agli organi societari (e aziendali) di gestione dell'impresa. Anche all'azione dello *High Level Group of Company Law Experts* per il raggiungimento del c.d. *level playing field* all'insegna del principio *one share-one vote* non sono seguiti risultati significativi, per cui anche la materia dei gruppi e dei c.d. *Control Enhancement Mechanisms* (sindacati di voto, voto plurimo, ecc.) è rimasta affidata ai diritti nazionali.

Vero è, in ogni caso, che il diritto societario europeo si iscrive nel quadro di un diritto, potremmo dire, "a tendenza federale"¹⁰ nella direttrice segnata dall'art. 100 (ora art. 94) del Trattato.

Si deve infatti segnalare che un tentativo di superare le difficoltà di armonizzazione dei sistemi di *governance*, è stato attuato con il *Regolamento*

⁹ P. MONTALENTI e M. RICOLFI, *La proposta modificata di quinta direttiva comunitaria sulla società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1985, p. 256.

¹⁰ S. GRUNDMANN, *European Company Law*, 2° ed., Cambridge, Antwerp, Portland, 2012.

della Società Europea, che introduce la facoltà di opzione tra modello monistico e modello dualistico di amministrazione e controllo.

E una tendenza all'omogeneizzazione del diritto societario si riscontra anche nella *propensione dei legislatori nazionali ad aperture comparatistiche*. Significativo, ad esempio, l'intervento del legislatore italiano che, con la riforma del diritto societario, ha introdotto, accanto al modello tradizionale, i due sistemi alternativi di *governance*, il sistema dualistico e il sistema monistico.

In conclusione il diritto societario nei diversi ordinamenti europei ha raggiunto un grado apprezzabile di uniformità per cui può, a buon diritto, ritenersi che il sintagma *diritto societario europeo* sia una formula espressiva di contenuti normativi e effettivi e non una mera aspirazione programmatica.

5.2. Per contro il *diritto dei mercati finanziari* ha stentato maggiormente ad imboccare la strada dell'armonizzazione. E' vero che negli ultimi anni (dopo le direttive Eurosif che hanno introdotto definitivamente il modello anglosassone che vede il mercato mobiliare come scelta imprenditoriale e non come prodotto dell'atto di autorità) con la Direttiva sull'*insider trading* (28 gennaio 2003, n. 2003/6), la Direttiva sul *prospetto* (4 novembre 2003, n. 2003/71), la Direttiva *MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)*, la Direttiva *Transparency* (15 dicembre 2004, n. 2004/109) ed infine la Direttiva *Opa* (21 aprile 2004, n. 2004/25), un considerevole cammino è stato fatto.

E' anche vero però che il processo di armonizzazione è complesso e ancora parziale: si pensi alla XIII direttiva sull'*opa* e al compromesso in tema di reciprocità operante anche in ambito europeo e non soltanto nei confronti di altri ordinamenti come l'ordinamento nordamericano dove, in effetti, lo spazio per le tecniche difensive attuate non già dall'assemblea bensì dal *Board*, è amplissimo.

E la crisi finanziaria ha messo in luce quanto lontano sia l'obiettivo di una maggiore uniformazione in particolare sul piano di una regolazione sovranazionale dei mercati: anche il traguardo di un'*Autorità Europea di Vigilanza sui Mercati finanziari* è ancora un progetto in corso.

6. Stati Uniti ed Europa: *path dependance* o *convergence*?

Il diritto societario europeo, si è detto, è un diritto “a tendenza federale”, attraverso lo strumento di uniformazione delle Direttive.

Ma, a partire dal caso *Centros*¹¹, uno spazio per la *regulatory competition* è stato aperto e le differenze tra il sistema nordamericano e il sistema europeo si sono attenuate.

Il riconoscimento della legittimità di costituire una società in uno stato europeo, indipendentemente dallo stato in cui si esercita l'impresa, il superamento, sia pure relativo, in ragione della finalità riconosciuta agli stati di introdurre misure antielusive, della *real seat doctrine*, ha aperto lo spazio ad un possibile processo di concorrenza tra ordinamenti.

Un processo che non è rimasto confinato negli auspici dell'accademia, ma che ha condotto, ad esempio, alla costituzione nel Regno Unito di oltre 40.000 GmbHs – in forma di *Private companies* – esercenti in Germania l'attività d'impresa¹².

E gli spazi potrebbero ampliarsi: si pensi, ad esempio, alla possibilità offerta dal *Companies Act* di costituire società azionarie con *unrestricted object*. Non è l'affermazione assoluta della *incorporation doctrine* ma, sicuramente, una forte cesura con il passato e un avvicinamento significativo al modello americano.

Per converso il *diritto societario statunitense*, tradizionalmente affidato alla competenza statale e ai meccanismi della *regulatory competition* è stato oggetto, come si è detto, con il *Sarbanes-Oxley Act*, e poi con il *Dodd-Frank Act* di una significativa armonizzazione “federale”.

¹¹ CGCE, 9 marzo 1999, C-212/97, in *Giur. it.*, 2000, I, p. 767, a cui hanno fatto seguito il caso *Überseering* (CGCE, 5 novembre 2002, C-208/00, in *Giur. it.*, 2003, p. 703), *Inspire Art* (CGCE, 30 settembre 2003, C-167/01, in *Giur. it.*, 2004, p. 325) e, in materia fiscale, *Schweppes* (CGCE, 12 settembre 2006, C-196/04).

¹² J. ARMOUR, *Who Should Make Corporate Law? EC Legislation versus Regulatory Competition*, ECGI - Law Working Paper No. 54/2005, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=860444>.

Sul versante dei *mercati finanziari* al modello federale statunitense si sta, in verità lentamente, avvicinando il sistema europeo, armonizzato con le ultime direttive in attesa – ma il traguardo, come si è segnalato, pare lontano – di giungere all’Autorità di Vigilanza Europea.

In conclusione, il modello europeo e il modello nord-americano registrano oggi un apprezzabile processo di convergenza.

7. *Corporate governance e mercati finanziari. Un esempio: il sistema italiano*

Il caso italiano è significativo. Si deve anzitutto osservare che, in materia societaria e finanziaria, si è spesso lamentata «l’alluvione normativa» che si è abbattuta sul nostro sistema.

In effetti molte norme sono state introdotte senza la dovuta ponderazione, altre – si pensi alla legge sul risparmio (L. 262/2005) – ispirate all’emozione degli scandali finanziari (Enron, Parmalat, Cirio ecc.) più che ad una coerente logica sistematica.

Non si deve tuttavia dimenticare che nell’ultimo trentennio la disciplina italiana delle società e dei mercati ha subito come in altri paesi europei un’evoluzione poderosa: dalla riforma del 1974 alla riforma del 2003, dalla legge sui fondi d’investimento al Testo unico della finanza, *dall’insider trading* al *market abuse*, dal Testo unico bancario alla direttiva MiFID, dalle raccomandazioni Consob al Codice di Autodisciplina, il sistema si è, con tutti i limiti, i ritardi, le carenze, allineato agli *standard* internazionali: in fondo non si deve dimenticare che trent’anni or sono erano sostanzialmente sconosciuti al mondo delle imprese italiane non solo il sistema dei controlli, la *corporate governance*, la disciplina dell’informazione di mercato ma anche una moderna disciplina del bilancio.

8. Le regole di corporate governance tra mito e realtà

Nell’esprimere valutazioni sulla *corporate governance* credo infatti che

almeno due siano gli errori da evitare.

In primo luogo ancorare la positività o negatività del giudizio al (solo) parametro del ricorso in concreto agli strumenti di protezione.

In secondo luogo arrestarsi a comparazioni formali tra istituti.

Sotto il primo profilo si può infatti osservare che il primo decennio di esperienza del regime introdotto, in Italia, dal Testo Unico della Finanza del 1998, non è testimone di vigorosi ricorsi ai nuovi strumenti di tutela delle minoranze.

Nessuna sollecitazione delle deleghe risulta essere stata attivata, nessuna azione di responsabilità è stata esperita dalla minoranza¹³.

Maggiore efficacia concreta sembra invece doversi riconoscere allo strumento della minoranza di blocco: quanto meno in un caso un progetto di fusione non è stato approvato per il voto negativo degli investitori istituzionali, che sostenevano l'incongruità del rapporto di cambio¹⁴.

Ciò non significa, tuttavia, che gli strumenti di protezione delle minoranze debbano riguardarsi come armi spuntate per il solo fatto che non sono stati utilizzati in concreto: la loro funzione può anche esaurirsi in un *ruolo di prevenzione e di deterrenza* rispetto ai comportamenti "devianti".

Altri strumenti, ancorché astrattamente coerenti con un disegno di seria protezione delle minoranze qualificate, possono rivelarsi inidonei ad essere utilizzati in concreto, in ragione del particolare contesto economico in cui si collocano.

Il sistema delle deleghe, ad esempio, in un sistema a proprietà fortemente concentrata, difficilmente sarà effettivamente utilizzato, a causa

¹³ Per un'analisi delle ragioni che sembrano aver scoraggiato simili iniziative nel nostro Paese, si rinvia a A. DE NICOLA, *Soci di minoranza e amministratori: un rapporto difficile*, Bologna, 2005; D. LATELLA, *L'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza*, Torino, 2008.

¹⁴ Si tratta del progetto di fusione Falck-Montedison respinto dall'assemblea straordinaria nel mese di marzo 2001. In argomento si veda l'interessante ricerca di M. BELCREDI, C. BELLEVITE PELLEGRINI, A. PENATI, *Le assemblee delle società quotate: un'indagine empirica*, in *L'assemblea delle società quotate in un mercato che cambia*, Atti dell'incontro di studio organizzato da Assogestioni, Milano, 4 aprile 2001, *Quaderni Assogestioni*, n. 24, Roma, 2001, pp. 29-65.

dell'elevatezza dei costi rispetto ai benefici, anche solo sperati. In altri termini i costi di raccolta di un numero di voti sufficiente a sovvertire le attuali maggioranze, sono di gran lunga più alti del beneficio che un investitore istituzionale può pensare di realizzare. In definitiva la probabilità di successo di una campagna per sostituire l'*incumbent management* è talmente remota da dissuadere gli operatori professionali dal rischiare di scegliere lo strumento di *voice* rispetto alla via dell'*exit*.

Ma lo strumento può rivelarsi utile per esercitare o il "veto" della minoranza in merito a operazioni straordinarie o comunque per segnalare l'orientamento degli investitori istituzionali che il *management* non può non tenere in conto.

Un altro esempio è l'*azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza* (poi estesa, con la riforma, al diritto comune: cfr. art. 2393-bis, cod. civ.): l'istituto è stata salutata come lo strumento più significativo di adeguamento del nostro sistema agli standard internazionali di *corporate governance*, nel solco di una consolidata tradizione di *class actions* o di *fraud to minority suits*.

Il ricorso ad essa non è stato frequente ma la funzione deterrente è senz'altro rilevante.

9. Crisi finanziaria e tecniche di regolazione: un dibattito aperto

La crisi finanziaria ha messo in crisi molti postulati che, da tempo parevano consolidati: la sussidiarietà dell'intervento pubblico, la legittimità delle regole di protezione della libera concorrenza e l'illegittimità degli interventi distorsivi, la limitazione dei poteri dell'Autorità di vigilanza alle regole di trasparenza e l'esclusione di intervento sul contenuto dei prodotti finanziari, la fiducia, insomma, nella funzione disciplinare e autoequilibrantesi del mercato¹⁵.

¹⁵ Mi permetto di rinviare sul punto ad alcune riflessioni svolte in *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetrie del mercato*, cit.; nonché in *Corporate governance e mercati finanziari: un rapporto controverso*, cit. p. 56 ss., specie p. 60 ss. e vedi, *infra*, cap. II.

Nell'impossibilità di analizzare il problema in tutta la sua complessità, mi limito alla trattazione di un tema, sicuramente paradigmatico: il problema del "controllo" delle emissioni dei prodotti finanziari.

Uno dei più autorevoli studiosi di *Securities Law* (Loss) sosteneva che «chiunque può vendere uova marce ad un milione di dollari l'una, purché il compratore sia informato che le uova sono marce, che il prezzo è esagerato e che in fondo non si tratta di un buon affare»¹⁶.

Questo postulato deve essere messo in discussione.

La crisi dei *subprime* ha messo drammaticamente in luce l'incapacità del mercato di valutare la rischiosità sia del «sistema» sia dei singoli strumenti finanziari a causa della *progressiva, totale astrazione* tra prodotto finanziario e rapporto sottostante: le tecniche attuali di cartolarizzazione, in particolare della costruzione di «*basket*» di secondo, terzo, quarto grado, impediscono ormai al mercato di conoscere il rapporto sottostante.

In altre parole il rapporto tra lo strumento finanziario e il rapporto incorporato viene completamente reciso, con la triplice conseguenza che (i) l'investimento assume non più il carattere della speculazione aleatoria, ma in qualche misura ancorata all'economia reale, bensì i caratteri della speculazione pura disancorata da elementi riconoscibili; che (ii) il sistema non è più in grado di valutare il rischio immesso nel mercato e la sua dimensione; che (iii) la traslazione permanente del rischio – dall'emittente al collocatore, all'investitore istituzionale, all'emittente di secondo grado, all'intermediario finanziario, all'eventuale fondo di fondi, all'assicuratore, al risparmiatore – impedisce di individuare un sistema equilibrato e riconoscibile di responsabilità.

E il sistema americano con il *Dodd-Frank Act* ha iniziato a porre qualche limite

10. Il mercato: un sistema imperfetto

Il mercato, proprio perché è un sistema imperfetto, non è in grado di

¹⁶ L. LOSS – J. SELIGMAN, *Securities regulation*, Boston, 1989-2006, 3 ed.

conseguire l'equilibrio ottimale tra efficienza ed equità ed impone non soltanto, come si è visto, interventi a tutela del libero gioco della concorrenza, ma anche *interventi correttivi delle distorsioni* che da esso possono derivare. Ne è ben cosciente il legislatore sia comunitario sia costituzionale che, unitamente ai principi, ha codificato le regole di limitazione, temperamento, correzione degli stessi.

Infatti la libertà d'impresa e la libera concorrenza rappresentano l'architrave dell'ordinamento europeo e costituzionale ma le stesse norme fondamentali contemplanò il "sistema delle eccezioni".

Il Trattato CE [art. 4; e cfr. art. 3, lett. c) e lett. g); art. 14, 2° co.; art. 23; art. 45; art. 49; art. 56; art. 81; art. 87], la Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea [art. 16], pongono «l'economia di mercato aperta e in libera concorrenza», «la libertà d'impresa», la «libertà d'iniziativa economica» quali principi fondanti dell'ordinamento sovranazionale e nazionale.

Ne stabiliscono, tuttavia, contestualmente, i limiti.

Nel Trattato: la protezione sociale e la solidarietà tra Stati membri (art. 2), il progresso equilibrato (art. 14, comma 2°), la moralità pubblica, l'ordine pubblico, la pubblica sicurezza, ecc. (art. 30), il miglioramento del prodotto o della sua distribuzione o il progresso tecnico ed economico (art. 81, comma 3).

11. Le asimmetrie del mercato. Per una teoria della deviazione dal modello teorico del "mercato puro" trasparente, verificabile e soggetta alla funzione disciplinare del mercato.

Ritengo che una teoria unitaria di legittimazione univoca del sistema dalle eccezioni al principio della libertà di concorrenza sia improponibile: il mercato è per definizione un sistema imperfetto, che non tollera assoluti tipologici; fattispecie (apparentemente) simili possono imporre soluzioni differenziate: gli esempi riportati dalla storia recente e risalente del diritto societario e finanziario ne sono la riprova.

Il problema può, a mio parere, trovare una prima, ancorché “minimalista”, soluzione in un sistema di meccanismi che impongano:

- (i) *la trasparenza delle deviazioni dalla regola pura di mercato;*
- (ii) *la verificabilità della corretta operatività dello strumento derogatorio;*
- (iii) *la predisposizione di strumenti di garanzia che consentano al mercato di esercitare sulla deviazione la propria funzione disciplinare.*

Alcuni esempi possono chiarire l’approccio metodologico proposto.

La materia delle *offerte pubbliche di acquisto obbligatorie* costituisce un esempio significativo.

La *passivity rule* è, in astratto, la regola che meglio riproduce il paradigma della massima contendibilità e quindi della concorrenza perfetta: ma in tutti gli ordinamenti si ammettono le *defensive techniques*, anche se con margini diversi, più ampi negli Stati Uniti, più ristretti in Europa. Anche l’Unione Europea ha accolto la deviazione dal modello puro, introducendo la regola della reciprocità (oggi riprodotta nel decreto legislativo di attuazione della XIII Direttiva).

Sempre in questa materia si può osservare che il paradigma della libera concorrenza dovrebbe imporre la neutralità del legislatore in tema di trasferimento del controllo, affidandolo all’autonomia privata.

Ma, come è noto, l’opzione statunitense non è condivisa in Europa che ha scelto la strada dell’opa obbligatoria, per accorciare – si sostiene – la distanza tra il socio di controllo e i soci esterni, imponendo, appunto, la condivisione del premio di maggioranza.

12. Power without property: un paradigma ineliminabile

Il fenomeno della dissociazione tra proprietà e controllo è noto da tempo

ai mercati e agli studiosi.

Ma non mancano numerosi artifici per garantire il controllo a chi rappresenta una minoranza, anche esigua, del capitale stesso: dalle azioni a voto plurimo ai sindacati di maggioranza, dai “*voting trusts*” alle società a catena¹⁷.

I noti contributi di Berle e Means in particolare nel loro mirabile studio sulla società azionaria del 1932 – *The Modern Corporation and Private Property*¹⁸ –, analizzando le *widely held corporations* americane, proposero un modello analitico della moderna società azionaria quotata caratterizzato dalla dispersione della proprietà del capitale tra i piccoli azionisti, da un lato, e la concentrazione del controllo nelle mani dei *managers* dall'altro lato; il tratto distintivo del potere d'impresa nelle *big corporations* sta nella formula sintetica ma efficace *power without property*¹⁹ è la formula sintetica ma efficace, che descrive l'essenza primaria della società per azioni moderna.

Le misure “reattive” poste in essere dagli ordinamenti più avanzati, che si compendiano nella *koivῆ* internazionale nella formula della *corporate governance*, sono pur sempre *strumenti di correzione relativa*, forme di *counterbalance*, istituti di prevenzione o di repressione dell'abuso, che mai si sono prefissi l'irrealistico obiettivo di una democrazia azionaria di stampo “ateniese”.

Dalle regole di trasparenza contabile all' introduzione delle Autorità di vigilanza, dal rafforzamento delle regole di responsabilità degli amministratori alla previsione di norme più rigorose in materia di controlli interni, dagli istituti più strettamente correlati al tema del “potere”, quali gli strumenti classici di protezione delle minoranze (dai diritti di informazione, alle *proxy fights*, alla *class action*) ai temi più recenti dell'attivismo degli investitori istituzionali e degli *independent directors*, nessun intervento legislativo e nessuna proposta di riforma si è prefissa (o si è illusa di poter perseguire) un obiettivo di restaurazione di una (in realtà mitologica) democrazia diretta.

¹⁷ Così E. FINZI, *Società controllate*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 467.

¹⁸ Si può consultare la traduzione italiana: A. BERLE, G. MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, 1966.

¹⁹ È il titolo del volume di A. BERLE, *Power without property*, New York, 1959.

Anche le proposte di rafforzamento del principio c.d. *one share – one vote*, propugate *in primis* dal rapporto Winter, mirano a correggere fenomeni considerati eccessivamente distorsivi, come il ricorso al sistema del *dual class equity*, ma non certo ad inseguire un ipotetico principio di “parità” – sul terreno del potere d’impresa – tra azionisti minimi, minoranze azionarie qualificate, investitori istituzionali, azionisti di controllo.

13. Control Enhancement Mechanisms in Europa e in Italia

Un’interessante indagine promossa dall’Unione Europea²⁰ ha infatti dimostrato che nessuno Stato ha adottato un sistema totalmente ispirato al principio *one share one vote*²¹ oppure al principio della totale autonomia statutaria e che anche sistemi che formalmente hanno accolto il principio *one share one vote* (quali Belgio, Germania, Grecia, Spagna, Lussemburgo e Polonia) consentono il ricorso a diversi strumenti di rafforzamento del controllo azionario.

Alcuni consentono espressamente i limiti al diritto di voto o al possesso azionario (Belgio, Spagna, Polonia; in Italia: cfr. art. 2351, comma 3°); alcuni (i Paesi scandinavi) conoscono il sistema del voto plurimo; tutti legittimano il ricorso alle azioni senza voto, ai patti di sindacato e, alle *strutture piramidali*. E le *loyalty shares* sono state oggetto di recenti interventi legislativi in Francia e in Italia (L. 116/2014).

Più precisamente: nessun ordinamento europeo vieta il ricorso al gruppo piramidale (quale che sia la sua estensione).

Si potrebbe obiettare che il ricorso a tale sistema di rafforzamento del controllo è esclusivo o predominante soltanto nel sistema italiano. Anche questo assunto è inesatto.

²⁰ SHEARMAN & STERLING, *Proportionality between Ownership and Control in EU listed Companies*, May 18, 2007.

²¹ Su sui si veda G. FERRARINI, <<Un’azione-un voto>>: *un principio europeo?*, in *Riv. soc.*, 2006, 24 ss.

Lo studio dimostra – ed è il secondo profilo di rilievo – che il ricorso alle piramidi societarie è diffuso nel 75% degli ordinamenti europei²².

In conclusione i dati dimostrano che *il mercato* – e non dunque un intervento regolatore esterno – ha ridotto significativamente il fenomeno, per cui è stato scritto che ad esempio il modello italiano di *corporate governance* è passato negli ultimi 15 anni dalle piramidi alle coalizioni, cioè da un sistema fondato sui gruppi piramidali ad uno basato sugli accordi da sindacato di voto²³.

Se osserviamo l'esperienza britannica notiamo che la selezione degli strumenti di controllo a favore, nettissimo, dello strumento delle *non-voting preference shares* (50%) rispetto alle strutture piramidali (0%), o l'esperienza svedese in cui il ricorso ai *multiple voting right shares* è assai elevato (80%) mentre l'impiego di *priority shares* è nullo (0%), dobbiamo concludere che, a parità di regole normative, è *il mercato* che ha indirizzato le scelte degli operatori.

A conclusione del rapido *excursus* dobbiamo rilevare che tutti gli ordinamenti europei hanno assunto una posizione neutrale rispetto al peculiare strumento di consolidamento del controllo dei gruppi piramidali, mentre sono intervenuti, sia pure con soluzioni non omogenee, in relazione agli altri strumenti (i c.d. CEMs – *Control Enhancement Mechanisms*).

Infatti in tema di sindacati di voto sono previsti obblighi di *disclosure* (si pensi, nel diritto italiano agli art. 2341-*ter*, cod. civ., art. 122 t.u.f.); in tema di strumenti finanziari diversi ordinamenti hanno introdotto disposizioni restrittive,

²² Analizzando i dati dei singoli paesi l'entità del ricorso a tale strumento è in effetti variabile: si passa dal 65% in Svezia, allo 0% nel Regno Unito. L'Italia si colloca in un *range* intermedio – il 45% – accanto ad altri ordinamenti ove le percentuali sono comunque elevate (Belgio: 40%; Francia: 25%; Spagna: 20%; Ungheria: 35%). Ma i dati più analitici consentono riflessioni più puntuali. In Italia nel 1993 il 56% delle società azionarie appartenevano ad un gruppo piramidale; nel 2005 la percentuale è scesa al 45,8%. Inoltre dopo il 1998 il numero dei gruppi quotati indipendenti è aumentato ma il numero medio di società quotate appartenenti ad un gruppo è sceso dal 1,9 nel 1992 a 1,3 nel 2001. Il numero massimo di società quotate in un singolo gruppo è diminuito in misura più che consistente: da 23 nel 1992 a 8 nel 2001. La concentrazione della proprietà è altresì diminuita: il possesso medio del socio di maggioranza relativa è passata dal 55% nel 1990 al 46% nel 2005. Nel 1990 il grado di separazione tra proprietà e controllo era pari a 2,7; nel 2001 l'indice è quasi dimezzato, essendo sceso a 1,8; il numero delle società quotate appartenenti ai primi 10 gruppi è sceso da 68 nel 1990 a 24 nel 2005.

²³ M. BIANCHI, M. BIANCO, *op. cit.*, *passim*.

quali il divieto di azioni senza voto (così, ad esempio, in Belgio, in Austria, in Spagna), il divieto di azioni a voto multiplo (così, ad esempio, in Spagna, in Austria), il divieto di limiti al possesso (così, ad esempio, in Grecia, Spagna, Francia), il divieto di *golden share* (come, ad esempio, in Gran Bretagna, Svezia, Spagna)²⁴.

Negli Stati Uniti la situazione non è significativamente diversa sul piano del diritto societario, anche se, in materia di gruppi piramidali, un intervento indiretto di disincentivazione si può ravvisare nella legislazione tributaria.

Più precisamente negli Stati Uniti non è consentito il ricorso al sistema della *golden share*, ma gli altri istituti (azioni con diritti diversi, accordi tra soci, ecc.) non sono oggetto di divieto. In particolare le azioni a voto plurimo hanno avuto un notevole recente successo.

Ricordiamo che in Francia, dal 2014, le *loyalty shares* sono regolate di *default*, nel senso che il voto maggiorato dopo la detenzione per il periodo di fedeltà compete agli azionisti per legge, a meno che lo statuto abbia espressamente effettuato un *opt-out*; in Italia, con la L. 11 agosto 2014, n. 216, è stato consentito il voto maggiorato nelle società quotate e ammesso il voto plurimo nelle società chiuse.

14. Minoranze azionarie, investitori istituzionali, *proxy advisors*

In questo quadro generale si colloca un tema classico, e nel contempo di forte attualità, del diritto finanziario: ruolo, poteri, funzioni delle minoranze azionarie e in particolare degli investitori istituzionali.

Il tema delle minoranze “è sicuramente uno dei temi più «classici», se non il più «classico», fra quelli che una valutazione d’insieme del diritto delle società per azioni impone di affrontare”.

Mi limito ad un’*actio finium regundorum*, allo scopo di tracciare i confini dell’area problematica in cui inserire il tema del rapporto tra minoranze e controllo.

²⁴ Per un quadro più analitico si veda SHEARMAN & STERLING, *op. cit.*, p. 7.

In primo luogo ritengo convincimento pressoché unanimemente condiviso che la minoranza azionaria è categoria composita comprensiva dell'azionista c.d. minimo (l'antico cassetista), il socio industriale con partecipazione di rilievo, l'investitore finanziario stabile agli investitori professionali "puri", quali *hedge-fund* e simili, agli investitori istituzionali.

La figura dell'*azionista minimo* è un retaggio del passato – si pensi alla stagione dei piccoli azionisti negli anni sessanta –, totalmente ininfluente nella dinamica della *corporate governance*, spesso con rilievo meramente folcloristico.

Gli investitori speculativi operano – legittimamente – in una prospettiva di valorizzazione dell'investimento, fondata su indicatori semplificati e logiche *short term* che richiedono, al più, presidi di regolarità contabile e di trasparenza informativa.

Il fenomeno, tutt'altro che marginale, dell'*High Frequency Trading* è esempio paradigmatico – e paradossale – di intervento sui mercati finanziari affidato a meri algoritmi matematici del tutto svincolati da meccanismi di valutazione del titolo e tanto meno dei "fondamentali" dell'impresa quotata.

Il *focus* si concentra pertanto sugli investitori istituzionali che (i) detengono quote di investimento rilevante, non di rado (si pensi a BlackRock) pari alle soglie rilevanti, (ii) possono essere interessati a strategie *long term*, (iii) possono, conseguentemente, essere portatori di un interesse a controllare, in chiave dialettica – i cui tratti funzionali preciserò poco oltre –, le scelte di gestione.

Investitori istituzionali e soci industriali e/o finanziari rilevanti sono dunque le uniche categorie di minoranze azionarie che, per (a) rilevanza dell'investimento (b) potenzialità di interessi diretti nella gestione, sono meritevoli di considerazione vuoi scientifica vuoi normativa.

15. La funzione di controllo

La funzione di controllo è oggi centrale nella *governance* delle società quotate.

Alcune precisazioni si impongono:

(i) il controllo, in questa accezione si configura come *funzione* e non come diritto o facoltà;

(ii) il controllo si emancipa da una concezione di mera verifica di conformità *ex post* per divenire strumento di dialettica cooperativa tra controllori (sindaci, amministratori indipendenti, comitati) e gestori (amministratore delegato, amministratori esecutivi, *senior officers*)²⁵;

(iii) il controllo come *funzione societaria* si estrinseca in termine di vigilanza, cioè di supervisione generale e “di sistema”, sull’adeguatezza degli assetti organizzativi dell’impresa;

(iv) il controllo come *funzione aziendale* si configura come controllo in senso proprio e si articola in organigrammi, funzionigrammi e procedure, cioè, in termini normativi, in assetti organizzativi che vedono le funzioni *Audit*, *Compliance*, *Risk management* come “presidio avanzato” del controllo societario;

(v) il controllo è, essenzialmente, controllo su *report* informativi, relazioni, *dashboards*, audizioni, incontri congiunti;

(vi) l’ispezione diretta è dovuta soltanto nel caso di segnali di allerta o di manifesta incompletezza, insufficienza, inattendibilità delle verifiche aziendali;

(vii) sindaci – e amministratori – come in altri ordinamenti è espressamente codificato, sono legittimati a fare affidamento su *reports*, *opinions informative* ricevute da dirigenti, quadri, professionisti, revisori, soggetti qualificati in genere nei diversi segmenti in cui si articola l’attività d’impresa (cfr. il principio “*are entitled to rely*”: § 4.02. American Law Institute, *Principles of Corporate Governance*).

Quale rapporto hanno le minoranze in relazione alla funzione di controllo?

In estrema sintesi ritengo che le minoranze azionarie, in relazione alla funzione e agli strumenti societari e aziendali di controllo, non siano titolari di un interesse proprio, cioè di un interesse di parte, ma debbano esercitare i diritti loro attribuiti in funzione di un interesse della società al presidio della corretta

²⁵ Sostiene invece la prevalenza della «funzione censoria» M. LIBERTINI, *La funzione di controllo nell’organizzazione della società per azioni, con particolare riguardo ai c.d. sistemi alternativi*, in *Società, banche e crisi d’impresa, Liber amicorum* Pietro Abbadessa, Torino, 2014, Vol. 2, p. 1063 ss..

gestione nel quadro dunque del perseguimento dell'interesse sociale. Sia consentita, dunque, sul punto, una rapida digressione.

16. Minoranze, sistemi di controllo e interesse sociale

Il concetto di interesse sociale, in relazione alle regole generali di condotta degli amministratori – mi esprimo in estrema sintesi, rinviando a quanto più ampiamente articolato in altra sede²⁶ – può definirsi come interesse degli azionisti alla realizzazione dell'utile in una prospettiva compositiva delle diverse categorie di interessi in cui si segmenta l'azionariato, ma in ogni caso riconducibile, pur nelle diverse declinazioni, all'interesse al profitto e cioè alla valorizzazione della partecipazione e alla percezione del dividendo.

L'interesse sociale come interesse degli azionisti (nei termini ora precisati) è però "integrato" da *interessi-altri* – di dipendenti, consumatori, comunità di riferimento, *stakeholders* in generale – che operano o come *limite* o come "*dovere di funzionalizzazione compositiva*" degli stessi allo scopo di lucro, o per disposizione legge, o per contratto, o in via di autodisciplina o in base ad una valutazione di *costs & benefits*.

Più precisamente l'interesse sociale è oggi l'interesse dei soci alla valorizzazione della partecipazione, sotto il profilo e reddituale e patrimoniale, che gli amministratori devono perseguire componendo e omogeneizzando la pluralità di interessi (*long term, short term*, finanziari, industriali, speculativi, ecc.) delle diverse categorie di azionisti, nel quadro dei limiti, condizionamenti e doveri di finalizzazione giuridicamente rilevanti. Gli amministratori devono cioè perseguire lo scopo di lucro nei confini ad esso imposti o in forza di limiti *legislativi* (tutela ambientale, sicurezza sul lavoro, ecc.) o in base a vincoli *contrattuali* (contrattazione aziendale, partecipazione dei lavoratori, ecc.) o in ottemperanza di *self-restraint* per atto di autonomia negoziale (codici etici, protocolli di protezione degli interessi degli *stakeholders* ecc.) oppure ancora in

²⁶ P. MONTALENTI, *Interesse Sociale e Amministratori*, in AA.VV. *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders – In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, in *Quaderni di Giur. comm.*, n° 342, Milano, 2010, 81 nonché in *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 114 ss. e si veda altresì ID., *Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell'impresa nei gruppi di società*, in corso di stampa.

ragione di volontaria adesione a principi di *Corporate Social Responsibility* sempreché funzionali all'efficienza dell'impresa e perciò, in ultima istanza, allo scopo di lucro.

In conclusione: la valutazione e il perseguimento anche di interessi-altri è pur sempre *profit oriented*.

L'interesse sociale si declina poi, nella concreta attuazione degli indirizzi strategici in decisioni amministrative, in termini di "*interesse dell'impresa*" o se si vuole di "*interesse aziendale*" e cioè in termini di coerenza economica della scelta gestoria rispetto ai piani strategici, finanziari, industriali, commerciali della società o comunque rispetto alle strategie aziendali in cui la singola operazione si colloca.

In altri termini: gli amministratori nell'attività di gestione, e cioè nell'attività di decisione delle singole operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale devono valutarne la congruenza con le strategie industriali – ad esempio: investimenti in nuovi prodotti oppure invece focalizzazione sul *business* storico della società, ecc. – o con le strategie finanziarie – ad esempio: riduzione dell'indebitamento o necessità di *cash flow* a breve oppure invece investimento di liquidità in eccesso, ecc. – o, ancora, con le strategie commerciali – ad esempio: espansione in mercati emergenti oppure invece consolidamento del mercato esistente ecc.

La nozione di interesse sociale – nelle diverse fattispecie normative in cui rileva – non si configura tanto come comparazione tra operazione oggetto di decisione e astratta conformità alla causa lucrativa quanto piuttosto in termini di valutazione della «razionalità economica» dell'operazione in relazione alle strategie gestionali dell'impresa il cui fine ultimo, ancorché mediato nei termini sopra precisati, è pur sempre lo scopo di profitto: insomma un giudizio di conformità con l'«interesse aziendale», fattispecie meno nobile ma più concreta dell'astratta nozione di interesse sociale.

L'interesse sociale è la composizione di *interessi plurimi* – delle diverse categorie di azionisti –, perseguibili nei *limiti degli interessi* – *altri* – dei lavoratori, dei consumatori, degli *stakeholders* in generale – composti in una sintesi in definitiva *profit-oriented* dagli amministratori.

17. Investitori istituzionali e Codici di Autodisciplina: un timido approccio

I codici di Autodisciplina dedicano ancora scarsa attenzione al tema con un certo ritardo, a mio parere, rispetto alla realtà dei mercati.

Il Codice di Borsa Italiana s.p.a., nell'ultima versione approvata nel giugno 2014, contiene un riferimento alle prospettive *long-term oriented*, ma non fornisce raccomandazioni specifiche sul rapporto con gli investitori istituzionali, anche perché si ritiene «che non rientri nella sua competenza prendere in considerazione i comportamenti degli investitori istituzionali».

Il Collegio *Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas* raccomanda sia la trasparenza delle proposte da illustrare analiticamente con l'ordine del giorno sia la previsione espressa del diritto al voto divergente per favorire l'intervento attivo degli investitori istituzionali che, frequentemente, possono avere istruzioni divergenti.

The UK Corporate Code contiene una generica raccomandazione “to recognise the contribution made by other (than shareholders) providers of capital” e a confermare “the board’s interest in listening to the view of such providers” in una logica ormai comune di perseguimento di un interesse sociale per così dire allargato agli interessi degli *stakeholders*.

Qualche analogia riscontriamo con il *Code de Gouvernement d’entreprises des sociétés cotées* francese in cui si sottolinea la responsabilità de *l’actionnaire majoritaire à l’égard des autres actionnaires* in particolare quanto alla <<*transparence de l’information fournie au marché*>>.

Più interessante forse per i profili che qui ci occupano la raccomandazione del *Deutscher Corporate Governance Kodex* in cui si prevede una limitazione alla *selected information* precisandosi che «*all new facts made known to financial analysts and similar addresses shall also be disclosed to the company without delay*»

Un principio che può estendersi ai rapporti con gli investitori istituzionali.

Ma il cuore della materia non è ancora toccato.

18. Investitori istituzionali, proxy advisors, Corporate Governance: quali prospettive in Europa

Come dicevo all'inizio la sfida attuale può ravvisarsi nella necessità di una maggiore propensione ad investimenti *long term* e nelle iniziative europee per incentivarla con strumenti regolatori *ad hoc*.

Dall'andamento dei mercati finanziari e, più precisamente, dalle strategie d'investimento dei principali investitori istituzionali, emerge la necessità di strategie maggiormente indirizzate verso obiettivi più di lungo termine, rispetto all'epoca delle "locuste", di uno sviluppo esponenziale dell'attività dei *proxy advisors*, di un confronto più sistematico e puntuale con gli amministratori sulle strategie gestionali. Si fa strada il convincimento che il tema del ruolo delle minoranze azionarie qualificate sulla *corporate governance* ha assunto dimensioni e declinazioni innovative rispetto al passato.

Il tema dei *proxy advisors*²⁷ è pressoché inesplorato in Europa, dove tuttavia essi operano, in diversi paesi dal Regno Unito alla Francia, dall'Olanda alla Svezia.

Il fenomeno si è invece da tempo sviluppato negli Stati Uniti, dove ha iniziato ad emergere negli anni 80, in particolare nel 1988 quando, in relazione all'ERISA Act (*Employee Retirement Income Security Act of 1974*) l'Autorità di vigilanza stabilì che l'esercizio del diritto di voto era incluso nei doveri fiduciari del gestore del fondo.

Obblighi di trasparenza sull'esercizio del diritto di voto e quindi sull'influenza sulla gestione delle società quotate furono imposti ai *mutual funds* dalla SEC nel 2003.

²⁷ In argomento si veda A. MORINI, *Proxy Advisors: luci ed ombre sul "mercato" dei servizi informativi per la corporate governance*, relazione al VI Convegno Nazionale dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale *Il diritto commerciale e l'informazione*, Roma, 20-21 febbraio 2015, inedito.

Si è poi sviluppata la prassi da parte dei principali *proxy advisors* di rendere pubbliche, prime della stagione delle assemblee, le proprie *guideline* e a rilasciare poi *voting recommendation* su singole proposte anche attraverso contatti diretti con gli amministratori.

Ma la regolamentazione di un'attività che implica profili delicati di responsabilità è *in fieri*.

La SEC ha emanato nel giugno 2014 una linea guida che indica la responsabilità dei gestori relativa all'impiego di *proxy advisors* e all'utilizzo delle relative indicazioni di voto.

Si responsabilizzano gli investitori istituzionali: l'esercizio del voto non è obbligatorio; l'adesione alle indicazioni del *proxy advisors* non libera l'investitore professionale dai doveri fiduciari: l'obbligo di verifica dell'attendibilità dei giudizi formulati dai *proxy advisor* permane in capo all'investitori.

Si riequilibra l'assetto dei doveri; non si risolve pienamente – non essendo il tema equiparabile alla questione delle agenzie di *rating* – il problema della responsabilità.

I dati sulla situazione attuale in Europa non sono confortanti. Il rapporto del *Council Working Party* del 6 maggio 2014 segnala che il *general turnout* nelle assemblee dei soci è pari in media al 60% in Europa di contro all'81% negli Stati Uniti e al 74% in Giappone, che il voto dissenziente è pari al 2-3%, che il livello di diretto coinvolgimento nelle strategie delle società non è molto elevato, anche se i "*responsible investors*" rappresentano il 39% e che il periodo medio di detenzione delle azioni è di 8 mesi.

Per queste ragioni l'Unione Europea ha formulato la *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio di modifica della Direttiva 2007/36/CE* relativamente *all'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e della Direttiva 2013/34/UE* in merito a *taluni elementi della relazione sul governo societario*, del 10 aprile 2014.

L'obiettivo è «*contribuire alla sostenibilità a lungo termine delle Società dell'UE, creare condizioni propizie per gli azionisti e migliorare l'esercizio*

transfrontaliero del diritto di voto accrescendo l'efficienza della catena dell'investimento azionario al fine di contribuire alla crescita, alla creazione di posti di lavoro e alla competitività della UE»

Si indicano altresì i seguenti obiettivi più specifici: «1) aumentare il livello e la qualità dell'impegno dei proprietari e dei gestori degli attivi nei confronti delle società partecipate; 2) instaurare una migliore correlazione tra la remunerazione e i risultati degli amministratori delle società; 3) migliorare la trasparenza e la sorveglianza delle operazioni con parti correlate da parte degli azionisti; 4) garantire l'affidabilità e la qualità delle consulenze dei consulenti in materia di voto; 5) agevolare la trasmissione delle informazioni transfontaliere (compreso l'esercizio del voto) attraverso la catena dell'investimento, in particolare mediante l'identificazione degli azionisti».

La valutazione di impatto effettuata dai servizi della Commissione ha individuato cinque problematiche principali: 1) insufficiente impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi; 2) insufficiente correlazione tra la remunerazione e i risultati degli amministratori; 3) mancanza di sorveglianza delle operazioni con parti correlate da parte degli azionisti; 4) insufficiente trasparenza dei consulenti in materia di voto e 5) difficoltà e onerosità dell'esercizio da parte degli investitori dei diritti conferiti dai titoli.

Le proposte che mi paiono degne di maggiore considerazione riguardano le strategie degli investitori istituzionali in relazione alle linee di politica di gestione dell'impresa e dei *proxy advisors*.

Quanto infatti al tema delle remunerazioni – peraltro spesso condito nel dibattito da un certo populismo diffuso – ritengo che l'ordinamento italiano sia adeguato, di là dall'imposizione di regole di trasparenza sull'unico elemento a mio parere decisivo, e cioè gli “accordi di liquidazione” in caso di cessazione dalla carica degli *executives*.

Analogamente dicasi per le operazioni con parti correlate²⁸, in cui, al più, la Consob potrebbe semplificare il regolamento.

²⁸ Sia consentito il rinvio al mio *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Riv.dir.comm.*, in corso di pubblicazione.

Interessanti allora l'obbligo per gli investitori istituzionali a «*rendere pubblico in che modo la loro strategia di investimento azionario è in linea con il profilo e la durata delle loro passività e contribuisce al rendimento dei loro attivi a medio e lungo termine*», gli obblighi informativi dei gestori attivi a favore degli investitori istituzionali; l'innovativa l'imposizione di obblighi di trasparenza ai *proxy advisors*: si vedano l'art. 3-*septies* sulla "Politica d'impegno", art. 3-*octies* sulla strategia d'investimento degli investitori istituzionali e accordi con i gestori di attivi.

Una riflessione attenta deve essere riservata a due elementi della politica d'impegno: «le modalità secondo le quali gli investitori istituzionali e i gestori di attivi: (c) dialogano con le società partecipate; (f) collaborano con altri azionisti; (d) esercitano i diritti di voto».

Si auspica un rafforzamento del principio generale «*comply or explain*».

Sono elementi che evocano il tema dei rapporti tra azionisti rilevanti e amministratori, della *selective information*, della cooperazione tra azionisti.

Un passaggio storico nel lungo cammino dalla *Wall Street Rule* all'attivismo partecipativo?

Credo che ci si trovi ancora a muovere i primi passi, ma la sfida merita di essere accettata.

SOCIEDAD COTIZADA, MERCADO DE VALORES Y SISTEMA DE RELACIONES CON INVERSORES (DOS NOTAS PARA UNA CONTRAPONENCIA)

JAVIER IBÁÑEZ JIMÉNEZ¹

I. NOTA SOBRE LA CONVERGENCIA GLOBAL DE LA REGULACIÓN DE MERCADOS

Ciertamente los mercados de capitales se han globalizado, no tanto en el plano normativo (que también) como en el de su organización y funcionamiento. Desde la asunción de esta premisa puede afirmarse que, más que nunca en los tiempos corrientes, es preciso un esfuerzo para lograr que su regulación, así societaria como administrativa, sea uniforme, de modo que sea factible la potenciación de su integridad como espacio de contratación, así ética como económica (eficiencia).

Desde esa perspectiva, puede afirmarse que la necesaria globalidad y “ductilidad” (prof. Montalenti *dixit*) de la regulación societaria (reglamentos internos y desarrollos estatutarios de los modelos públicos de buen gobierno), en aras de la eficiencia:

- a) Alcanza hoy al fenómeno imparable de crecimiento de los conocidos como pactos parasociales, que están ganando en trascendencia para la ordenación racional del denominado mercado de control, sin perjuicio de su empleo en sociedades de menor tamaño para ajustar los excesos de exigencia del derecho imperativo de sociedades a las necesidades de

¹ Codirector de la Cátedra Garrigues de Modernización del Derecho de Sociedades. El trabajo, como los demás de este Cuaderno, se encuadra en la labor del Grupo “Derecho, Mercado y Sociedad Global Sostenible”, que coordina el autor,

las partes. En este ámbito, el propósito del legislador de dotarles de publicidad puede resultar, en ocasiones, vano, en el sentido de que si la intención de los contratantes es guardar secreto estratégico a efectos de control, pocas veces se cumplirá el precepto o conocerán los pactos quienes deben publicarlos; y en otras, banal, en el sentido de que, como la mejor doctrina reconoce para el caso de los llamados pactos omnilaterales, su publicación por el organismo regulador supone de facto su socialización, vale decir, su *reconducción tácita* al ámbito de la *lex societaria*, sin perjuicio de las restricciones a la aplicación de normas societarias imperativas que puedan haberse validado en estas cláusulas pese a su eventual *inoponibilidad a terceros*².

- b) En absoluto es incompatible con un denodado esfuerzo de los supervisores y gatekeepers nacionales, europeos y mundiales³, por reglamentar modelos codificados de autorregulación de conducta bajo el principio “cumplir o explicar” (cf. CCNMV 5/2013), orientando la ordenación privada de los sistemas de gobierno societario hacia la transparencia informativa, cuyo fin último es la racionalización de las inversiones; teleología esta que comparte la teoría de los sistemas de comunicación o relación con inversores.

- c) Tampoco es incompatible con el nuevo perfil de la autoridad supervisora como controlador último y exclusivo de las conductas más reprobables o socialmente peligrosas, con el consiguiente ahondamiento en el conocido fenómeno de desplazamiento del sistema la reprobación de determinadas conductas de los administradores de las sociedades cotizadas desde la regulación societaria hacia la del mercado de capitales, con el consiguiente ensanchamiento del espacio material del orden público en este campo (baste ver el ejemplo de la “federalización”

² Sobre estas cuestiones se extiende en varios capítulos la monografía de NOVAL PATO *Los pactos parasociales: su oponibilidad a la sociedad*, Civitas 2012.

³ Desde los mercados europeos hasta los americanos o asiáticos (v. Así KOREA'S COMMITTEE ON CORPORATE GOVERNANCE” (1999), acceso marzo de 2015 en la webpage del EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, www.ecgi.org).

del *company law* obrada por la Sarbanes Oxley Act ya hace más de una década).

- d) Supone en general en las legislaciones comparadas, sean de *civil* o de *common law*, una significativa pérdida de control estatal sobre el fenómeno de la regulación del mercado, pese a fenómenos reactivos como el indicado en el punto precedente. Esta pérdida –*desestatización*– se está dando, como en otros ámbitos de la regulación económica, por doble vía, una la privada o contractual que lideran los órganos de administración de las compañías y en especial multinacionales, y otra, la pública y globalizadora del derecho que conducen los supervisores nacionales, mas no *motu proprio, sed alieno motu*, de conformidad con pautas centralizadas regional o internacionalmente (ESMA, IOSCO). En suma, el correlato jurídico-societario de la crisis del Estado moderno.
- e) Comporta en el caso europeo en concreto una esencial *federalización* e integración progresiva (en algunos aspectos semejante a la que ha ido acaeciendo en Estados Unidos), pese a la persistencia de la libertad nacional –cada vez más mermada– para legislar en materias decisivas para el futuro de los sistemas corporativos llamadosde Relaciones con inversores. Y, en general, para establecer el marco normativo en que se ha de desenvolver el sistema de gobierno corporativo en materias propias de la regulación societaria, como por ejemplo los mecanismos que pueden conllevar la alteración del principio de proporcionalidad entre capital social y voto⁴, el establecimiento de opciones a los mecanismos clásicos de asociación o sindicación de voto, y la intervención normativa dual, tanto societaria como de mercado, en materias de interés para la inversión internacional o transfronteriza de los gestores de fondos como la piramidación accionarial, el régimen de las acciones de voto múltiple y privilegiadas, y otras vías alternativas que pueden debidamente armonizadas servir a fines retentivos y, en su caso, redistributivos del control. Muy superior es el nivel de armonización en el terreno del

⁴ Cuyo impacto midió para el caso de la UE la Comisión en su documento *Impact Assessment on the proportionality between capital and control in listed companies*, Brussels, 12.12.2007.

derecho del mercado de valores (son referencia patente en este terreno las directivas sobre abuso de mercado y sus modalidades, las de transparencia pre y poscontractual en la contratación sobre instrumentos financieros y valores negociables, el nuevo régimen de control de eficiencia de los mercados según las normas de la directiva de mercados -Mifid 2-, y el de supervisión de la contratación de derivados que entrañen riesgo sistémico pese a ser negociados al margen de un mercado organizado –normativa conocida como EMIR-), espacio donde sigue la normativa estatal, de consuno con la regional, desempeñando una función tutelar del propio mercado de valores en cuanto piedra angular de la integridad del sistema financiero, y del inversor en cuanto operador económico y no en cuanto parte del contrato de sociedad.

II. NOTA SOBRE LA REGULACIÓN ACTUAL DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN MATERIA DE PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL O “ACTIVISMO”

La ausencia de activismo accionarial en Italia respecto a los mecanismos introducidos por el Testo Unico della Finanza (1998), como algunos de los que subraya el prof. Montalenti (acciones de minoría, delegación de voto, piramidación...) discurre paralela a la observable en España a pesar de las sucesivas reformas societarias a partir del Informe Olivencia (1997).

Por lo menos en el caso español y otros semejantes por los niveles de dispersión del accionariado y por el grado de concentración de la propiedad de control en las sociedades cotizadas, se confirma fácilmente que la escasez de empleo de los mecanismos tutelares de la minoría no ha obstado a su efectividad disuasoria de posibles abusos de mayoría, desviaciones de poder de los gestores, y conductas desleales o gravemente negligentes (p.ej., en el caso de emisión y propagación de instrumentos estructurados o de titulización crediticia, donde la responsabilidad tiende a diluirse en una cadena de intermediarios, revendedores y garantes de los instrumentos). Sin embargo, es preciso puntualizar que en el mercado de control, por lo general, ese nivel de

disuasión se correlaciona inversamente con el nivel de dispersión del accionariado minoritario y con el coste de organización de asociaciones accionariales, *e-proxies* y medidas de compromiso político o *stewardship* en la inversión institucional. De modo que la alerta de los inversores pequeños y de los institucionales debe mantenerse e incrementarse, realizando el adecuado examen de costes y productos que determine la eficiencia en la adopción de medidas que puedan calificarse como “activistas”.

Para minimizar los umbrales de ese coste eficiente, y, en general, para reducir el volumen total de los costes de participación en la vida política de las sociedades, el legislador de 2014 ha dado un paso delante de importancia en España, pero aún cabe tildarlo de tímido si se desea que la promoción del activismo accionarial suponga un contrapeso efectivo y sobre todo estable al poder de los consejos en acciones donde el peso del *free float* sea suficientemente significativo como para organizar actuaciones concertadas de la minoría de modo eficiente⁵.

Solo mercados como el estadounidense o el británico cuentan con profundidad, liquidez, diversidad de empresas y capitalización bastantes como para que medidas normativas facilitadoras del activismo causen un impacto efectivo en el mercado de control, como los recientes estudios muestran con claridad⁶. El resto de los mercados europeos de capitales seguirá padeciendo los efectos del oligopolio inherente a la concentración de empresas cotizadas en ellos. En efecto, sigue el mercado español (como otros de nuestro entorno de civil law) padeciendo de un exceso de poder sin propiedad en el sentido que atribuyera en 1959 A. BERLE a la expresión *power without property*, poder que pueden acumular y de hecho concentran administradores actuando por cuenta

⁵ Como vienen constatando entre nosotros, entre otros, LEÓN, F.J. (2010), *Los mecanismos de control reforzados en las sociedades cotizadas*, IE Law School Working Paper, 14.10.2010, acceso febrero 2015 en http://catedraperezllorca.ie.edu/sites/default/files/WPLS10-08.%20FLeon_.pdf; SÁEZ, M^a I. (2011), “Blindajes, control minoritario y la regla una acción- un voto”, *InDret*, enero, 2, 10 ss., 22.

⁶ Por ejemplo el de WONG, S. (2014), “Do you agree with giving long-term shareholders extra voting influence?”, *Capital Aberto*, enero, acceso marzo 2015 en <http://ssrn.com/abstract=2385677>”, corroborando los clásicos de Lucien BEBCHUK (así el de 2005 “The case for increasing shareholder power”, 118 *Harvard Law Review*, 836, 841, 847 ss.).

propia o de terceros, incluso en ocasiones que no ostentan la condición de socios de las *sociedades* administradas, al menos de forma directa como propietarios de las partes de su capital.

III. LA ALTERNATIVA A LA AUSENCIA DE ACTIVISMO: EL DESPLIEGUE EFICIENTE DE SISTEMAS DE COMUNICACIÓN Y DE RELACIÓN CON LOS INVERSORES, EN PARTICULAR INSTITUCIONALES

Las medidas reactivas de orden jurídico societario protectoras de las minorías inversoras son por definición operativas *ex post facto*. Particularmente, las vinculadas a los mecanismos de impugnación de acuerdos de la junta, o de ejercicio de acciones de responsabilidad de administradores y altos directivos.

No puede, por ello, sorprender el auge que van cobrando todas las medidas normativas que impulsan la comunicación con los inversores, en un sentido bidireccional: de los mandatarios (agentes) hacia los propietarios (por ejemplo, intervención creciente de la información servida al mercado por consejeros independientes; creación de departamentos de RI dependientes de los comités de auditoría y compliance; servicio de proxy solicitors...) y de los inversores hacia aquellos (así, desarrollo de la actividad de los consejeros y asesores de voto, de los sistemas y políticas de participación de inversores institucionales en la junta)

La comunicación accionarial está indefectiblemente vinculada a los niveles de eficiencia del mercado, a la flexibilidad de gestión de las sociedades cotizadas y a la reducción de probabilidad de fraude en el ejercicio del gobierno corporativo. La razón es simple: los sistemas de comunicación, y el servicio de información relevante *latu sensu* de manera fluida, accesible y oportuna, facilitan una programación óptima de las desinversiones o reinversiones. Baste poner el ejemplo de las obligaciones de informar sobre los sindicatos de voto (2341 ter CC italiano, 122 TUF), que racionalizan la desinversión de

institucionales cuyo coste de campaña de delegación para un cambio de control sea excesivo en relación con la probabilidad de conseguir su objetivo, una vez conocida la estructura sindical. Otro tanto cabe decir de las medidas de transparencia referentes a la revelación de pactos parasociales (imperativa en el régimen de sociedades cotizadas dispuesto en la LSC), incluso por vía de los informes anuales de gobierno corporativo (Anexo Circular 5/2013 CCNMV).

Asimismo, la comunicación eficiente del consejo y alta dirección con el accionariado en general, y en particular con las minorías que aspiran al control, o albergan propósito de erigirse en minorías de bloqueo o de veto +ej, o en minorías bisagra para lograr una alternancia entre grupos de control, constituye hoy un instrumento fundamental para el desarrollo de la participación de los inversores institucionales en la vida social. Si en Italia ha sido la presión de los inversores institucionales precisamente la que ha inducido al legislador a introducir la institución de la record date, y a desarrollar la información previa a la junta (cf. 127 ter del *Testo Unico delle Finanze*), en España la reforma de 2014 ha introducido medidas de comunicación corporativa que refuerzan asimismo por vía societaria el ejercicio de los derechos políticos por los gestores de la inversión colectiva.

Sin ir más lejos, el derecho de integrar en la convocatoria de la junta determinados contenidos que conciernen al ejercicio de los beneficiarios de la inversión colectiva (en plano de relativa igualdad funcional con los accionistas), la facilitación de información en los documentos de delegación de voto y sus mecanismos de gestión telemática, convenientemente validados, así como la incorporación de esos datos a tiempo para racionalizar el voto emitido a distancia, cuestiones todas abordadas en la reforma.

Pero sobre todo es la introducción del voto divergente la medida estrella que recoge en la materia la última reforma. Voto divergente que con absoluta plenitud permite cumplir los presupuestos de la comunicación eficiente con cada tipo de inversor, lo que contribuirá decisivamente a crear valor desde la óptica de la teoría de las relaciones con inversores, que propugna siempre el

ajuste entre la voluntad de los socios y la del administrador, resolviendo problemas de agencia y minimizando sus costes⁷.

El voto divergente, convenientemente gestionado por el representante o gestor de inversiones encargado de recabar la información o el sentido divergente del voto en cada asunto del orden del día, va a permitir no solo la recta expresión de la voluntad de los beneficiarios finales de la inversión colectiva, sino además el conocimiento y posterior análisis reflexivo por los gestores de las sociedades invertidas o destinatarias de la inversión, de cuál la voluntad real de aquellos inversores diluidos en el magma del fondo administrado institucionalmente. Lo que permitirá, a su turno, un sistema de intercambios de información y una proyección o prognosis comunicativa eficientes -y además retroalimentados periódica y posteriormente, de forma actualizada- con los beneficiarios finales de la inversión, minimizando de paso el riesgo de incumplimiento (y la litigiosidad asociada) del contrato de gestión de fondos; mandato que, en el supuesto de la inversión institucional, reemplaza funcionalmente, con ciertas ventajas, al mandato ordinario de los socios a sus administradores en las sociedades de capital.

IV. COROLARIO: LA REGULACIÓN DE LAS RELACIONES CON INVERSORES DEBE SEGMENTARSE Y ACOMODARSE A LA EVOLUCIÓN DE LA ACTUAL ESTRUCTURA DE INVERSIONES, Y A LAS EXIGENCIAS DE LOS NUEVOS ESTILOS DE GESTIÓN INSTITUCIONAL

No hace falta insistir en que los gestores de instituciones de inversión colectiva y en concreto los de fondos y planes de pensiones tienen ante sí la alta responsabilidad de satisfacer las demandas sociales y económicas de cientos de miles de inversores que, de no mediar estos mecanismos, constituirían minorías ínfimas y dispersas en Bolsa pero que (gracias a su

⁷ V. en este sentido COSTA, M. / MATEU DE ROS, R. (2010), *Buen gobierno corporativo, diálogo entre accionistas y reputación corporativa*, recuperado en marzo de 2015 en, [https://kc3.pwc.es/local/es/kc3/publicaciones.nsf/V1/A1A69B1C5002F74EC125782B00390557/\\$FILE/BuenGCDI%C3%A1logoEntreAccionistasYReputaci%C3%B3nC.pdf](https://kc3.pwc.es/local/es/kc3/publicaciones.nsf/V1/A1A69B1C5002F74EC125782B00390557/$FILE/BuenGCDI%C3%A1logoEntreAccionistasYReputaci%C3%B3nC.pdf), esp. 21-22, apelando a soluciones “colaborativas” entre los grupos de interés, y especialmente, entre los accionistas con perfiles de inversión semejantes o compatibles.

implantación generalizada y creciente en la medida en que lo va reclamando el languidecer de los sistemas de provisión pública de pensiones y su reemplazo por mecanismos de capitalización), pero que van componiendo grupos accionariales poderosos y capaces de ejercer una vigilancia efectiva sobre los agentes o representantes de los grandes emisores.

En este sentido, las obligaciones de transparencia sobre el ejercicio de voto institucional refuerzan la comunicación entre administradores del emisor y beneficiarios finales. En este contexto, el papel profesional de los administradores de la gestión institucional de creciente relevancia y entraña una grave responsabilidad moral y no solo jurídica, por cuanto son concedores de la trascendencia que para el mercado tiene su actividad informativa y de la necesidad de responder al depósito de confianza que en ellos hacen los beneficiarios finales, muchos de ellos pequeños ahorradores cuyo futuro económico puede depender de la eficacia de su gestión colectiva.

Desde este punto de vista, es preciso que el legislador garantice que la información intercambiada entre estos gestores y los centros informativos de los emisores (vale decir, sistema de Relaciones con los Inversores) sea exacta, puntual y completa. A este propósito responden las regulaciones de la SEC (2003) sobre *mutual funds*⁺, las obligaciones y responsabilidad de los gestores en su relación con los *proxy advisors* y con posterioridad a esta relación, especialmente en lo relativo al uso de las instrucciones o indicaciones de voto servidas por los asesores cuando ejercen el voto (SEC, junio 2014, que orienta hacia una *prudent man rule* en dicho uso, donde no se exime al informado de su deber de comprobar la información en interés del *beneficial owner* o inversor final tenedor de participaciones en fondos, y la propia responsabilidad informativa de los asesores profesionales de voto, aún no bien tratada doctrinalmente en nuestro país⁸.

⁸ La mayor parte de los estudios son de profesionales, con su correspondiente sesgo mercadológico. Por todos, v. GEORGESON (2015), *Corporate Proxy Solicitation*, Madrid, acceso marzo 2015 en <http://www.georgeson.com/es/business/proxysolicitation/Pages/default.aspx>; ÍD. (undated), “*PROXY SOLICITATION AND SHAREHOLDER RESPONSE SOLUTIONS*”, acceso marzo 2015 en <http://www.computershare.com/je/business/corporate-actions-solicitation/Documents/georgeson-services-overview.pdf>.

Se trata, a la postre, de una concreción del deber de inversión responsable ya ensayada en el ámbito de la responsabilidad social de la empresa, y acorde con la idea de sostenibilidad sistémica que subyace a la corriente global de progresivo recorte de la autonomía de la voluntad de los mandatarios sin propiedad en las sociedades cotizadas (ex Directiva 2013/34/UE de 10.04.2014), en pro de una eficiente cadena de inversión transfronteriza que mejore la competitividad y propicie, incluso la creación de empleo.

CUESTIONES SOBRE EL INVERSOR EN LA REFORMA DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL: DERECHOS DE LOS SOCIOS Y LEALTAD DE LOS ADMINISTRADORES

MÓNICA MARTÍN DE VIDALES / ÁLVARO LÓPEZ-JORRÍN

SUMARIO

- I. La reforma de la Ley de Sociedades de Capital: marco normativo
- II. La reforma de los derechos de los socios
- III. La reforma de los deberes de lealtad de los administradores

I. LA REFORMA DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL: MARCO NORMATIVO

Desde 1989 (Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas) y hasta la entrada en vigor de la Ley 31/2014 (reforma del la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo), el marco legal español había ido avanzando en el incremento de los niveles de transparencia, información y protección de inversores

Durante estos años, se han producido iniciativas de dos tipos:

- a) De carácter normativo, a través del establecimiento de nuevas obligaciones legales.
- b) De carácter voluntario, mediante la publicación por el supervisor a partir de 1997 de diversos códigos de gobierno corporativo, sujetos al principio de “cumplir o explicar”.

A pesar de estos progresos, España seguía sin ser percibida en el

exterior como una jurisdicción en la que existiera una óptima calidad de la normativa en materia de gobierno corporativo, y así por ejemplo, el *Global Competitiveness Report* del período 2012-2013, en el apartado de «Protección de Inversores», nos sitúa en el puesto 80 en un ranking de un total de 144 jurisdicciones.

La Ley 31/2014 responde al mandato a un grupo expertos por parte del Gobierno de un encargo preciso y detallado, tanto en sus aspectos objetivos y subjetivos, como procedimentales, cuya labor se inserta en el Plan Nacional de Reformas del año 2013.

Como aspectos objetivos de la reforma, destacan:

- a) La potenciación de las juntas y de la protección de los inversores. Es preciso en especial en esta materia valorar la potenciación de las juntas generales en el control de las políticas de gestión de las sociedades.
- b) Buen funcionamiento y retribución del órgano de administración. La reforma ha comprendido medidas para que los administradores persigan incrementar el valor de la compañía y la adecuada retribución del accionista, prestando especial atención al régimen de retribuciones, responsabilidad de sus actuaciones y capacidad de influencia en las juntas, evitando conflictos de interés y amparando las legítimas expectativas de los socios minoritarios
- c) Fomento de la transparencia, sustanciado en diversas iniciativas del legislador destinadas a que la información suministrada a socios y a los mercados sea veraz y comprensible

Por otro lado, y desde el punto de vista de los aspectos subjetivos,

conviene destacar respecto a la reforma de 2014 que:

- a) El estudio previo de la Comisión de Expertos de octubre de 2013 se dirige principalmente a sociedades cotizadas, que son aquellas en la que con mayor intensidad se plantean los problemas clásicos de gobierno corporativo.
- b) No obstante, el mandato dado a la Comisión no excluye sociedades de capital no cotizadas (tanto anónimas como limitadas).

En tercer lugar y por lo que se refiere a los aspectos procedimentales más relevantes de la reforma, sobresalen:

- a) El plazo de 4 meses otorgado a los expertos para analizar el marco actual en España en materia de gobierno corporativo y para proponer medidas de mejora.
- b) El mandato conferido a los expertos de la comisión por el Gobierno para producir un resultado normativo que debía estar orientado a una doble finalidad: por un lado, proponer reformas normativas (derecho imperativo) en la Ley de Sociedades de Capital; y por otro, adicionalmente, elaborar nuevos contenidos para elaborar o reformar los códigos de gobierno o buenas prácticas (“*soft law*”). En todo caso, orientando el procedimiento al objetivo central de la reforma que es revitalizar el funcionamiento de las juntas generales y la participación de los accionistas.

En efecto, el momento actual de la economía y de las empresas españolas exige reforzar la función de la junta en las sociedades cotizadas, y abrir cauces para fomentar la involucración accionarial en la vida de las propias compañías cotizadas. Para conseguirlo, el legislador debe dotarse a los socios de los mecanismos que les permitan combatir algunos problemas de agencia que se presentan entre

accionistas y administradores ejecutivos. El consejo de administración, entretanto, no debe monopolizar las cuestiones de estrategia y negocio.

II. LA REFORMA DE LOS DERECHOS DE LOS SOCIOS

La nueva Ley modifica el régimen anterior para reconocer derechos a los socios, estableciendo nuevas reglas específicas:

- a) Incremento de las competencias de la junta general reconocimiento de la capacidad de la junta de intervenir en asuntos de gestión.
- b) Reducción del 5% al 3% del porcentaje para poder solicitar inclusión de puntos en el orden del día en las sociedades cotizadas
- c) Reforma del régimen relativo al ejercicio del derecho de información (que será tratado en la ponencia del Prof. Ibáñez)
- d) Reducción del eventual límite para el ejercicio del derecho de asistencia en sociedades cotizadas (del 1 por mil a 1.000 acciones)
- e) Refuerzo del ejercicio del derecho de voto, a través de las siguientes medidas:
 - Exigencia de votación separada de asuntos sustancialmente independientes, de forma que la agrupación no distorsione el resultado de las votaciones.
 - En particular, debe votarse por separado el nombramiento, ratificación, reelección o separación de cada administrador y, en las modificaciones estatutarias, cada artículo o grupo de artículos con autonomía propia.
 - Esta exigencia se extiende, con carácter general a todas las sociedades (cotizadas o no).

En materia de reforma de los derechos de los socios es preciso tener en cuenta la nueva regulación del conflicto de interés del socio con la sociedad. Se trata de una materia regulada en derecho comparado pero no específicamente en España hasta la promulgación de la Ley 31/2014.

Al respecto cabe adoptar dos posturas extremas: establecer una cláusula general de prohibición de voto en caso de conflicto de interés; o considerar que esos conflictos son irrelevantes en la junta general, sujetos solo a un eventual régimen de impugnación.

La regulación en España tras la Ley 31/2014 ha optado por imponer la prohibición de voto en los casos más graves de conflicto, estableciendo un régimen similar al aplicable anteriormente para las sociedades limitadas, que se viene a extender a las anónimas. Complementariamente se establecen dos reglas:

- a) La inversión de la carga de la prueba en casos de impugnación de acuerdos sociales en otros supuestos de conflicto, establecida sobre la base 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.
- b) Quedan excluidos de la prohibición los supuestos de conflicto posicional, es decir, por razón del cargo.

Otra importante novedad de la reforma en materia de ejercicio de los derechos de socio se concreta en el nuevo régimen de fraccionamiento del voto y la permisión del voto divergente. Ya permitido el voto fraccionado tras la reforma de 2011, se consolida con la reforma de 2014, de modo que el voto divergente se facilita a aquellos intermediarios financieros que representen a una pluralidad de inversores. Por lo demás, el régimen de impugnación de acuerdos sociales cambia de forma relevante.

III. LA REFORMA DE LOS DEBERES DE LEALTAD DE LOS ADMINISTRADORES

Como expone el Informe de la Comisión de Expertos de fecha 14 de octubre de 2013, el problema de la responsabilidad de los administradores por

infacción de sus deberes fiduciarios

“Es una vieja asignatura pendiente. De hecho, el Código Unificado recomendó al Gobierno, ya en el año 2006, reformar el régimen de responsabilidad de los administradores al objeto de hacerlo más severo y eficaz, a cuyo efecto preveía (en la recomendación al Gobierno número 6, contenida en su anexo II) la adopción, entre otras, de las siguientes medidas:

- (i) Una tipificación más precisa de los deberes de lealtad y de los procedimientos que se deberían seguir en caso de conflicto de interés*
- (ii) La extensión de los deberes de lealtad, y de su régimen de responsabilidad, a los accionistas de control, así como a los administradores de hecho, incluidos los ocultos.*
- (iii) La legitimación directa de los accionistas para el ejercicio de la acción de responsabilidad por deslealtad; se podía configurar, tal vez, como un derecho de minoría.*
- (iv) El establecimiento de un trámite de admisión de la demanda, de forma que el juez pueda rechazar aquellas que entrañen abuso de derecho.*
- (v) La elevación de las sanciones, de forma que incluyan en todo caso la devolución del enriquecimiento injusto”.*

De este modo, la Comisión de Expertos consideró que era urgente y necesario reforzar el régimen del deber de lealtad con el fin de subsanar ciertas insuficiencias que se han advertido en su regulación: (i) en la tipificación y sistematización de las conductas desleales; (ii) en la identificación de los destinatarios de los deberes de lealtad; (iii) en el

volumen de las sanciones aplicables; y (iv) en los cauces previstos para exigir las correspondientes responsabilidades.

La consecuencia de este criterio de la Comisión ha sido la reforma de la materia a fin de:

- *Ordenar y describir adecuadamente las obligaciones derivadas del deber genérico de lealtad, completando el catálogo hasta entonces existente;*
- *extender el deber de lealtad a los administradores de hecho, en sentido amplio que incluyen también los denominados administradores ocultos;*
- *ampliar el alcance de la sanción más allá del resarcimiento del daño causado para comprender la devolución del enriquecimiento obtenido con la infracción.*

Tras la reforma, la redacción del artículo 227 de la Ley de Sociedades de Capital (deber de lealtad) queda así:

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.*

Son obligaciones básicas derivadas del deber de lealtad (conforme a lo dispuesto en el art. 228 LSC):

- No ejercer las facultades con fines distintos de aquellos para los que se les concedieron.

- Guardar secreto de la documentación obtenida por razón del cargo, incluso tras el cese del administrador.
- Abstenerse de participar en la deliberación y votación en situaciones de conflicto con el administrador o una persona vinculada (se excluye el conflicto posicional)
- Ejercer las funciones propias de administrador bajo el principio de responsabilidad personal con libertad de criterio o juicio e independencia respecto de instrucciones y vinculaciones de terceros.
- Adoptar las medidas necesarias para evitar incurrir en situaciones de conflicto de interés

El desarrollo del deber de evitar situaciones de conflicto de interés se contiene en el nuevo art. 229 LSC, que implica que el administrador deberá abstenerse de:

- Realizar transacciones con la sociedad, excepto que se trate de operaciones ordinarias, en condiciones estándar y de escasa relevancia.
- Utilizar el nombre de la sociedad o prevalerse de su condición de administrador.
- Hacer uso de los activos sociales, incluida la información confidencial
- Aprovecharse de las oportunidades de negocio de la sociedad.
- Obtener ventajas o remuneraciones de terceros asociadas al cargo.
- Desarrollar actividades por cuenta propia o ajena que entrañen una competencia efectiva, actual o potencial, con la sociedad o que, de cualquier forma, le sitúen en una situación de conflicto permanente.

Estas previsiones se aplican también en casos de personas vinculadas. La Ley establece, además, un régimen riguroso de imperatividad y dispensa (art. 230) de forma que:

- El régimen del deber de lealtad y la responsabilidad por su infracción es imperativo y no puede limitarse en estatutos.

- Cabe dispensa en casos singulares, autorizando la realización de una transacción, el uso de ciertos activos, el aprovechamiento de una concreta oportunidad o la obtención de una ventaja o remuneración de un tercero.
- La autorización deberá necesariamente provenir de la junta cuando se refiera a 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 el caso de la sociedad limitada, es también precisa la autorización para la prestación de cualquier clase de asistencia financiera y para establecer relaciones de servicios u obra.
- En los demás casos, la autorización podrá ser otorgada por el órgano de administración, siempre que quede garantizada la independencia.
- Además, será preciso garantizar la inocuidad de la operación para el patrimonio social o, en su caso, su realización en condiciones de mercado y la transparencia del proceso.

Por último, se ha establecido un régimen especial para dispensar la obligación de no competir, que se sustancia en la aplicación de estos supuestos:

- a) Siempre 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.
- b) Acuerdo expreso separado de la junta general.

En todo caso, a instancia de cualquier socio, la junta resolverá sobre el cese del administrador que desarrolle actividades competitivas

cuando el riesgo de perjuicio haya devenido relevante.

Finalmente, deber recordarse la nueva regulación de la responsabilidad por infracción del deber de lealtad, contemplándose el ejercicio de acciones (art. 232 LSC):

- Responsabilidad, prevista en los artículos 236 y siguientes
- Impugnación
- Cesación
- Remoción de efectos
- En su caso, anulación de los actos y contratos celebrados por los administradores con violación de su deber de lealtad.

La Ley de Sociedades de Capital concede ahora legitimación directa a la minoría (del 3% del capital social en sociedades cotizadas y un 5% en no cotizadas) para ejercitar 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, lo que facilitará dicho ejercicio.

TENDENCIAS GLOBALES EN LA REGULACIÓN SOCIETARIA Y DEL MERCADO DE VALORES DE LOS SISTEMAS DE RELACIONES CON INVERSORES

Javier IBÁÑEZ JIMÉNEZ

I. DELIMITACIÓN Y CARACTERIZACIÓN GENERAL DE LA FUNCIÓN DE LOS SISTEMAS DE RELACIONES CON INVERSORES EN LA SOCIEDAD COTIZADA

Para ganar eficiencia, las sociedades de capital, y en su representación los administradores, dispensan creciente atención hoy a los cauces y procedimientos de comunicación entre la sociedad-persona y sus socios; vale decir, en el caso de las sociedades cotizadas, a los sistemas de relaciones con inversores. Relaciones que son hechos jurídicos, algunos con proyección contractual, otros expresivos del ejercicio de derechos, y otros, en fin, que revelan el cumplimiento de obligaciones o la evacuación de deberes societarios, y donde en todos los casos intervienen, de una parte, la persona jurídica o moral que es la sociedad, o su órgano de administración, y de otra, los accionistas, que son inversores en el caso de que las sociedades de capital cotizadas.

En la medida en que diferentes miembros, comités o comisiones delegadas de ese órgano pueden desplegar una actividad contraria a intereses de grupos de socios, en particular de inversores dispersos en el mercado de capitales indiferentes a la gestión, que solo procuran maximizar su rentabilidad, de una parte; y de otra, en la medida en que esa rentabilidad -expresada en forma de dividendo ordinariamente, pero también por excepción en forma de valor de la acción en caso de separación del socio o de disolución- puede verse mermada por actuaciones del grupo gestor, se ha acuñado, primero, y luego, consolidado internacionalmente, un concepto de *activismo accionarial* que designa genéricamente los mecanismos de articulación y refuerzo de la acción conjunta de los inversores frente a esa merma o déficit, y también frente a otros

peligros que arrostra el ejercicio de sus derechos societarios merced a la divergencia de intereses señalada. Todo ello, con independencia de la consideración del sustrato moral que yace en el ánimo del inversor, su orientación o no hacia criterios de selección de inversión sociales, o su preferencia por las inversiones de emisores socialmente responsables¹.

Por hipótesis, cualquier análisis del sentido actual de las denominadas *relaciones con inversores* se ha de enmarcar en las políticas de reactivación de la comunicación entre sociedad y socios a fin de procurar la conjunción de intereses y la resolución del problema esencial de agencia que supone el distanciamiento de incentivos entre el socio-mandante y el gestor mandatario.

Sobre el papel, la mejora de los sistemas de relaciones con inversores comporta una reforma de los cauces de información servida, en el caso de las sociedades anónimas, a los accionistas por el órgano de administración, en todos los ámbitos de su competencia; no solo en el de comunicación de la situación patrimonial y financiera de la compañía, sino también en el de su propio sistema de gobierno.

II. PAPEL DEL LEGISLADOR EN GENERAL Y EN PARTICULAR SOCIETARIO, EN LA ARTICULACIÓN Y ENCAUZAMIENTO DE LOS SISTEMAS DE RELACIONES CON INVERSORES HACIA LA TUTELA ÓPTIMA DEL ACCIONISTA BURSÁTIL, EN PARTICULAR EN LO CONCERNIENTE AL RECTO EJERCICIO DEL DERECHO DE INFORMACIÓN Y DEMÁS DERECHOS POLÍTICOS

En este último plano, resulta patente el esfuerzo del legislador europeo en general, y en particular del español, por incorporar, junto a las normas

¹ Marina WELKER y David WOOD (“Shareholder Activism and Alienation”, en *Corporate Lives: New Perspectives on the Social Life of the Corporate Form* –Ed. DAMANI J. P. / M. WELKER / R. HARDIN-, Supplement to April 2011, The Wenner-Gren Foundation for Anthropological Research, pp. S57-S69; era factible el acceso a 1.02.2015, vía <http://www.jstor.org/stable/info/10.1086/656796>) contraponen diversas formas del actual activismo accionarial en un plano teleológico interno, visto desde dos perspectivas –en alguna medida antagónicas-: una, la de la inversión socialmente responsable –enfoque ISR-; y otra, la clásica de la expectativa de dividendo y revalorización accionarial como único motor de la inversión –enfoque de “valor para el accionista”-. Como hemos señalado, esa taxonomía teleológica es ajena a la evolución real del activismo y la necesidad de ofrecer respuestas normativas al fenómeno.

societarias que vienen reformando los sistemas de gobierno corporativo y la estructura del órgano de administración buscando acordemente incrementar su eficiencia –así, creando comisiones especializadas, separando en ciertos casos la figura del presidente de la del consejero delegado, o incrementando el número y peso competencial de los independientes-, diversos sistemas de derecho dispositivo y de recomendaciones estándar encaminadas a:

- a) estimular que los emisores doten de información cumplida y oportuna al accionista, quien, en el mercado de valores, siempre es primordialmente financiador, y solo residual o ancilarmente, titular y eventual ejerciente de derechos políticos en las juntas generales; y
- b) incentivar paralelamente ese ejercicio, tradicionalmente residual debido a los problemas de agencia y costes de control de los administradores, incrementados por las restricciones legales para el ejercicio de derechos por las minorías

Precisamente el carácter residual del ejercicio de derechos políticos en el caso de los accionistas dispersos en bolsa –inversores impersonales- hace crucial una *comunicación correcta del análisis del valor* para el accionista que hacen los administradores, idealmente expresado en el informe de gestión.

Paralelamente, la mejora en la *comunicación del proceso creativo de valor* es, en efecto, una de las claves de bóveda de los actuales sistemas de IR. Estos sistemas se centran en transmitir incluso, más allá de la información financiera y no financiera cuya publicación es legalmente exigible a las sociedades, otra información voluntaria, especialmente la referente a criterios de responsabilidad social.

Igualmente suponen mejoras en la comunicación corporativa las reglas innovadoras que en el plano de la autorregulación van adoptando asociaciones de profesionales de la mediación informativa entre las sociedades y los gestores de las instituciones de inversión colectiva, para disciplinar sistemas de compromiso informativo para el ejercicio responsable del voto o –*stewardship*–.

También, en fin, suponen avances en la comunicación corporativa dirigida a los inversores últimos, beneficiarios y partícipes de la inversión

institucional, las nuevas reglas societarias de ciber-delegación o tele-representación para votar delegando en representantes de socios minoritarios, así como las que disciplinan la actuación de los profesionales de la mediación informativa para el ejercicio del voto institucional como los *proxy advisors* y *proxy solicitors*.

En el contexto enunciado de presión regulatoria creciente sobre las compañías para incrementar la transparencia y favorecer así decisiones racionales de inversión y una activación de las facultades de los mandantes bursátilmente aislados, los diversos grupos de inversores reclaman hoy de los administradores que potencien la seguridad jurídica estableciendo códigos internos –allende los *minima imperativa* societarios y del mercado de capitales– para estandarizar procesos multilaterales de comunicación correcta y simétrica –que no igual–, adecuada a la función social y de política corporativa que desempeñan los diversos grupos accionariales.

Asimismo es creciente la exigencia en materia de políticas y procedimientos óptimos de relación con no inversores relacionados con ellos en los procesos de financiación y comunicación externa de las empresas, en particular los analistas de valores y contratistas auxiliares en las OPS, sujetos directamente involucrados en los procesos de difusión informativa al inversor, y por consiguiente en los de creación y maximización de valor de la firma. Esta actividad de comunicación, dotada de expresión jurídica y documental reglamentaria interna, y operada siguiendo las mejores prácticas globales de IR, supone mejorar el gobierno de la compañía en cuanto:

- a) Sustancia el contenido precontractual o de compromisos previos (pre-commitment) entre accionistas y gestores.
- b) Aumenta el flujo de datos específicos que permite integrar el contrato incompleto entre ellos, fuera o al margen del contenido del contrato de mandato y de los límites del poder conferido (*non-agency context*).
- c) Alinea la estrategia del consejo con los objetivos comunes y universales de la sociedad (creación de valor) y asimismo con otros específicos de la empresa,

expresados en la consecución del objeto social que le es propio².

III. PRESIÓN NORMATIVA GLOBAL Y CREACIÓN DE VALOR: CORRELACIÓN ENTRE EFICIENCIA DEL DERECHO SOCIETARIO EN MATERIA DE RELACIONES CON INVERSORES Y CREACIÓN DE VALOR POR LOS EMISORES DE VALORES NEGOCIABLES

Recientes investigaciones sugieren que las mejoras en el régimen jurídico de tutela del inversor en las sociedades cuyos valores están admitidos a negociación en mercados regulados se asocian o correlacionan positivamente con una superior sensibilidad de la inversión a la magnitud q , y con menor oscilabilidad con los flujos de caja necesarios para el desenvolvimiento de las inversiones que debe realizar la compañía para la consecución de su objeto social³. De modo que en países donde es más férrea y eficaz esa tutela –y por tanto, menor la oportunidad y la probabilidad de expropiación y de desviación o detracción de valor de la sociedad por parte de sus administradores-, la captación bursátil de fondos ajenos aumenta más a medida que aumentan los flujos de caja obtenidos con los inversores de la sociedad, y se contrae más con la disminución de dichos flujos. De modo que, si mejora la protección de derechos del accionariado disperso, los emisores son más propensos a obtener recursos financieros ajenos, precisando de menos liquidez para materializar inversiones óptimas. Esas correlaciones se asocian también a la eficiencia de la inversión ulterior; la inversión anticipa el

² Así lo demuestra el exhaustivo estudio realizado sobre Lloyds–TSB, donde se implementa un *shareholder value analysis* y un estudio holístico sobre relaciones con inversores e *investor communication* -SINHA, R.: “Corporate Governance and Shareholder Value Analysis” *Global Business Review February* 2006 vol. 7 (1), 1-16. Por su parte, algunos proponen -RETOLAZA, J.L. / SAN-JOSÉ, L. / RUIZ-ROQUEÑI, M.: “Ontological Stakeholder View: An Innovative Proposition”, 1 *Global Business Review March* (2014) 15, 25-36, en sintonía con la teoría de los grupos de interés, una concepción “ontológica” de estos grupos que valide un modelo subjetivo o “emocional” de creación de valor opuesto al modelo monetarista clásico, donde el gestor integra en su examen de valor de la sociedad todas las relaciones entre grupos, formando un mapa de relaciones que integra también aquellas que son conflictivas o desalineadas.

³ Cf. R. D. MCLEAN, T. ZHANG y M. ZHAO: “Why Does the Law Matter? Investor Protection and Its Effects on Investment, Finance, and Growth”, LXVII (1) *The Journal of Finance*, febrero 2012, 313-350.

crecimiento y los beneficios más en países con mayor sensibilidad de las inversiones óptimas a los flujos de caja.

También desembocan esos estudios en la conclusión de que mejorar el régimen societario de tutela del inversor (y en particular el de transparencia informativa) fomenta la producción fáctica de cotizaciones que reflejan mejor o más exactamente cuál es el valor real –desde un punto de vista contable, también valor razonable a efectos periciales y de informes de expertos independientes- de las empresas emisoras, promoviendo inversiones eficientes, en la medida que se racionalizan las decisiones de inversión.

Esta última afirmación parte de haber corroborado empíricamente, al menos, dos hipótesis básicas, a saber:

- a) La cotización predice mejor la financiación externa que recibe la sociedad en países con más amplia y efectiva tutela legal de los inversores, especialmente de las minorías dispersas en las bolsas de valores. Bajo esta hipótesis se asume previamente que: 1) las normas de tutela inversora estimulan información financiera más veraz⁴ y el arbitraje legal⁵, lo que lleva a que converjan cotización y valor en libros. 2) Esta tutela facilita el acceso de la sociedad a financiación de proyectos rentables (como han puesto de relieve “Los cuatro” –LLSV- entre 1997 y 2002, en varias investigaciones, y posteriormente LLS (sin VISHNY en 2006); 3) A más perfecto régimen de tutela inversora, administradores y socios de control son más renuentes a la expolio societario, y más propensos a invertir en proyectos que benefician a

⁴ En apoyo de esta asunción vino el estudio de Ch.LEUZ, N. DHANANJAY Nanda y P.D. WYSOCKI (2003): “Earnings and investor protection: An international comparison”, 69 *Journal of Financial Economics*, 505–527.

⁵ En el sentido que exponían R. MORCK, B. YEUNG, y W. YU (2000): “The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements?”, 58 *Journal of Financial Economics*, 215–260; a este estudio precede el preliminar del propio Randall MORCK con Andrei SHLEIFER y Robert VISHNY (1990) “The stock market and investment: Is the market a side show?”, 2 *Brookings Papers on Economic Activity*, 157–215.

todos los socios, de modo que se facilita la convergencia universal de interés entre grupos potencialmente rivales.

- b) La inversión es poco sensible a los flujos de caja -y la bursátil posee sensibilidad negativa a estos- en los países cuyos ordenamientos societarios y del mercado de capitales disponen de normas más intensamente protectoras del inversor. Se asume con esta hipótesis que las empresas con escasez de efectivo necesitan más recursos ajenos *caeteris paribus*; así, siendo cierto que determinadas reglas de derecho societario reducen el coste de la inversión bursátil, resulta un incentivo para que las empresas con baja liquidez intenten salir a bolsa prioritariamente en países cuyo derecho privado societario y público del mercado financiero protege más sólidamente los intereses del inversor⁶.

Extráese de todo ello la inmediata consecuencia de que incrementar la presión normativa sobre las sociedades en materia de sistemas de comunicación con el inversor y del pleno ejercicio de los derechos del accionista, pese a los costes de implementación y operativos internos, viene a

⁶ Estos tres argumentos ha sido manejado, principalmente, y con diferentes matizaciones en las investigaciones empíricas de “Law and Economics” aplicadas a estos problemas societarios, por Peter DEMARZO, Michael FISHMAN, He ZHIGUO, y Neng WANG, 2010, “*Dynamic agency and the q theory of investment*”, Working paper, Stanford University, esp. 7 ss.; anteriormente v. Simeón DJANKOV, Rafael LA PORTA, Florencio LOPEZ-DE-SILANES, y Andrei SHLEIFER, 2008, “The law and economics of self-dealing”, *Journal of Financial Economics* 88, 430–465; FOLEY, FRITZ, AND ROBIN GREENWOOD, 2010, “The evolution of corporate ownership after the IPO: The impact of investor protection”, *Review of Financial Studies* 23, 1231–1260; JOHNSON, SIMON, RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER, 2000, “Tunneling”, *American Economic Review Papers and Proceedings* 60, 22–27; Iva KALCHEVA, Karl LINS, 2007, “International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems”, *Review of Financial Studies* 20, 1087–1112. LA PORTA, RAFAEL, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER, 2006, “What works in securities laws?”, *Journal of Finance* 61, 1–32; LA PORTA, RAFAEL, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER, ROBERT VISHNY, 1997, “Legal determinants of external finance”, *Journal of Finance* 52, 1131–1150; ÍD., 2002, “Investor protection and corporate valuation”, *Journal of Finance* 57, 1147–1170; LEUZ, CHRISTIAN, DHANANJAY NANDA, PETER D. WYSOCKI, 2003, “Earnings and investor protection: An international comparison”, *Journal of Financial Economics* 69, 505–527; PINKOWITZ, LEE, RENÉ STULZ, ROHAN WILLIAMSON, 2006, “Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis”, *Journal of Finance* 61, 2725–2751; SHLEIFER, ANDREI, DANIEL WOLFENZON, 2002, “Investor protection and equity markets”, *Journal of Financial Economics* 66, 3–27; SPAMANN, Holger, 2009, “The antidirector rights index revisited”, *Review of Financial Studies* 23, 462–486.

reforzar el valor informativo de las cotizaciones, reducir la volatilidad, incentivar la participación de los accionistas extranjeros, y favorecer también las emisiones de deuda con destino a prestamistas internacionales, incluso en empresas con dificultades transitorias de liquidez como sucede en tiempos de crisis, en la medida en que estos inversores pueden confiar más en los datos servidos al mercado por los administradores de las sociedades emisoras presentes en mercados organizados o regulados.

Mejorar las relaciones con inversores y los sistemas de coerción de sus normas imperativas, por lo demás, contribuye de forma notable a consolidar y estabilizar el sistema financiero y las reglas de contratación de los mercados en el país donde se emiten los valores a que se refiere la inversión⁷.

Lo que, sin embargo, los anteriores estudios no han alcanzado a demostrar es la razón última de las correlaciones observadas. Es posible que ciertos factores psíquicos o internos del inversor condicionen las hipótesis o asunciones previas que subyacen a estos fenómenos. Ya Keynes sugirió en 1936 que tal vez la sensibilidad de las inversiones a la magnitud de los flujos de caja esperados esté determinada por intuiciones o premoniciones de los gestores de las empresas cotizadas que pueden alterar el coste de la financiación externa en general, y en particular, el dividendo esperable por los accionistas en el caso de captación de capital en salidas a bolsa o ampliaciones. De este modo, allá donde la protección legal del inversor sea mayor, las intuiciones de los administradores sobre el futuro de la empresa, y también las de los inversores, ejercerán más influencia en el volumen de inversión, causando la mayor sensibilidad observada empíricamente de los flujos de caja esperados de la inversión a la intensidad en la tutela legal del inversor⁸.

⁷ Como ya inferían R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES y A. SHLEIFER (2006): "What works in securities laws?", 61 *Journal of Finance*, 1–32.; y más recientemente S, DJANKOV, R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES y A. SHLEIFER (2008): "The law and economics of self-dealing", 88 *Journal of Financial Economics*, 430–465.

⁸ Pero también cabe achacar esa sensibilidad, como sugirió ya James POTERBA en 1988 ("Comments on Fazzari, Hubbard, and Petersen", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 200–204) a otros factores, como por ejemplo una apreciación distorsionada de los resultados de la inversión. De modo que, si la estimación de los flujos de caja esperados es

IV. CONSOLIDACIÓN NORMATIVA GLOBAL DEL PRINCIPIO DE ASIMETRÍA EN LA DIFUSIÓN TELEMÁTICA DE HECHOS RELEVANTES Y GIRO HACIA LA IGUALDAD INFORMATIVA MERCED A LA ACCIÓN DE LOS DEPARTAMENTOS DE IR EN LAS REDES SOCIALES

En Estados Unidos, la Securities Exchange Commission ha terminado por consolidar en su declaración de abril de 2013 su criterio de agosto de 2008 expresado en su *Regulación FD (Fair Disclosure)*⁹, habilitando la web corporativa de la sociedad cotizada como canal apto para la divulgar información sensible para la formación de los precios de la acción, en particular hechos relevantes en el sentido de la legislación del mercado de capitales¹⁰.

Ya en 2008 la SEC instruyó a los emisores sobre el modo de relacionarse con los inversores por este conducto, facilitando el acceso y la navegación, y respetando el principio de igualdad informativa entre los accionistas. Las preocupaciones del regulador americano han sido, en síntesis, deslindar el concepto de *información pública* servida en la web del emisor, fijar la responsabilidad de este por la veracidad e integridad de los datos, enlaces y sitios interactivos visibles, y por la propia visibilidad o accesibilidad de la información, en aras de evitar el fraude en el sentido de la legislación del mercado aplicable (Securities Exchange Act de 1934, reformada en 2005 en

errónea, la inversión podría ser sensible a dichos flujos sencillamente porque estos reflejan oportunidades de crecimiento (vale decir, *opciones reales* en la terminología contemporánea, que poseen valor negociable autónomo)+. Y así, la sensibilidad de la inversión a esos flujos esperados podría ser superior bajo ordenamientos societarios y de mercado menos protectores, si tales flujos se midieran más imperfectamente.

⁹ SEC 17 CFR Parts 241 and 271 [Release Nos. 34-58288, IC-28351; File No. S7-23-08]; antecede a esta regulación del organismo supervisor americano el informe *Progress Report of the SEC Advisory Committee on Improvements to Financial Reporting*, Release No. 33-8896 (Feb. 14, 2008) (“CIFIR Progress Report”), acceso febrero 2015 en <http://www.sec.gov/rules/other/2008/33-8896.pdf>.

¹⁰ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION –SEC- (2013), *Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: Netflix, Inc., and Reed Hastings*, Release No. 69279.

relación con las ofertas de valores en estas materias¹¹).

Sin embargo, como la práctica internacional ha venido demostrando, se trata de una igualdad teórica y además relativa, segmentada o diseccionada por grupos de destinatario de la información, por cuanto las agencias supervisoras han venido por lo común regulando de forma dispersa la cuestión, en muchos supuestos en reglamentos cuyas disposiciones habilitan a los administradores de las empresas emisoras a difundir datos en sesiones reservadas o especiales a grupos de inversores institucionales, analistas de inversión y otros agentes involucrados en los procesos de oferta pública de valores o en la preparación de determinadas operaciones corporativas¹².

Sin embargo, la aplicación de nuevas tecnologías para la difusión de datos a los inversores por parte de los equipos de Relaciones con Inversores de las compañías cotizadas está acabando con la práctica de la información segmentada. En efecto, estos equipos directivos cuentan hoy con operadores técnicos que habilitan perfiles exclusivos en las redes sociales, y difunden datos relevantes en tiempo real en los espacios habilitados para Relaciones con Inversores en las páginas web corporativas disponibles por el público en general, cumpliendo con el principio de igualdad y de simetría informativa de manera inmediata¹³. Las redes sociales, por su inmediatez y accesibilidad

¹¹ SEC (2005), *Securities Offering Reform, Release No. 33-8591* (Aug. 3, 2005) [70 FR 44721]. El supervisor ha estandarizado la mayor parte de los envíos de información relevante imponiendo a los emisores el uso del sistema denominado Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval ("EDGAR").

¹² A este respecto v. BLANCO BERMÚDEZ, F. (2004), "Asimetrías en la Comunicación con Inversores", *Economistas*, Colegio de Economistas de Madrid; y recientemente, con alcance global, aunque principalmente desde la perspectiva de la regulación de mercados estadounidense, CORBIN, J. (2012), *Investor Relations: The Art of Communicating Value. Four Basic Steps to a Successful IR Program & Creating the Ultimate Communications Platform*, 2ª ed. Febrero 2012, Thomson Reuters - Aspatore, Eagan (Minnesota), esp. Sub cap. 4º, "IR Communications in the 21st Century: The Social Media", 72-74, 79-82.

¹³ Advierten el propio F. BLANCO BERMÚDEZ y H. ALBORNOZ GÓMEZ ("Relaciones con Inversores "digitales": el caso del Ibex 35", *Informe Bolsa*, NEOLABELS / BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, Madrid, julio 2014, pp. 1-28, esp. 5 ss., accesible el 3.02.2015 en [http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2014/07/Informe_Rel.Inversores\(BR\).pdf](http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2014/07/Informe_Rel.Inversores(BR).pdf)) que, entre otros emisores, NESTLÉ, BASF, DELL, EBAY, GOOGLE, O DEUTSCHE EUROSHOP cuentan con sus cuentas de seguidores Twitter, abren canales en Slide Share, y participan en YouTube exponiendo presentaciones y videos de acceso universal, creando así sus propias comunidades de seguidores. Así, posicionan rápidamente los mensajes clasificados por temas o cronología, "viralizando" su contenido y redirigiendo a los seguidores hacia el propio sitio web de Relaciones con Inversores.

ómnibus, recortan la asimetría informativa entre inversores minoristas y gestores de inversión institucional, y, naturalmente, los costes de información de los primeros y su desventaja operativa respecto a los segundos.

El reciente apoyo de la SEC a las sociedades emisoras para comunicarse en tiempo real por estos canales, y su reputación legal como buenas o mejores prácticas corporativas y de mercado, está disparando su penetración especialmente en Estados Unidos y, en la Unión Europea, en Alemania y Reino Unido, sin perjuicio de que en Italia, Francia y España empiezan las sociedades de los mayores índices (como el CAC 40 o el IBEZ 35) a concienciarse de la trascendencia del fenómeno. Como en Brasil, donde blogs y redes sociales cuentan con un porcentaje de usuarios entre la población de los más elevados del planeta.

De otra parte, la mejora en la accesibilidad y velocidad de adquisición de información por el inversor –por vía de alertas sobre contenidos cargados en los sitios, espacios para compartir la información hallada, y descarga de aplicaciones de acceso y actualización automática de datos, entre otros mecanismos- potencia la democracia accionarial en una doble dirección:

- a) Intensificando la proliferación de comunidades de seguidores activos de la información que fácilmente pueden organizar mecanismos de delegación de voto entre sí o a través de inversores institucionales, facilitando la organización de las conocidas como *proxy campaigns*+

 - b) Habilitando el uso de nuevas vías de transferencia bilateral de datos entre emisores e inversores, tanto en las redes sociales como en blogs, en el marco de diálogos permanentes, encuentros, charlas o relaciones virtuales sostenidas entre representantes de la administración de la sociedad (en la práctica, ubicados en los departamentos de Relaciones con Inversores) y representantes de los accionistas, o entre los representados de forma directa en casos determinados.
-

La generación de usos y prácticas en materia de uso del sitio web de Relaciones con Inversores (así, las soluciones de movilidad con una aplicación vinculada al departamento, generación de perfiles específicos en P interest o Slide Share, o el empleo de determinados canales digitales) por lo demás, mejora exponencialmente las condiciones de ejercicio del derecho de información de los accionistas en la sociedad cotizada.

En particular, estas vías digitales complementan los medios de comunicación clásicos, y en particular los *webcasts* y los eventos que publicitan el resultado de la compañía, como las campañas móviles o *roadshows* y los llamados *días del inversor*. Por tanto y como principio general, el legislador debe permitir su empleo en la medida que favorecen un intercambio informativo a mínimo coste para la compañía y mejoran ostensiblemente las posibilidades de ejercicio del derecho de información del accionista, de una parte, y de otra, la formación de la voluntad del inversor para adoptar decisiones de negociación eficientes, lo que a su turno contribuye a una configuración eficiente de las cotizaciones.

Ahora bien, para lograr una regulación eficiente y establecer posibles límites a la autonomía de la voluntad en esta materia es preciso un previo análisis económico que determine la magnitud de posibles costes y externalidades negativas asociadas al empleo abusivo de estas técnicas de comunicación, por una parte, y por otra, a la posible manipulación de la información difundida, o de los cambio informativos, por parte de la dirección de la compañía o de terceros interesados en la retorsión de los datos comunicados en tiempo real.

Desde esta perspectiva coste-beneficio resulta singularmente útil el examen de los parámetros de comparación y medida de efectividad de los sitios corporativos reservados a Relaciones con Inversores¹⁴. De diferentes

¹⁴ El estudio precitado de BLANCO y ALBORNOZ (*ibid.*) aplica casi medio centenar de indicadores distribuidos por una quina de criterios: contenidos, creatividad, interactividad, manejabilidad y navegabilidad de las aplicaciones y canales, especialmente cuando se trata de evaluar la eficacia de las presentaciones públicas de datos provenientes de la dirección. En este ámbito, SlideShare es la red social más empleada para compartir datos, con la ventaja doble de su visualización personalizable y con seguimiento de visitas (al modo de You Tube) y de su efecto multiplicador de la difusión alcanzada por la publicidad realizada en la web corporativa, por cuanto esa red facilita la aproximación a inversores especializados o

análisis empíricos realizados recientemente en nuestro país resultan conclusiones tan relevantes como estas:

- a) Los sistemas de comunicación simultánea a distancia (*hangouts, hangout conference calls, on-line webinar presentations*) cuentan con una capacidad de interacción para los accionistas todavía claramente infrutilizada, lo que hace especialmente eficiente el desarrollo regulatorio interno de los emisores sobre los canales específicos para inversores –es representativa en este terreno la experiencia pionera del canal Twitter de CAIXABANK-.
- b) En las sociedades cotizadas integrantes del IBEX 35, el uso de las Redes Sociales específicamente circunscrito a potenciar las relaciones con inversores es tan limitado que cualquier invitación informativa en la web corporativa al empleo del sistema por comunidades de accionistas mejoraría la comunicación entre directivos y accionistas, alentando la convergencia de intereses y con ello el proceso creativo de valor.
- c) La reducida presencia en las redes sociales de los operadores de Relaciones con Inversores se expresa bajo perfiles corporativos genéricos o inespecíficos de la propia función de Relaciones con Inversores -salvo en el caso precitado de CAIXABANK vía Twitter-, lo que hará igualmente eficiente cualquier auto-regulación corporativa que difunda el significado específico y la utilidad de los sistemas de comunicación con inversores, sin perjuicio de la eficiencia de las comunicaciones sistemáticas con inversores, en particular accionistas, a través de perfiles genéricos corporativos en Twitter, Slide Share, You Tube y Google¹⁵.
- d) Debe reputarse superior, como muestra la experiencia angloamericana reciente, la eficiencia para la comunicación

singularmente interesados por los resultados o informes acerca de la estrategia directiva, lo que tiene repercusión sobre las inversiones potenciales o esperadas, sin perjuicio del manejo de datos por inversores actuales para planear la permanencia o los periodos de desinversión. En el caso de GOOGLE, de escaso empleo por las empresas cotizadas, se da la ventaja estratégica alternativa de su vinculación al mayor buscador global.

¹⁵ Sobresale en 2013 y 2014 la actividad de Iberdrola respecto a otras compañías del IBEX en este terreno, e incluso respecto a sus competidores europeos.

corporativa de las cuentas dedicadas en exclusiva a atender a inversores; en Europa, BASF o NESTLÉ sirven como botón de muestra, probando que el inversor accede sin ruido a la información que precisa para formar racionalmente su voluntad en las decisiones financieras o políticas que haya de adoptar respecto a la compañía emisora.

Desde la óptica de la regulación del mercado de capitales, la misión del supervisor ha de ser facilitadora de la planificación e implementación de estos procesos de comunicación al mercado, a fin de que las empresas procuren un mejor posicionamiento de sus títulos en los espacios organizados de contratación, con la consiguiente reducción de la volatilidad y de su coste de capital, y correlativa mejora de la liquidez, la reputación corporativa, y la eficiencia en la diversificación accionarial.

Concomitantemente, las normas societarias deben continuar su modernización en el tratamiento de los espacios web corporativos. No entendemos preciso que se regule específicamente, sea en un sentido de difusión obligatoria, o de imposición de límites específicos, el sitio web específico de Relaciones con Inversores, en la medida en que las aplicaciones nativas para *tablets* y *smartphones* aún constituyen una solución de movilidad avanzada para los inversores, pero no una solución universal. Otro tanto cabe decir acerca de la actividad de comunicación a través de perfiles propios en Redes Sociales.

Es preciso, por lo demás, comparar adecuadamente el beneficio social y el coste tecnológico que supone a las compañías cotizadas gozar de presencia activa en las redes sociales para maximizar el acercamiento al colectivo de accionistas y otros inversores (también al de profesionales vinculados como en particular los analistas de inversión, en cuyo estándar de diligencia profesional se integra claramente el empleo debido de los nuevos sistemas), a fin de discriminar eficientemente entre las conductas corporativas exigibles en este terreno y aquellas otras de voluntaria exigencia autoimpuesta a través de códigos o catálogos de buen gobierno, de conducta de mercado o, más específicamente, en normas específicas de relaciones con inversores y

sistemas de comunicación con accionistas, como las Circulares de la CNMV.

En todo caso, los administradores deben considerar la necesidad de incorporar las estrategias de social media como parte de su labor, y entender el sitio web de Relaciones con Inversores como centro emisor de información al accionista (*hub*), lo que comporta adoptar las debidas cautelas en materia de responsabilidad por la transmisión de datos veraces y completos, y en materia de responsabilidad por el control de las técnicas aplicadas (así, en materia de dispositivos de continuidad en comunicación online a través de aplicaciones nativas para dispositivos móviles, o de diseño y actualización de los perfiles propios en las redes sociales).

Llegado este punto, merece observación la circunstancia de que, para una óptima regulación conjunta jurídico-pública y privada en España, sería menester realizar un apunte crítico sobre el estado actual de la disciplina, tanto societaria como del mercado de capitales, aplicable en nuestro ordenamiento a los nuevos canales de información, y la medida de eficiencia de estas reglas para el caso de nuestras sociedades cotizadas, considerando en particular las peculiaridades de liquidez de nuestro mercado de valores y los niveles actuales de internacionalización y dispersión de la titularidad de los valores emitidos por ellas, por grupos de inversores. Pretensión alejada del propósito de este trabajo que, una vez planteada por su interés y actualidad, posponemos desde estas líneas para ulterior indagación específica.

EL VALOR ACTUAL DE LAS RELACIONES CON INVERSORES EN LAS COMPAÑÍAS COTIZADAS

Francisco BLANCO BERMÚDEZ¹

I. PRESENTACIÓN

Es un placer volver a ICADE para hablar de relaciones con inversores, en este caso también, dentro de un contexto de gobierno corporativo. Me parece que es un buen momento teniendo en cuenta que se abren ya mejores expectativas para la economía española; porque como decía Fred Stone y yo estoy convencido, el ámbito de relaciones con inversores va a ser un ámbito de extraordinario desarrollo profesional para la gente que sale de las aulas de derecho, tanto o más que para los que provienen de los estudios económicos cursados en las facultades españolas.

Esta, la de relaciones con inversores, es una función, una disciplina, que considero estratégica en las empresas cotizadas, especialmente porque prescindir de ella supondrá que a medio plazo van a ir perdiendo muchísimo peso y carácter financiero. Luego explicaré el porqué. Probablemente, arrancó la consideración separada de la disciplina de relaciones con inversores (en adelante, IR) en los años 60 a raíz de una iniciativa de la multinacional General Electric para mejorar o introducir una función que tenía que ver con la atención adecuada y puntual al inversor minorista en su derecho de información, pretensión extraña en aquel entonces. Ocurre que con el devenir de los tiempos la función fue especializándose más hacia la atención del inversor institucional, sobre todo por elementos de concentración de capitales que habéis oído en las ponencias previas, que tienen que ver además con la complejidad y sofisticación crecientes de la figura del inversor y de sus

¹ Ex presidente de la Asociación Española de Relaciones con Inversores.

demandas de información hacia las empresas cotizadas.

Yo tuve la suerte, el privilegio, de arrancar esta función en Telefónica en el año 1987, que fue el año que salió a cotizar en la bolsa de Nueva York. Fue de las primeras empresas españolas que inició la singladura de las empresas españolas cotizadas en el NYSE. En aquel entonces, en España esta era una función que yo podría calificar como que los que nos dedicábamos a esto éramos una “especie en extinción”, ya que todo el mundo le vislumbraba poco futuro. En aquel entonces éramos tres o cuatro personas las que en España nos dedicábamos a esta labor y se nos ocurrió, siguiendo las pautas de comportamiento de las empresas norteamericanas, la idea de constituir una asociación que nos permitiera compartir las experiencias en el ámbito de la comunicación con inversores, porque encontrábamos pocos apoyos, incluso en el seno de las propias compañías.

Así fue como nació la *Asociación Española de Relaciones con Inversores*. Afortunadamente han pasado muchos años positivos para esa función en España. Yo creo que lo que hemos conseguido todos los que de alguna manera hemos estado involucrados en esta disciplina en las empresas cotizadas, en los bancos de inversión, en las empresas consultoras, en los reguladores, y en los organismos de relaciones con el mercado. Probablemente en España, como en casi ningún país europeo, es donde no se cuestiona que una empresa cotizada, de alguna manera, tiene que tener algún mecanismo permanente de recursos dedicados a esta función. Me refiero sobre todo a recursos humanos. Hoy en día es casi impensable encontrarte con una empresa, como Aena, que va a salir a bolsa y que con ya en esa propia planificación de su salida a bolsa, define, determina el *role* y límites dentro de su organización que se tienen que dedicar específicamente a establecer las relaciones con inversores.

Como me imagina que Mr. Stone iba a tratar muchos temas en relación a las tendencias de las relaciones con inversores y me iba a impedir a mí hablar

de eso, lo que yo voy a plantear va ser una serie de ideas en clave de retos de esta función. Si bien es verdad que hoy esto no está cuestionado, las empresas españolas dedican recursos a esta función que distan mucho de ser los óptimos. Como todo en la vida, esto no es blanco o negro, hay muchos casos del IBEX y de otras cotizadas que son grises. Me gustaría quizás ponerlo un poco en esta clave, de blanco o negro, para ilustrarles bien sobre las situaciones extremas de forma que se pueda entender el panorama al que nos enfrentamos, fundamentalmente en el campo de las relaciones con inversores en las empresas cotizadas españolas.

II. LOS SISTEMAS DE COMUNICACIÓN CON INVERSORES Y LOS DEPARTAMENTOS DE RELACIONES CON INVERSORES COMO MECANISMO CLAVE PARA SUSCITAR LA CONFIANZA DE LOS ACCIONISTAS: SU CONSIDERACIÓN COMO INVERSIÓN CORPORATIVA

Para mí, las relaciones con inversores, tema al que ya llevo dedicado más de veinticinco años, se resumen tan simplemente como una disciplina cuya misión es generar confianza. Este concepto que parece tan trivial o simple es sin embargo bastante más complejo de lo que aparenta, considerando además que esta confianza en los mercados se ha venido resintiendo durante los últimos doce o trece años, bajo mi teoría, fundamentalmente a raíz de la burbuja de internet en el año 2000, en marzo del 2000 con la crisis de las *.com* y desde 2007 a través de casos de empresa que podríamos poner en una pantalla contemplando todos los acontecimientos y los eventos negativos que hemos tenido en muchos ámbitos de la contratación y de la información de los mercados financieros que han afectado de manera sustancial a esa confianza. Yo recuerdo los casos de Enron (2001) o de Worldcom (2000) que afectan especialmente a muchos ámbitos específicos de la parcela de la comunicación, además de alterar el sistema el gobierno corporativo, el estilo de la gestión, y la expectativa general de negocio.

La confianza se ha visto así disminuida en los últimos diez años, alterando la estructura del mercado en campos concretos: así el de auditoría a raíz de la desaparición de Arthur Andersen; el de la banca de inversión en general y en particular el de las operaciones de cesión de créditos o titulizaciones una vez conocido todo el tema de las hipotecas y cesiones de créditos sobrevalorados –subprime-; el de los brokers y valoradores de empresas a raíz de la crisis de Lehman (2008). Incluso los propios inversores institucionales han tenido en su seno casos de escándalos financieros, incluso en el propio fondo de Warren Buffet, con su mano derecha.

A mi juicio la confianza del inversor, que es un reto que tienen los mercados en estos momentos, bascula (la recuperación de la confianza) en torno a cuatro puntos:

- a) lo que tiene que ver con la acotación del trabajo de los analistas y de los diferentes intermediarios financieros y operadores del mercado;
- b) todo lo referente a la evolución y transformación de las prácticas contables, de auditoría y de valoración. Aquí entraría todo lo que tiene que ver con la evolución del sistema interno y externo de reporting, los temas y problemas relacionados con la responsabilidad social y los mecanismos de sostenibilidad de contratos y políticas de gestión, etc.;
- c) el ámbito de la regulación de los mercados y de los agentes. Aquí ingresan todos los temas que han tenido que ver con la multiplicación de operaciones de mercado de valores fraudulentas o con abuso de mercado o tráfico e información reservada (posiciones cortas, contrataciones de alta frecuencia, *insider trading* no vigilado o no ejemplarmente castigado...);
- d) y en último lugar, lo que las empresas cotizadas deberían de aportar en este reto: la comunicación de información relevante. Cuando hablo de ésta no me estoy refiriendo únicamente al concepto jurídico, que la CNMV en sus circulares de abuso de mercado desarrolla y que se contiene en la Ley del Mercado de Valores (art. 82); sino que voy mucho más allá.

El ámbito de las relaciones con inversores no está cuestionado en estos momentos, ni siquiera en ningún país europeo, pero los medios distan mucho de ser los necesarios. Yo creo que hay una buena perspectiva de que las empresas españolas van a ser más conscientes de que tienen que dedicar nuevos recursos humanos y materiales a las IR. Pero para llevar a ese punto, va a ser necesario pasar, no diría por una travesía del desierto, pero si por una reflexión interna fuerte en la que las empresas van a tener que pasar de considerar esto como un coste a considerarlo una inversión.

Hay un ejercicio que sería muy sencillo para poder distinguir si una empresa en su disciplina de relaciones con inversores la está considerando internamente como un coste o como una inversión. Yo invitaría a hacerlo entrando en las páginas web de las compañías cotizadas y haciendo escrutinio y análisis sistemático del tipo de información servida, de la arquitectura del sitio web en el apartado de accionistas e inversores, del tipo de contenidos que tiene, de tipo de navegación y usabilidad, y de cómo están pensando los responsables de IR en el usuario que va y está consultando todos los días esa información: hedge fund managers, gestores de fondos soberanos, inversores individuales...

Si acudimos a un foro de inversión como puede ser el foro MEDCAP que organiza todos los años Bolsas y Mercados Españoles para las PYMES y vemos las presentaciones públicas, en las plenarios se puede percibir enseguida la empresa que está considerando su despliegue de medios en IR como una inversión o como un coste. Y por último, si se analiza el *reporting*, la frecuencia con la que esa empresa está comunicando, la involucración del *top management* en lo que es la relación con los mercados, y la consideración que están haciendo a aspectos ms allá de los financieros, el posicionamiento en todas estas materias ya nos va a dar muchísimas pistas sobre si esa empresa considera esta función como un coste, por cuanto esta información permite discernir si básicamente el informador se queda en el cumplimiento legal o si realmente el departamento y la función de IR tienen un enfoque de inversión,

porque realmente los administradores de la compañía creen que es una función que puede crear valor para el accionista.

Podemos discriminar así en muchísimos aspectos: en reporting, por ejemplo, las empresas pasan de ser descriptivas a explicativas, y lo mismo sucede en lo que es la planificación estratégica de IR: mientras hay empresas que no planifican, sino que básicamente reaccionan a las demandas, hay empresas que realmente con ese concepto de inversión en IR son innovadoras, se adelantan a los acontecimientos y toman muchísimas decisiones e iniciativas en lo que es materia de comunicación con los *stakeholders*. En cuanto a la agenda, que no la hay en aquellas empresas que lo consideran un coste, porque simplemente quieren cumplir o cubrir el expediente. Las empresas que lo consideran como inversión planifican exactamente los impactos de comunicación, no solo la frecuencia, sino cuándo van a estar y en qué conferencias presentes, si van a organizar o a agendar un día del accionista con un año de antelación.

Desde la crisis, a raíz sobre todo de la quiebra de Lehman, cabría pensar que precisamente en las vacas flacas es cuando más hay que redoblar el esfuerzo de comunicación. Aquí en España, en cambio, ha pasado precisamente lo contrario. Empresas del IBEX 35 que cada 12 o 18 meses hacían su *investor day* han dejado de hacerlo, porque creen que cuando se publica solo hay que comunicar que se gana mucho dinero o que obtengo grandes beneficios o que crezco mucho y no importa ni siquiera plantear cuales son mis escenarios de contingencia ante un escenario de mayor riesgo, como puede ser una crisis económica. La marca España, durante unos años de elevada prima de riesgo o diferencial de tipos con el bono alemán, era símbolo de riesgo y cualquier noticia afectaba a la cotización de las grandes empresas españolas.

No casualmente, las empresas que en ese contexto han mantenido sus

agendas y han mantenido sus días del inversor, siguen siendo las empresas más laureadas en los premios de referencia para la práctica de esta disciplina. Siempre son las mismas empresas. Esto en lo que es la sistemática, los medios, la visibilidad organizativa... contrariamente, en una empresa que no se dedica a las IR, que lo considera como coste, el IRO está predicando en el desierto, y queda arrinconado, perdido sin voz en una organización financiera. La persona de IR que se considera con visibilidad organizativa, que realmente se dedica a la planificación estratégica y cuenta con apoyo de los administradores, permanece a un nivel muy visible, casi reportando prácticamente al consejero delegado, por cierto tendencia que cada vez vamos a ver más expandida (eso espero) y que se está produciendo ya significativamente en EE.UU.

El caso de la tecnología es el mismo. Me parece que hoy en el país aparecía un informe de Deloitte hablando del uso de las webs, de las tecnologías de la información y la comunicación en las empresas cotizadas en España y todavía le quedaba muchísimo camino por recorrer. O el tema de la disponibilidad: cuando hay crisis no hay nadie disponible en la empresa y sobre todo en aquellos que consideran esto un coste. Sin embargo, en las empresas que consideran esto estratégico, la disponibilidad es total.

III. LA CUESTIÓN DE LA SEGMENTACIÓN INFORMATIVA

Aquí yo tengo un mensaje que es igual para todo el mundo, me da igual si es un *hedge fund*, un fondo soberano, si es un analista, un bróker... En las empresas que realmente ven un *upside* en esta disciplina para la creación de valor, hay mucha segmentación. La comunicación pasa de unidireccional a bidireccional. Lo que es importante es escuchar al inversor.

En muchas compañías cotizadas, no sé por qué, hay un sesgo a pensar que los administradores o los altos directivos, especialmente financieros, siempre tienen razón, cuando quien realmente tiene razón es el mercado (los

inversores) como se demuestra luego a largo plazo.

A largo plazo hay asimetrías, pero a medio o corto plazo el mercado siempre lleva razón. No se puede pretender que yo, por el hecho de ser el CEO de una empresa, soy el que más sé de ese negocio, cuando existen otros muy preparados por ahí que saben interpretar u analizar los datos de manera imparcial, y que además, en el caso de los analistas profesionales, no solo están juzgando a tu empresa sino también el comportamiento simultáneo de todos tus competidores. Hay que escuchar además finalmente al propio mercado con sus decisiones de inversión, sobre todo porque estamos hablando de atender las necesidades de unos interesados en la marcha de las compañías que por cierto, además, son los dueños, en diferente proporción pero dueños.

Si ya se asume que un reto y gran tendencia del mercado de valores es conseguir que esta función de IR, que es esencialmente informativa o de comunicación, se declare como un función estratégica en la que hay que invertir desde las empresas cotizadas, y que no es solo un nicho de gasto, sino que hay que invertir a largo plazo porque tiene *upside*... y si a esta premisa unimos la del exponencial incremento de atención que concita hoy otra disciplina que tiene mucho de la gestión empresarial relevante pero también de derecho de sociedades que es el buen gobierno corporativo, tenemos el binomio óptimo para ganarnos la transparencia y la confianza dela empresa.

IV. REFLEXIÓN SOBRE EL IMPACTO ACTUAL DE LAS IR

Yo de gobierno corporativo no hablaré, porque además estoy en uno de los centros de pensamiento más destacados sobre el tema en este país; pero sí de relaciones con inversores. De esto hay muchos estudios. Voy a presentar algunas estadísticas que enfrentan lo que piensan las empresas y lo que piensan los inversores. Yo no entiendo por qué hay aún empresas cotizadas que se siguen enrocando, que se siguen atrincherando en pensar que esto no es así.

Los inversores nos dicen que están dispuestos a pagar una prima a aquellas empresas que hacen bien esto de comunicar con los mercados, de manera transparente, con frecuencia, con sistemática, con simultaneidad, sin discriminar, con información relevante y no generando la parálisis de las operaciones inundando su web corporativa de información superflua o comercial, etc. Están dispuestos a pagar hasta un 10% a las que lo hacen bien. Pero es que es más, es que además están dispuestas a penalizar a las que lo hacen mal. Lo de menos son los números que estoy exhibiendo en la pantalla, lo importante es la idea: la idea de que hacia arriba o hacia abajo, si nosotros dedicamos como política estratégica de compañía, recursos, pensamientos, enfoque, planificación a IR tenemos en nuestra mano, según la opinión ponderada de los inversores, hasta un 25% de valor creado. Me parece muchísimo. Lo dicen los europeos y lo dicen los americanos, de modo casi exacto.

Lograr ese nivel de excelencia en la práctica permite planear la consecución de una serie de objetivos más ambiciosos. Yo disecciono tres niveles en este terreno:

- a) Uno, el del cumplimiento del marco legal, que es lo mínimo. No cabe en la cabeza que ninguna empresa no vaya a cumplir con este mínimo legal, aunque hay algunas que ni siquiera lo han hecho. Pero obviamente, con ese nivel de praxis en IR no llegamos a esa excelencia en la comunicación ni por tanto podremos aspirar a esa prima; y por eso, incluso los juristas, y la propia CNMV, nos hablan de la voluntariedad de hacer las cosas, de las buenas recomendaciones para tener un buen gobierno corporativo y hacer bien la comunicación financiera: nos dan la libertad para mejorar.
- b) En un segundo nivel de excelencia en materia de IR es donde cada gestor tiene que tener ya en su cuartel las herramientas y estrategias para decir hasta dónde cabe llegar en materia de comunicación con los mercados. En este sentido se han implementado buenas

prácticas en los últimos años en materia de uso de dispositivos móviles, y de uso de las redes sociales, de forma bilateral entre compañía y usuarios accionistas.

- c) El tercer nivel para mí sería el que lo enfoca como verdaderamente un enfoque holístico, con un enfoque integral, estratégico, que tiene mucho que ver. Hoy habrá tiempo para exponerlo aquí, yo dirijo un curso en la bolsa de Madrid en el que dedicamos a esto 85 horas al año, y trata muchos vértices, por eso es tan complejo y apasionante. En función de que podamos enfocar a así las IR cabe llegar a objetivos antes impensables de creación de valor, aumentando la liquidez y sobre todo reduciendo el coste de capital. El impacto en el coste de capital se palpa fácilmente: en la medida en que genero más certidumbre o menos en el mercado a través del sistema de IR, soy más predecible o menos predecible porque comunico (o no) con frecuencia, con sistemática al mercado; en caso de mejora, automáticamente las primas de riesgo de la compañía bajan sustancialmente. Desde luego, este tercer nivel implica llegar a la comunicación considerando una importante diversificación accionarial, lo cual creo que es muy importante para una empresa cotizada. Siempre con una base fundamental, que es la credibilidad, algo que no se puede cuestionar.

El papel lo aguanta todo, y en su reporting las empresas dicen que esto lo tienen muy asumido, hacen mucho de todo, pero a la hora de la verdad: mucho menos de lo que se dice. Este círculo o proceso que resume el ciclo de actuación de una empresa en la materia de comunicación con los mercados que tiene que ver con: definir el plan, utilizar evidentemente el equity como mensaje central, segmentar las audiencias, utilizar las herramientas y por último, actualizar las agendas informativas y en general dar el necesario feedback al inversor. Debo decir que, en general, las empresas en ese camino fracasan.

V. LOS RETOS PENDIENTES

Partiendo de la base de ese desafío, o situación donde podemos ver empresas que consideran esto como un coste o como una gran inversión, hay cuatro grandes capítulos donde se centran las tendencias de esta disciplina en los próximos diez años:

- 1- El primer capítulo, del que se escribe muchísimo y del que se va a seguir escribiendo, tiene ver con la mejora del reporting.
- 2- Identificación y segmentación de los inversores y del activismo accionarial. Fred ha hablado ya de esto. Se están produciendo incluso novedades regulatorias en algunos mercados como el del Reino Unido que afectan a este tipo de desafío y que tiene que ver con *el corporate access*, con el *IR research* etc.
- 3- El uso de las TIC para llevar al siguiente nivel de ejecución las relaciones con inversores. internet y social media. Fundamentalmente porque las TIC nos ayudan a ser mucho eficiente y productivo, y esto es muy importante en especial para las empresas de mediana capitalización. Son sobre todo las que más se pueden beneficiar.
- 4- El cuarto punto es un eterno desafío: la medición de desempeño de las relaciones con inversores. Es preciso conocer mejor la rentabilidad para la empresa que reporta invertir en expertos y en tecnología ad hoc. ¿Cómo medir el impacto que tiene en los resultados para la empresa un intangible como esta función?

Uno de los mayores retos pendientes para las IR, sin duda, es el de un adecuado reporting, asunto del que se informa poco y se investiga también poco. El gran desafío de la información financiera y no financiera no es tanto la cantidad como la calidad. Cuando hablo de esto me refiero al tipo de información que las empresas, en general y no solo en España, están publicando en sus webpages y en los hechos relevantes al mercado. Los inversores nos dicen que, en materia de información, los elementos que primeramente establecen las decisiones de inversión son: la estrategia, el

balance (la información sobre inversión y el balance) y la credibilidad, otro intangible. El tema del cash-flow, de los beneficios... también es importante, pero en último lugar. Al hablar de estrategia se habla de entender el modelo de negocio de las empresas, entender las iniciativas estratégicas de las empresas para lograr objetivos en vez de guiarse simplemente por el *business as usual*, por la inercia de los negocios. Este tipo de información se ha analizado en un informe de Price Waterhouse, en el que se ha analizado los principales gaps del reporting según los inversores. Ya no hablemos de lo que es información no financiera, aunque en la parte estratégica se encuentran muchas conexiones con la financiera: todo lo que tiene que ver con responsabilidad social corporativa, con innovación. Todo esto tiene que ver y está muy detrás también de las iniciativas del reporting. Ahí se da un gap enorme en los discursos de las empresas cotizadas, no solo en el reporting sino incluso en los *public speeches*, en las presentaciones que oís. Normalmente de lo que hablan mucho es de los qué, de los resultados financieros, de los cuatro o cinco *guidances* de resultados y objetivos, pero nunca explican los cómo, el cómo voy a obtener yo esos objetivos y esa es un área de muchísimo recorrido.

En el horizonte, llama la atención la puesta en práctica de la reforma de la directiva de transparencia, donde se llega a abolir la obligatoriedad de hacer el reporting trimestral. Peter Lynch, que es uno de los principales inversores, decía: “yo solo invierto en lo que conozco”. Si yo me pongo en los zapatos de una empresa del MAB, que es una empresa en crecimiento, en expansión, como las define, que tres meses es un mundo para una empresa de estas y que además solo tiene obligación de realizar un reporting semestral, vosotros imaginaos cómo vamos a poner nuestros ahorros en una empresa de la que no vamos a tener noticias en seis meses. Esto será voluntario, una vez más, pero ya veremos cómo empresas pensarán que los costes, se supone, se los van a ahorrar y van a dejar de publicar información trimestral. Estamos ya en la fase de transposición de la directiva y ya veremos.

No voy a detenerme mucho en otro problema (y reto) de las IR como es el del control de la diversidad de los inversores, pero sí quizás sea oportuno

ahora corroborar una idea en torno al activismo accionarial de otro estudio que salió no hace mucho y que tiene que ver con qué opinan las empresas cotizadas sobre si éste es positivo o negativo para los mercados de valores, Los estudios enseñan, a partir de una muestra global de inversores institucionales, que el 84% opina positivamente, frente al total de inversores de las empresas cotizadas, donde ese ratio desciende a solo el 19%. Hombre, es un poco sospechoso. Si hiciéramos un ránking de las empresas que han sufrido “ataques”, a veces hostiles a veces amistosos, de activismo en general, se vería que los inversores institucionales siempre han sabido ganarse a toda la base accionarial, en general.

Los aspectos que tienen que ver con la mayor segmentación y el mejor *targeting* de los destinatarios de la comunicación va a exigir enfocar muchísimo más los eventos, los recursos, la gestión y sobre todo, hay que tener en cuenta todo lo que nos viene con el *corporate access*, el *shareholder engagement*, y la *economic research* sobre activismo accionarial, que probablemente va a generar una sangría en el mundo de los analistas y probablemente también una demanda de especialistas en relaciones con inversores.

Para ir concluyendo, haré una (penúltima ya) referencia al tema de las TIC; como tengo el sesgo de telecomunicaciones, estoy convencido de que la performance, la eficiencia de ésta disciplina en los próximos diez años va a estar condicionada por el uso de las TIC en estos tres elementos que son: uso de los sitios web, el uso la movilidad y el uso de las redes sociales. Hoy es una oportunidad, no es un requisito. Hoy no son sustitutivos de canales más tradicionales pero no me extrañaría que de aquí a diez años, que probablemente ya no tendremos la autoridad para hablar en estos foros, sea muy habitual que las empresas utilizaran las redes sociales para ganar en inmediatez y llegar a las mayores audiencias posibles en su comunicación de hechos relevantes.

Aquí nos vuelve a ocurrir lo mismo que con el activismo accionarial, los inversores están hablando (porque este es un movimiento que viene presionado desde la demanda, no desde la oferta), y son los inversores institucionales y sobre todo las nuevas generaciones de inversores (quizás los

que tienen de 40 años para abajo) los que están cada vez más habituados y dan más credibilidad a estos canales de comunicación. No las empresas, las empresas están declarando que no lo ven necesario, que no tiene peticiones y sin embargo los inversores están diciendo que en múltiples estudios que cada vez le dan más credibilidad y que son herramientas que necesitan para su toma de decisión de inversión.

Recientemente hemos analizado las webs corporativas del IBEX 35 y, sin hablar de las aplicaciones de móviles ni de las redes sociales donde estas empresas están desaparecidas en combate, pero simplemente en los sitios web, corroborando un poco lo que decía el informe de Deloitte de este domingo, queda muchísimo camino por recorrer, aunque en cuanto al contenido no está tan mal la fotografía la empresa en global. Si vemos los casos particulares de la empresa nos podemos encontrar con algunos muy llamativos desde un punto de vista negativo en el propio IBEX 35.

VI. A MODO DE CIERRE

La verdad es que el mundo de las redes sociales y de las aplicaciones para móvil va a revolucionar la forma de comunicarse con los stakeholders, porque las empresas van a ganar en bidireccionalidad, en la obtención de feedback, en la segmentación, en seguidores (y no en meros observadores). Esto que hemos visto en los últimos años, cuando Steve Jobs dirigía Apple y había esa expectativa y de escuchar y de ver la presentación de Apple a sus stakeholders es lo que, con las nuevas tecnologías podemos encontrarnos en algunas empresas.

Hay muy diversos aspectos en la disciplina de IR que precisan medición, cuantitativa y cualitativa, de modo que pueda calibrarse en cada empresa su impacto en la eficiencia y la aportación al proceso de creación de valor que lleva una política de comunicación y su correspondiente disciplina.

Me gustaría recapitular diciendo que, desde luego, IR es ya una disciplina estratégica en la sociedad cotizada, cuyo desarrollo, unido a un

óptimo gobierno corporativo puede marcar notables diferencias entre empresas en la batalla por el capital, y en definitiva, en la competencia sin fin por ganar cuotas de mercado.

REFLEXIÓN SOBRE POLÍTICAS GLOBALES DE RELACIONES CON INVERSORES: LA EXPANSIÓN DE LOS NUEVOS *HEDGE FUNDS* ACTIVISTAS

ENRIQUE J. NAMEY DE GARÁIZAR¹

I. PRELIMINAR

Buenas tardes. He venido a hablar de un tema muy concreto, que yo creo que es el principal reto global que plantea hoy por hoy la teoría de las “*investors relations*” y al cual Fred ha hecho referencia: la suscitación del activismo. Estoy en condiciones de decir, sin lugar a equivocarme, que estamos ante0 la mayor revolución en los últimos 100 años en las compañías cotizadas.

El activismo básicamente es el motivo que ha hecho quebrar un sistema tradicional de funcionamiento de las compañías cotizadas en el que, por una parte, invertía la propiedad de la sociedad y, por otra parte, manejaba los asuntos de la gestión social el llamado gobierno de la compañía o administración. Llegado este punto del planteamiento cabe preguntarse, en primer término, el por qué esta disociación; y, en segundo lugar, qué es exactamente el activismo de los accionistas.

Antes de empezar el abordaje de la definición de activismo deberíamos situar la cuestión hablando previamente sobre cuál es el origen del activismo. Ha dado antes al respecto Mr. Stone un dato, que me ha hecho bastante gracia, porque por otra fuente yo tengo precisamente el mismo dato, y es el siguiente: hoy por hoy, hay una gestión global de en torno a cien billones de dólares en fondos de inversión catalogables normativamente como “*hedge funds*” o fondos flexibles con una gestión o administración que podemos considerar activista o comandada por beneficiarios activistas o beneficiarios activos en términos políticos.

¹ Socio de LAZARD ASESORES FINANCIEROS.

Ahora bien, debería repararse sobre la circunstancia de que el activismo accionarial como se concibe hoy, a modo de movimiento de desplazamiento del poder de los consejos y ejecutivos de las compañías, tiene un origen en Europa de como mucho diez o quince años, desde principios del nuevo siglo, y no más de veinte años en ningún caso. ¿Qué ha ocurrido en los últimos diez años y concretamente en EE.UU? Pues que un proceso generador de exceso de liquidez en los mercados y de acoplamiento de los inversores en su seno a la obtención de unas rentabilidades relativamente bajas ante un entorno de tipos de interés del 0%, ha hecho a los hedge funds desarrollarse exponencialmente para supervivencia del propio mercado de fondos.

De esta manera, han llegado a desarrollarse tales fondos (y su régimen jurídico) llegándose en EE.UU. a unos niveles de sofisticación administrativa y de nivel de detalle en la prefiguración de su régimen, conducidos por parte de algunos centros de poder empresarial y de las personas más brillantes de este mundo, tales que hemos llegado con el perfeccionamiento de este instrumento a conseguir la participación de millones de personas en la administración de las compañías de forma indirecta o intermediada, precisamente a través de la delegación de poder en estos vehículos de inversión que se llaman hedge funds activistas.

En el año 2013 y en el año 2014 el retorno medio de un hedge fund (y se supone que el hedge fund consigue lo mejor de lo mejor en los mercados, muy por encima de un fondo tradicional) fue del 9% y el retorno medio de un hedge fund activista fue del 18%. ¿Qué está ocurriendo? Exactamente lo que comentaba Fred Stone: que no solo NORGEST, sino todos los NORGEST a escala global, así como los fondos de pensiones más tradicionales y más conservadores, se están transformando aceleradamente.

A este respecto debe recordarse que, originariamente, solo había un puñado de hedge funds activistas, los denominados TCIs, que estaban abriendo camino hacia la participación de masas enormes de beneficiarios en las políticas corporativas.

II. NOCIÓN DE FONDO FLEXIBLE ACTIVISTA

Tanto en Europa como en Estados Unidos, y también en Asia en menor medida, lo que está ocurriendo actualmente, especialmente tras la reacción enérgica a partir de 2010 de los legisladores a favor de la protección de los inversores y del correcto ejercicio de los derechos de los accionistas o de los tenedores de participaciones en fondos (inversores finales), es que todos los gestores de fondos flexibles (hedge funds) quieren convertir a sus propios fondos en hedge funds activistas. ¿Qué es lo que entienden los mercados por un hedge fund activista? Se trata de concepto cualitativo, de contornos débiles y no regulado.

Simplificando mucho puede afirmarse que un hedge fund activista es un inversor institucional que empieza a relacionarse de manera crecientemente intensa con los órganos de administración de las compañías cuyos valores integran la cartera del fondo. La comunicación con la compañía, normalmente, empieza con una carta dirigida a los administradores o a los responsables de relaciones con inversores, pero, con el tiempo, empieza el gestor del fondo a involucrarse en la gestión de la compañía siendo accionista activo, es decir, preocupado por ejercer sus derechos políticos y no solo económicos.

No hace falta que el fondo tenga más del 1% del capital de la sociedad para que la gestión institucional pueda considerarse activista desde este punto de vista, y de hecho, normalmente, tienen en torno al 1% o algo menos. Dependiendo del tamaño de la compañía pueden llegar incluso a tener bastante menos del 1%, pero su nivel de involucración en la marcha de los negocios de la compañía invertida es tremendo, a veces parecen más preocupados que los propios administradores de la sociedad.

No es el ejemplo perfecto actualmente, ya que hoy por hoy hay compañías más grandes, pero suele citarse como paradigmática la situación que se dio en el año 2007 con un señor llamado Chris Hohn, propietario de un fondo de inversión mobiliaria llamado TCI (The Children Investment Fund). Este señor por entonces envía una carta al presidente de un banco de inversión europeo llamado ABN Amro. Esta carta, además, la publicó en el Financial

Times. Lo que en ella le dijo a este señor, al presidente, y al consejo de administración, es que eran personas despreocupadas por la gestión y que debido a sus conductas negligentes no estaban creando valor para el accionista. Les recordó, y muy bien recordado, que el objetivo último de un consejo de administración, de un presidente y de un equipo directivo es incrementar el patrimonio de la compañía por mandato de sus propietarios, y así crear valor para los accionistas, en lugar de estar ocupados en distracciones privadas y, eso sí, en cobrar puntualmente espectaculares retribuciones. Con ese 1% Hohn acudió a la siguiente junta general, consiguió aunar los esfuerzos del resto de inversores institucionales y ese banco se puso a la venta.

III. EL OBJETIVO DE UN HEDGE FUND ACTIVISTA Y EL PROCESO DE COMUNICACIÓN CON LOS ADMINISTRADORES PARA LA CREACIÓN DE VALOR

El citado es un caso extremo, puesto que realizar una operación corporativa de liquidación o de reinversión, en general, ni es ni puede ser el fin último de un hedge fund activista. En un hedge fund activista su último objetivo ha de ser siempre la creación y multiplicación de valor para los tenedores de participaciones o certificados de participación en los fondos. Ahora bien, hay muchas formas de conseguir ese fin. Compañías que hoy por hoy tienen hedge funds activistas en su accionariado se están involucrando en la gestión como accionistas, como propiedad, intentando espolear a los administradores y combinando su opinión con la de los gestores: podemos citar los casos de Mcdonalds, Procter & Gamble, Kraft, Heinz, Pepsico... En Europa: Cadbury, Danone. Se trata de algunas de las mayores compañías cotizadas del mundo. No me cabe la menor duda de que esta tendencia llegará a España.

El proceso de ayuda a la creación de valor desde el análisis de las compañías puedo referirlo desde el punto de vista práctico que yo he vivido en

mi actividad profesional. Un hedge fund que puede gestionar o generar diez mil millones de dólares, normalmente con unos equipos muy reducidos, de siete u ocho personas, tremendamente sofisticados, brillantes, personas muy inteligentes y muy trabajadoras, analizan una compañía. Pero analizan una compañía como podríais analizarla vosotros, examinando el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias y haciendo el *equity story & research* y empiezan a profundizar, a trabajar. Llegan a tal nivel de detalle en ese trabajo que llegan a conocer situaciones embarazosas en las cuales gestores de hedge funds activistas, uno de esos siete u ocho socios, están haciendo preguntas a los gestores de la propia compañía que los gestores no son capaces de contestar sobre su propia compañía. A nivel de presidentes, estoy hablando en estos momentos del caso del IBEX 35.

Normalmente, los gestores de fondos enviarían una carta. Y tradicionalmente, esa carta iría dirigida al presidente del consejo de administración de la compañía, y básicamente lo que le dirían es que quieren reunirse con él. Como presidente del consejo de administración, tiene la obligación de reunirse con un accionista, con un inversor. Le recibiría en una reunión, normalmente el presidente iría rodeado de su guardia pretoriana, de su consejero delegado, de su CFO, de sus "*investors relations officers*"... y ahí empezaría lo que es una partida de ajedrez. Normalmente expondrían porque creen que hay lo que ellos llaman "*unlocked value*" dentro de su compañía, porque la compañía, en términos básicos no está siendo todo lo eficiente que debería de estar siendo.

Adicionalmente, no solamente plantean el problema sino que normalmente estos hedge funds activistas van con una propuesta. Las propuestas pueden ser de dos tipos: puede plantearse una propuesta radical, y llamarían a la junta general de accionistas, que es básicamente como en el caso de ABN AMRO, un banco europeo con un capitalización de sesenta mil millones de euros y decirle: este banco se tiene que poner a la venta porque su consejo de administración es un grupo de incapaces que no están creando valor para sus accionistas. Esto sería el caso extremo.

Sin embargo, no más habitual no es eso, sino que los gestores acudan a la reunión bien preparados con una batería de propuestas concretas que van desde la desinversión de activos no estratégicos, a la reducción de costes... en muchos casos proponen un cambio de la dirección de la compañía, lo cual no deja de resultar violento, que al propio gestor le están diciendo que debería dimitir. Pero normalmente se plantea toda una batería de medidas. Esa batería de medidas no se queda ahí, proponen esa batería de medidas, las dejan con el equipo gestor...

Como decía antes, normalmente son las propuestas unas medidas tremendamente sofisticadas y muy trabajadas. Realmente son propuestas muy concretas, que generalmente requieren su perfeccionamiento y ulterior negociación del proceso ejecutivo es una o varias siguientes tandas de reuniones de seguimiento, al cabo de un mes. Como os podéis imaginar el equipo gestor palidece y empieza a sudar, porque sabe que el siguiente paso, si no se empiezan a implementar esas medidas propuestas, es la que adviene la medida radical para ellos de propuestas de recambio en la gestión. Esto lo hemos visto en todas las compañías que hemos mencionado anteriormente. Habría siempre una segunda reunión en la que el principal representante de ese hedge fund activista, ese accionista disconforme, estaría planteando qué se ha hecho en concreto en el precedente mes para enderezar el rumbo, y en todos los casos estaría realmente pidiendo cuentas sobre la aplicación de las medidas concretas que ha implementado ese equipo gestor.

Hoy por hoy este modus operandi es una realidad generalizada en el panorama de los fondos de inversión flexibles en EE.UU. Los hedge funds activistas cada vez son más, su tasa de crecimiento es exponencial: están creciendo a un 25% anual. Además, se está produciendo una segunda tendencia que es que los fondos más conservadores y más tradicionales están empezando a tomar actitudes activistas. Esto de que el Fidelity de turno invierta un 1% en una compañía cotizada y se olvide por completo, es un proceso que se está acabando, porque los propios gestores de fondos se están dando cuenta de que esto les lleva a rentabilidades del 3 o 4%, y si son hedge funds pues podría llegar al 8 o 9%. Esos propios gestores de fondos, al final, su remuneración personal depende de la rentabilidad que son capaces de generar

para su propio fondo, con lo cual estamos viendo un crecimiento del 25% anual en hedge funds activistas en EE.UU y estamos viendo un cambio de actitud por parte de lo que son los fondos institucionales tradicionales.

En el caso de EE.UU encontramos la mayor tendencia, hoy por hoy, en compañías cotizadas. En el caso de Europa esta tendencia ha llegado a tres países: a Reino Unido, en menor medida a Holanda y bueno, yo os diría que ha llegado en menor medida a Alemania. En España todavía estamos muy lejos, pero no me cabe la menor duda de que llegará.

Por último haré una reflexión final ética. Yo en lugar de la palabra ética prefiero emplear la palabra moral, mucho mas completa y que va mucho más allá de la ética. El hedge fund activista, y el fenómeno del activismo, no componen una categoría moral, y la actividad de los gestores no tiene por qué ser buena, ni o ser mala. Ahora bien: debo clarificar que su objetivo es un objetivo perfectamente lícito: crear valor para el accionista. En primer lugar por interés propio, pero en segundo lugar hay una creación de valor para el 100% de los accionistas, que es la propiedad. Este sistema colaboracionista en sí mismo es positivo para el mercado, y en ese sentido entraña un comportamiento legal y perfectamente lícito en el plano moral. Ciertamente, tras los tan criticados fondos flexibles al final hay personas, cuya conducta merece un juicio moral que depende de las actitudes, de los comportamientos y de hasta donde están dispuestos a llegar esas personas en su relación con otras.

Y yo, termino aquí mi exposición. Creo que en un mundo absolutamente cambiante, distinto, se van a tambalear los tradicionales sistemas y estilos de gestión en el gobierno corporativo de las compañías cotizadas y, desde luego, lo que son y lo que hacen los equipos de gestión y cómo se responde ante los grandes accionistas en la propia gestión de las compañías.

GLOBAL TRENDS IN INVESTOR RELATIONS

Fred STONE¹

I. KEY IR TRENDS FOR 2015: A SUMMARY

1. Changes in the buy-side – who manages what and how?
2. Investor activism – is it growing?
3. Corporate governance and ‘stewardship’ – who engages and why?
4. Investor roadshows - the future of corporate access?
5. IR services – who to turn to?
6. Independent research – who values it and who pays for it?
7. Social media – is it relevant to IR?
8. Understanding your shareholders - more important than ever?

1. Changes in the buy-side – who manages what and how?

Sovereign wealth funds are becoming more active: e.g. Norges: AUM of €800bn: - invested in 8,251 unique companies globally; it has an ownership stake greater than 1% in 2,673 companies - 3% stake in 390 companies. And it has a 5% stake in 82 companies (and a greater than 9.9% stake in 4 companies). In 2013, Norges files shareholder issued a proposal to improve board accountability at several US companies and places representative on the nomination committee of Volvo. We have the sample of CIC and SAFE (both China) rivalry which may drive more active approach.

¹ Fellow of the IR Society (London).

Hedge funds positions may be set via equity or via CFDs (derivatives for differences). Within this scope, CFDs are widely used to avoid stamp duty. Otherwise, holders of synthetic equity can still influence the company but are 'hidden' behind the CFD or other derivative position. The broker holds the underlying equity, but who holds the AGM/EGM vote? Such broker, or hedge fund managers? That is a crucial legal matter to solve.

Concerning pension funds –money moving back in-house-, it should be noted that pension-fund beneficiaries (and their managers too) are lately considering whether to take funds back in-house.

Driven by: - lower management costs o reports suggest outsourcing costs 45 basis points per annum and self management costs 5 basis points - advantage of being closer to the end investment, i.e. direct corporate access - new in-house pension managers : Barclays, Nestle, Tesco, LPFA - US and UK pension funds already directing how their managers vote. One to watch: London Pension Fund Authority, which aims to takeover local pensions across UK and build AUM from €6.3bn to €200bn

Conclusion: expect new names in fund management and new shareholders to appear

2. Investor activism – is it growing?

Investor activism is the interaction by a hedge/activist fund with an investee company to release or create value by diverse means; e.g., divest or demerge non-core businesses, seat on the board to steer strategy, replacement of CEO, release of capital, or broad corporate governance issues.

The growth in activist funds is globally impressive: at least \$100 billion last year; activists attracted a fifth of all inflows to hedge funds in 2014, when those activists launched 344 campaigns against public companies. In past five

years half of the S&P 500 has had an activist fund on its share register, and one in seven has suffered an activist attack.

Conclusion: prepare in advance and ensure the right board structure is already in place

3. Corporate governance and 'stewardship' – who engages and why?

It may be stated that leading institutional investors seek recognition for corporate governance involvement: active engagement proves 'active' management and helps justify the management fee. In this sense it should not be overlooked how UN Principles for Responsible Investment have been promoting ESG: 883 signatories including Blackrock, Capital Group, Fidelity, GSAM, with a total increase of \$45tn (up from \$4tn at 2006 launch).

Otherwise, pension fund mandates in US often contain a condition on fund manager signing PRI. But, in Europe, just look at the UK Stewardship Code – a Financial Reporting Council initiative-: leading UK investors suggest 'kitemark' recognition for commitment to driving good corporate governance

But, do fund managers have the resources to engage? By 2015, campaign, Blackrock has 15,000 investee companies to vote on. The doubt we might pose is the one about if there will be enough staff to manage this. Probably a lack of institutional bandwidth, but also a desire to be engaged, and that creates work for global proxy managing institutions ISS, Glass Lewis, PIRC etc.

Conclusion: be clear about strategy and corporate governance. Understand how your shareholders vote

4. Investor roadshows - the future of corporate access?

The status quo nowadays may be synthesized like this: corporate access for investors is vital . 72% of US investors reported to need at least one meeting with a member of senior corporate management team before investing in a non-US company, and at least one meeting per year (preferably two) is needed by investor representatives once they are invested. It has to be noticed that brokers are still used as usual conduit to reach investors.

Companies question whether brokers should be compensated for providing access to political company information, and higher commission is usually paid when buying stock after broker has arranged an appropriate meeting,. But, should a fund manager pay to see a company they already invest in? In UK: the Financial Conduct Authority states that such commission cannot be paid by investors for corporate access (2 June 2014), i.e., cost cannot be passed on to the fund manager's clients. Anyway, fund manager can pay for the meeting themselves. Regarding this matter, legal and strategic EU and US views still seem unclear.

Conclusion: brokers will still manage roadshows, but consider merits of independence

5. IR services – who to turn to?

IR service providers continue to diversify their activity for improving the exercise of political shareholder rights, and you can actually buy them:

- a) Shareholding data
- b) Fund manager databases and IR CRM tools
- c) Consulting, perception studies and targeting
- d) Proxy, inc. activist and governance advice, and solicitation
- e) Independent (non broker) roadshows, physical and virtual • independent research

f) IR website creation, advice and hosting

It should also be noted that parents of IR service providers are diversifying specializing in: stock exchanges, private equity held, registrars and registration activity, as well acting as auditing firms and boutique providers.

Conclusion: core services are still vital. ID leads every IR services survey. But take time to see the newcomers

6. Independent research – who values it and who pays for it?

Broker research covers large and mega caps: there is little to no coverage for mid and small caps, and this is a global issue: Asian, US, European companies struggle for visibility, but corporates cannot share broker research with retail investors, family offices, or place it on the IR website by obvious reasons.

The solution is fortifying independent research, in such way that companies paying for research can trust in it and post it to website, increasing visibility –this is essential for small and mid caps- and tracking who read the research and therefore where investor interest may lie. Note well that large institutional investors attribute no value to independent research. But they are not the audience for it

Conclusion: a useful solution to provide ‘visibility’ for mid and small cap companies

7. Social media – is it relevant to IR?

There is a wide range of social media available: Twitter, stock tweets, Facebook, LinkedIn, mobile apps. To this extent, SEC announced in April 2013

that social media, under certain circumstances, is an acceptable conduit for disclosure (but of course, not the only one!).

The investor response to this phenomenon has been clear: most fund managers and analysts are barred from using Facebook and other social media at work.

But, should it be concluded that social media are relevant to IR? In respect with this, it is a fact that hedge funds are known to monitor social media comments to determine rising or falling brand sentiment; then, IR managers, and particularly IROs, should know what is being said in social media about brand, issues and reputation

Conclusion: work with Corporate Comms to evaluate when and how to respond and have an internal policy governing use of these channels

8. Understanding your shareholders - more important than ever?

Strong investor relationships can only be built if you know your shareholders. Knowing who owns your company shares is a fundamental part of building an effective investor relations programme. The value of a stock market listing cannot be realised without this intelligence.

Administrators of issuing or quoted companies and their IROs need to know:

1. Changes in the buy-side: who invests in me, how and why, and who does not, and their targeting

2. Investor activism ratio and rationale: what % of activists owns my stock and why.

3. Corporate Governance and 'Stewardship' fundamental issues, and solving the question about if there will be potential issues with resolutions next AGM

4. Investor roadshows: where to go and who to use

5. IR services, taking profit from what may be got for free. Managers have to be conscious of what is worth paying a premium for.

6. Independent research, deciding if it is relevant for investment or not

7. Social media: who is saying what the company and how do managers respond day by day.

8. Full understanding the corporate investor base; this is today more important than ever.

Conclusion: yes, understanding investor is the greatest continuing trend in IR!

II. ADDITIONAL TRENDS FOR 2015 FOR FURTHER DISCUSSION

Recent international global trends on IR show the growing importance of other related issues, some of them involving adequate company regulation and / or market authority intervention. To this extent we should remember at least these ones:

- a) The capability of quoted companies for measuring IR success, based on investor and analyst feedback. This assessment capability is qualitative, not quantitative.
- b) The unquestionable growing trend of having IR system (competence, accountability, responsibility, compliance, internal organisation, budgeting) in the boardroom.

- c) The increasing impact of the incoming legal definitions for the Investor Relations Officer (IRO) profile, its competence, responsibility and remuneration.

- d) Probably IR function is today getting better. Accessing Asian investors is essential for EU investors, so that now has come the time to create a Pan - EU transparency system on share registers, but... will it ever happen?

DERECHO DE SEPARACIÓN Y *APPRAISAL RIGHT*: DEL ABUSO A LA MINORÍA AL ABUSO DE LA MINORÍA¹

Marta GARCIA MANDALONIZ²

RESUMEN: El derecho de separación ha venido siendo entendido –y, al tiempo, cuestionado– como un mecanismo de protección del socio y la minoría ante determinados acuerdos adoptados por la mayoría que alteran de manera esencial el contrato de sociedad. El *appraisal right* estadounidense se corresponde, no de modo absoluto, con el derecho de separación español. El *appraisal right* es una técnica de resolución de conflictos entre la mayoría y la minoría ante modificaciones que puedan considerarse como opresivas e implicar una salida forzosa del socio disidente. En la práctica puede ser ejercitado de manera oportunista y arbitraria por socios minoritarios “profesionales”, como los *hedge funds*, provocando graves perjuicios económicos a las sociedades. Desde la óptica de la baja voluntaria del socio, el presente estudio se desarrolla en dos planos paralelos del abuso de derechos: el primero, el abuso a la minoría, por opresión de la mayoría; y, el segundo, el abuso de la minoría, por oportunismo y obstruccionismo a la mayoría.

SUMARIO: I. LA CONSIDERACIÓN DEL DERECHO DE SEPARACIÓN COMO TUTELA DE LA MINORÍA. 1- Las causas legales de separación. 2- La

¹ Este trabajo de investigación procede fielmente de la ponencia que la autora impartió el 24 de febrero de 2015 en el Congreso internacional “Derecho de sociedades, gobierno corporativo y relaciones con inversores”, codirigido por el profesor Javier Wenceslao IBÁÑEZ JIMÉNEZ (Profesor Propio de Derecho mercantil de la Universidad Pontificia de Comillas) –a quien la autora muestra su sincero agradecimiento por la invitación– y la abogada Mónica MARTÍN DE VIDALES GODINO (codirectora del departamento mercantil de GARRIGUES), convocado por la Cátedra GARRIGUES de modernización del Derecho de sociedades en la Universidad Pontificia Comillas de Madrid (ICADE). A los efectos de esta publicación, la autora ha suprimido de la ponencia titulada “Derecho de sociedades, abuso de mercado, *appraisal rights* y *hedge funds*: caso Merion”, los giros propios de la exposición oral y ha añadido, en notas a pie de página, las citas correspondientes a la normativa, jurisprudencia y bibliografía utilizada para la preparación de dicha charla.

² Profesora Titular de Derecho Mercantil (Universidad Carlos III de Madrid)

separación por “justa causa”. II . EL CUESTIONAMIENTO DEL DERECHO DE SEPARACIÓN COMO TUTELA DE LA MINORÍA. III. EL EJERCICIO DEL *APPRAISAL RIGHT* COMO ABUSO DE LA MINORÍA. 1- El *appraisal right* y el *judicial appraisal*. 2- El *appraisal arbitrage*: el caso Merion.

I. LA CONSIDERACIÓN DEL DERECHO DE SEPARACIÓN COMO TUTELA DE LA MINORÍA

El vínculo entre los socios y las sociedades capitalistas cerradas puede ser origen de muy variadas situaciones estables de conflicto, germen o efecto de la opresión y el abuso ejercido por quien ostenta la mayoría de la propiedad del capital contra la minoría³. Uno de los mecanismos que tienen a su disposición los socios minoritarios para, mediante la ruptura de ese vínculo, proteger los intereses que concurren ante determinadas modificaciones societarias que pueden alterar de modo trascendental su posición es el derecho de separación. Bajo este derecho subyace la idea según la cual nadie puede quedar vinculado perpetuamente en una sociedad⁴. El derecho de separación es un derecho de desvinculación. Pero, entre las causas legales que en nuestro Derecho positivo dan lugar a la baja voluntaria del socio de una sociedad capitalista por esta vía no aparecen, salvo una excepción⁵, las desavenencias duraderas ni los comportamientos opresivos y abusivos (por ilegales o anti-estatutarios) sistemáticos de los socios de control⁶, ante los que los minoritarios pudieran tener el ánimo de concluir la relación societaria por separación, sin

³ En nuestra doctrina ha analizado en fechas recientes la “opresión de la mayoría”, en paralelo al “obstruccionismo de la minoría”, MEGÍAS LÓPEZ, J., “Opresión y obstruccionismo en las sociedades de capital cerradas: abuso de mayoría y de minoría”, *Anuario Jurídico y Económico Escurialense*, XLVII, 2014, pp. 13-56. Clásica y obligada es la referencia en esta temática a: GARRIGUES DÍAZ-CAÑABETE, J., “La protección de las minorías en el Derecho español”, *RDM*, nº 72, 1959, pp. 249-269. Después, de manera monográfica, consúltese también: VÁZQUEZ LÉPINETTE, T., *La protección de las minorías societarias frente a la opresión*, Cizur Menor: Thomson-Civitas, 2007, 145 pp.

⁴ Vid. CAMPINS VARGAS, A.; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Abuso de la mayoría en el reparto de dividendos y derecho de separación del socio en las sociedades de capital”, en *Liber Amicorum Juan Luis Iglesias*, Madrid: Civitas, 5 febrero 2014 (también publicado en: *Cuatrecasas. Gonçalves Pereira*, pp. 1 y ss., de donde se extraerán las citas correspondientes).

⁵ La excepción viene dada por el derecho de separación previsto en el artículo 348 bis LSC, al que tendremos ocasión de referirnos más adelante en este subepígrafe I.1.

⁶ Ejemplos diversos de prácticas opresivas directas ejercidas por los socios de control se dan cita en: MEGÍAS LÓPEZ, J., “Opresión y obstruccionismo...”, op. cit., pp. 30-31.

perjuicio de que la pueden concluir por el desistimiento unilateral del contrato de sociedad⁷. Aparecen, en cambio, otras causas legales tasadas, relacionadas con las modificaciones estatutarias o estructurales, que suelen producirse con menor habitualidad en la práctica⁸.

1. Las causas legales de separación

En el listado que determina el artículo 346 de la Ley de sociedades de capital⁹ (LSC), la separación es por la disconformidad del socio con la adopción por la mayoría de determinados acuerdos que modifican el contrato de sociedad y, en específico, por la sustitución y la modificación substancial del objeto social¹⁰, el cambio del régimen de transmisión de las participaciones, la prórroga o reactivación de la sociedad¹¹, y, salvo disposición estatutaria en contra, también la creación, modificación o extinción anticipada de la obligación

⁷ Como comentara PERALES VISCASILLAS, P. *La separación de socios y partícipes*, Valencia: Tirant lo Blanch, 2000, p. 148, “un socio que se encuentre en esas situaciones extremas [opresivas] [...] y que hubiese intentado todos los recursos a su alcance podrá desistir unilateralmente del contrato de sociedad”.

⁸ Que las causas legales de separación se refieren a “situaciones que se dan en ocasiones muy aisladas, y que no incluyen todas aquellas circunstancias en que el deseo –o la necesidad– de separarse se presenta más habitualmente (las desavenencias, los abusos de poder, las ilegalidades en la gestión...)”, lo comentaría GADEA SOLER, E., “La separación de los socios en las sociedades mercantiles: el caso particular de las fusiones heterogéneas”, *Boletín JADO. Bilbao*, año XI, nº 23, junio 2012, p. 128.

⁹ Cuyo texto refundido fue aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio (BOE nº 161, 3 julio 2010, pp. 58472-58594 [RCL 2010, 10544]). Por todos, vid. BRENÉS CORTES, J., *El derecho de separación del accionista*, Madrid: Marcial Pons, 1999, 590 pp.

¹⁰ La modificación substancial del objeto social no estaba prevista expresamente con anterioridad a la aprobación de la reforma que a la LSC incorporó la Ley 25/2011, de 1 de agosto (BOE nº 184, 2 agosto 2011, pp. 87462-87477 [RCL 2011, 13240]) en el artículo 346.1.a). Aun así, el Tribunal Supremo (STS 30 junio 2010 [La Ley 109998/2010 o RJ 3538/2010]) había llevado a cabo una interpretación amplia del vocablo “sustitución” del objeto social con el fin último de incluir en su seno la transformación transcendental, dejando fuera únicamente los cambios intrascendentes de concreción o especificación referidos por la Dirección General de los Registros y del Notariado en varias Resoluciones (17 febrero 1992 [RJ 1992, 1531], 8 junio 1992 [RJ 1992, 5730], 18 agosto 1993 [RJ 1993, 7117] y 11 noviembre 1993 [RJ 1993, 9116]). No obstante, con la “nueva redacción, el problema se traslada a la determinación de qué cambios deberán recibir la calificación de “substancial” y, por tanto, permitirán la separación de los socios”, conforme se indica en: BROSETA PONT, M.; MARTÍNEZ SANZ, F., *Manual de Derecho mercantil*, vol. 1, 19ª ed., Madrid: Tecnos, 2012, p. 456. Amplia y recientemente sobre la reforma del derecho de separación por sustitución o modificación substancial del objeto social, véase: GONZÁLEZ CASTILLA, F., “Reformas en materia de separación y exclusión de socios”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F.; FARRANDO MIGUEL, I.; GONZÁLEZ CASTILLA, F. (dirs.), *Las reformas de la Ley de sociedades de capital. (Real Decreto-Ley 13/2010, Ley 2/2011, Ley 25/2011 y Real Decreto-Ley 9/2012)*, Cizur Menor: Thomson Reuters Aranzadi, 2012, pp. 278-289, a cuya bibliografía allí citada remitimos al lector interesado.

¹¹ Además del artículo 346 LSC, regula la reactivación el artículo 370 LSC para limitadas y anónimas.

de realizar prestaciones accesorias.

A excepción (obvia) del cambio del régimen de transmisión de las participaciones sociales de las sociedades limitadas –que en las anónimas se concreta en un período de tres meses de libre transmisión de las acciones nominativas¹²–, el listado es común para unas y otras sociedades de capitales. Bajo los “paraguas” de las normativas de las que procede la LSC, esto es, la Ley de sociedades de responsabilidad limitada¹³ (LSRL) y el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas (TRLSA)¹⁴, las divergencias eran fácilmente apreciables y justificadamente reprochables¹⁵: ni la prórroga ni la reactivación, como tampoco la creación, modificación o extinción anticipada de realizar prestaciones accesorias, eran causas legales de separación en una anónima. Con la LSC se ha producido una encomiable extensión del “abanico” de causas legales desde la limitada hasta la anónima para hacerlo común a ambos tipos societarios¹⁶.

¹² Con la base jurídica del artículo 123.1.2º LSC, los accionistas que no votaron a favor del acuerdo de modificación del régimen de transmisibilidad (disidentes, ausentes y privados del derecho de voto) no quedan vinculados por el acuerdo de modificación durante un plazo de tres meses, a contar desde su publicación en el BORME.

¹³ Ley 2/1995, de 23 de marzo (BOE nº 71, 24 marzo 1995, pp. 9181-9206 [RCL 1995, 7240]). Las causas legales de separación en una sociedad limitada se recogían en el artículo 95 LSRL. Extensamente, vid., por todos, FAJARDO GARCÍA, I. G., *El derecho de separación del socio en la sociedad limitada*, Valencia: Editorial Práctica de Derecho, 1996, 120 pp.; FARRANDO MIGUEL, I., *El derecho de separación del socio en la Ley de sociedades anónimas y la Ley de sociedades de responsabilidad limitada*, Madrid: Civitas, 1998, 228 pp.; MARTÍNEZ SANZ, F., *La separación del socio en la sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid: McGraw-Hill, 1997; MARTÍNEZ SANZ, F., “Causas de separación del socio en la Ley de sociedades de responsabilidad limitada”, *RdS*, nº 6, año IV, 1996, pp. 27-67; PERALES VISCASILLAS, P., *La separación...*, op. cit., 414 pp.; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La transmisión de las participaciones sociales y el derecho de separación en la sociedad limitada”, *RdS*, nº 6, año IV, 1996, pp. 15 y ss.; VIERA GONZÁLEZ, A. J., “Las sociedades de capital cerradas y causas de separación y exclusión en la SA y en la SRL”, *RdS*, nº 17, 2001, pp. 47-108.

¹⁴ *Ibidem*. Aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (BOE nº 310, 27 diciembre 1989, pp. 40012-40034 [RCL 1989, 30361]). La regulación de las causas de separación en las sociedades anónimas se hallaban en los artículos 147, 149 y 225 TRLSA.

¹⁵ Para los reproches y la perplejidad que causaba el distinto régimen legal de separación plasmado en el TRLSA y la LSRL, léase: PERALES VISCASILLAS, P., *La separación...*, op. cit., pp. 183-184, 289 y ss., quien propuso una teoría general. De la misma autora, véase después: PERALES VISCASILLAS, P., *El derecho de separación del socio en las sociedades de capital. (Un estudio de las causas legales en los ordenamientos español y estadounidense)*, Madrid: La Ley, Colección Biblioteca de Derecho de los Negocios, marzo 2001, p. 8, donde volvió a mostrar su sorpresa o perplejidad por el hecho de que la legislación de limitadas hubiera incluido más causas de separación que la normativa de anónimas.

¹⁶ Esta unificación del régimen de separación de las sociedades de capitales ha sido bien vista por la doctrina. Así, entre otros: SEQUEIRA MARÍN, A., “Derecho de separación y exclusión del socio”, *RdS*, nº 36, 2011, pp. 189-201.

Aquel artículo 346 LSC se remite a la Ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles¹⁷ (LME) para los casos de separación por el traslado del domicilio al extranjero y por la transformación en otro formato jurídico¹⁸, sin vincular ésta última a la asunción por los socios de mayores responsabilidades como exigía la legislación anterior a la LSC¹⁹. En la previsión que recoge el artículo 93 de la LME, el traslado al extranjero del domicilio de una sociedad española podrá realizarse si el Estado a cuyo territorio se traslada permite el mantenimiento de la personalidad jurídica²⁰. Por su parte, en la hipótesis de transformación –que, en todo caso, conlleva el mantenimiento de la personalidad²¹– los socios que no hubieran votado a favor del acuerdo podrán separarse de la sociedad que se transforma con independencia del tipo societario en el que se transforme²². Además, los socios que, por efecto de la transformación, hubieran de asumir una responsabilidad personal por las deudas sociales y no hubieran votado a favor del acuerdo quedarían automáticamente separados si no se adhirieran dentro del plazo de un mes, a contar desde la fecha de su adopción cuando hubiesen asistido a la junta o desde la comunicación si no hubieran asistido²³.

Más allá de la acogida que hace la LME de la separación por motivo de la transformación y del traslado del domicilio al extranjero, hubiera sido de utilidad instituir este derecho para la generalidad de las modificaciones

¹⁷ Ley 3/2009, de 3 de abril (BOE nº 82, 4 abril 2009, pp. 31928-31964 [RCL 2009, 5614]). Esta Ley especial es el resultado de la traslación al Ordenamiento interno de la Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre, relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital (DO L 310, 25 noviembre 2005, 9 pp.), así como de las revisiones que la Directiva 2007/63/CE, de 13 de noviembre de 2007 (DO L 300, 17 noviembre 2007, pp. 47-48), incorporó a la III y VI Directivas comunitarias en materia de sociedades, en lo que respecta a requisito de presentación de un informe de un perito independiente en caso de fusión o escisión de sociedades anónimas.

¹⁸ Artículos 4 y 15 LME.

¹⁹ Se recuerda que el artículo 225 TRLSA únicamente admitía el derecho de separación en el supuesto de que la anónima se transformara en una sociedad personalista en la que los socios pasaban a responder de manera ilimitada, personal, solidaria y subsidiaria.

²⁰ No obstante, como se advierte en BROSETA PONT, M.; MARTÍNEZ SANZ, F., *Manual...*, op. cit., p. 457, “es discutible que en la actualidad sea posible llevar a cabo la operación de traslado al extranjero de la sede social manteniendo su personalidad la sociedad”. De poderse mantener, serían los artículos 95 y siguientes de la LME los aplicables, por recoger los requisitos de la adopción de dicho acuerdo de cambio de domicilio al extranjero.

²¹ El concepto legal que ofrece el artículo 3 LME alude expresamente a la conservación de la personalidad jurídica en caso de transformación a un tipo social distinto.

²² Artículo 15 LME.

²³ Artículo 15.2 LME.

estructurales de fusión, escisión o cesión global de activo y pasivo. No se instituye, empero, con la excepción de la fusión transfronteriza intracomunitaria²⁴. Cuando los socios de las sociedades españolas participantes en una fusión transfronteriza intracomunitaria hubieran votado en contra del acuerdo de fusión cuya sociedad resultante tenga su domicilio en otro Estado miembro de la Unión Europea podrán separarse, en virtud del artículo 62 LME que remite al Título IX de la LSC. Para otros casos de fusión el legislador silencia la separación. A pesar de –o, quizás, debido a– este silencio legal, la doctrina²⁵ ha venido interrogándose si cabría entenderlo de manera analógica posible en una fusión mixta o heterogénea, esto es, en una fusión que conlleva la integración de los socios en una sociedad con formato jurídico distinto al original y, en particular, en una fusión en la que los socios de una limitada pasan a una anónima o, *a contrario*, los de una anónima a una limitada²⁶. El planteamiento de tal cuestión enlaza de manera práctica con la transformación societaria. Si en una transformación ha de ofrecerse el derecho de separación en caso de oposición del socio, en aquella fusión heterogénea que conlleva, a la postre, un cambio de forma societaria parecería posible entender la viabilidad de la separación²⁷. No obstante, somos conscientes de que cuando el legislador lo ha querido prever así, lo ha establecido de manera expresa.

Regresando al listado taxativo de causas legales de separación que contempla la LSC hay que sumar una más: la falta de distribución de beneficios en forma de dividendos. La contempla el polémico artículo 348 bis, incorporado a la LSC durante el mes de agosto de 2011 por el artículo 18 de la Ley número

²⁴ Artículos 54, 62 y 99 LME.

²⁵ El derecho de separación en las fusiones heterogéneas dio título a la siguiente publicación: GADEA SOLER, E., “La separación de los socios...”, op. cit., pp. 135 y ss.

²⁶ Nótese que en los casos de sociedades personalistas se requiere, a cambio, el consentimiento unánime de los socios, de conformidad con el artículo 41 LME.

²⁷ Como así lo han entendido últimamente: GADEA SOLER, E., “La separación de los socios...”, op. cit., pp. 136 y ss. Sin embargo, en fechas cercanas ha mantenido una posición contraria al derecho de separación en caso de este tipo de fusión mixta: HENAO BELTRÁN, L. F., “Tutela de los socios de las sociedades de capital en las operaciones de modificación estructural”, *Revista e-Mercatoria*, vol. 12, nº 1, enero-junio 2013, p. 237. Ello enlazaría con el planteamiento doctrinal que PERALES VISCASILLAS, P., *El derecho de separación del socio...*, op. cit., pp. 298 y ss., tacha de “muy atractivo”, aunque se muestre contraria, del derecho de separación del socio en aquellas fusiones mixtas en las que hay una fusión total con una transformación en una sociedad colectiva o comanditaria.

25²⁸. A partir del quinto año a contar desde la constitución de la sociedad no cotizada, si el acuerdo de la junta general no condujera a la distribución en forma de un dividendo de, al menos, un tercio de los beneficios propios de la explotación del objeto social que se hubieran obtenido en el ejercicio previo y que fueran legalmente repartibles, se concedería al socio que hubiera votado a favor de la distribución de los beneficios un derecho de separación. Este precepto ha visto prorrogada, por segunda vez, la suspensión de sus efectos²⁹. De no incluirse una tercera prórroga, los efectos “resucitarán” a partir del 1 de enero de 2017, en la orden que incorpora en la disposición transitoria de la LSC la disposición final primera del Real Decreto-Ley 11/2014, de 5 de septiembre³⁰.

La separación por no distribución de dividendos no viene justificada como supuesto de modificación estatutaria substancial sino de opresión de la minoría³¹. Su justificación se observa, en efecto, desde la perspectiva que tutela a los socios minoritarios, quienes de manera periódica pueden ver frustrados sus deseos de obtener, previo acuerdo de la junta general, el reparto de los beneficios en forma de dividendos activos³². Ello puede implicar una fuente de conflictividad permanente entre minorías y mayorías³³, al suponer una vía fácil mediante la que los mayoritarios “expropian” a los minoritarios, más aún si aquéllos forman parte, con cargo retribuido, del órgano de

²⁸ Siguiendo, con variaciones, lo dispuesto en el artículo 150 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles que aprobara la Sección Segunda de la Comisión General de Codificación en 2002.

²⁹ Tras una Proposición no de Ley presentada por el Grupo Parlamentario catalán Convergència i Unió (Boletín Oficial de las Cortes Generales. Congreso de los Diputados. X Legislatura, Serie D, 6 marzo 2012, nº 49, p. 22, 161/000308), la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital (BOE nº 150, 23 junio 2012, pp. 44680-44692 [RCL 2012, 8406]) (procedente del Real Decreto-Ley 9/2012, de 16 de marzo: BOE nº 66, 17 marzo 2012, pp. 24363-24372 [RCL 2012, 3812]) aprobaba la primera suspensión de los efectos del artículo 348 bis LSC.

³⁰ BOE nº 217, 6 septiembre 2014, pp. 69767-69785 (RCL 2014, 9133).

³¹ “El artículo 348 bis supone la positivización de uno de los ejemplos paradigmáticos de separación por opresión de la minoría”, comentaría GONZÁLEZ CASTILLA, F., “Reformas en materia de separación...”, op. cit., pp. 246-247 (también, pp. 253-254).

³² Sobre el derecho al dividendo es oportuno referenciar una primera relevante monografía: ILLESCAS ORTIZ, R., *El derecho del socio al dividendo en la sociedad anónima*, Sevilla: Universidad de Sevilla, 1973, 219 pp.

³³ En este sentido, vid., ad ex., GADEA SOLER, E., “La separación de los socios...”, op. cit., p. 134.

administración³⁴. Sin embargo, no en todos y ni siquiera en muchos de los casos el no reparto sistemático de las ganancias sociales envuelve un comportamiento opresivo de la mayoría sobre la minoría. Sólo lo envolvería, no estando justificada la ausencia de reparto por haber suficientes reservas voluntarias con un patrimonio fuerte y saneado capaz de atender proyectos de inversión o expansión, si se utilizara –y probara– como vehículo para la opresión al socio minoritario³⁵. Pero, la falta de reparto de ese tercio, como mínimo, de los beneficios a modo de dividendos bien puede venir cabalmente justificado por la deficitaria situación económico-financiera por la que atraviesa la empresa, precisando de autofinanciación en orden a responder de las deudas contraídas con terceros o afrontar inversiones o adquisiciones³⁶. La controversia que suscita la introducción de este precepto en la LSC se agudiza cuando se pone el acento en tales requerimientos de autofinanciación que precisan las empresas, sobre todo, de pequeño y mediano tamaño en momentos de difícil, cuando no imposible, acceso al crédito bancario como los actuales³⁷. Desde esta última óptica se argumenta el rechazo o, cuando menos,

³⁴ Mucho se ha escrito en torno a ello, que, por razones de espacio, aquí no podemos dar cumplida cuenta. Léase, por todos, CAMPINS VARGAS, A.; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Abuso de la mayoría...”, op. cit., pp. 9 y ss., donde se proporciona apropiada cita de la bibliografía al respecto. De estos mismos autores, véase también: ALFARO ÁGUILA-REAL, J.; CAMPINS VARGAS, A., “El abuso de la mayoría en la política de dividendos. Un repaso por la jurisprudencia”, *Otrosí*, nº 5, enero-marzo 2011, pp. 19-26. Por otra parte, vid., ad ex., BRENÉS CORTÉS, J., “Derecho de la minoría al dividendo; el controvertido art. 348 bis LSC”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, nº 8, diciembre 2012, pp. 131-150; GONZÁLEZ CASTILLA, F., “Reformas en materia de separación...”, op. cit., pp. 247 y ss.

³⁵ Así, la sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 21 de enero de 2011 (JUR 2011, 182705) o la posterior del Tribunal Supremo de 10 de marzo de 2011 (RJ 2011, 2765).

³⁶ Vid. BRENÉS CORTÉS, J., “El derecho de separación, principales novedades tras las últimas modificaciones operadas en el Derecho de sociedades”, *RdS*, nº 37, julio-diciembre 2011, p. 33; IBÁÑEZ GARCÍA, I., “La nueva regulación del derecho al dividendo en las sociedades de capital (no cotizadas)”, *DN*, nº 263-264, septiembre-octubre 2012, pp. 7 ss.

³⁷ Datos del año 1993 ya demostraban que las PYMES tenían sólo un 40,6% de recursos ajenos en su Pasivo, frente al 50,5% de las empresas con más de quinientos empleados. La causa que les abocaba –y continúa abocando– hacia la autofinanciación es el acceso más complicado y costoso a la financiación externa. Vid. FUNDACIÓN MARTÍN ESCUDERO. PRICE WATERHOUSE, *La PYME industrial española: factores de éxito para competir*. Fundación Alfonso Martín Escudero. Price Waterhouse, 1995, pp. 24-25. En fechas más cercanas en el tiempo, una de las publicaciones de tinte económico que apunta hacia la dependencia de las PYMES de sus fondos propios internos en situaciones de endurecimiento de las condiciones del crédito bancario es: MAROTO ACÍN, J. A., “Estructura financiera de la PYME y su inflexión en la recesión (situación general y aproximación al comportamiento del crédito bancario)”, en *Papeles de la Fundación de Estudios Económicos*, nº 45, (número monográfico: “Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación”), 2012, pp. 144-145, 161. Pero, el proceso de autofinanciación está indisolublemente unido a los márgenes de beneficios empresariales y se torna dependiente de la incidencia de los ciclos económicos. Así, mientras en una coyuntura económica favorable se produce un saneamiento

la suspensión de los efectos del precepto³⁸. En el frágil equilibrio de la balanza entre la política de reparto de dividendos –so pena de separación de los socios minoritarios disidentes– y la política de autofinanciación hemos venido apostando por esta última³⁹. Desde estas líneas volvemos a posicionarnos en contra del derecho de separación por el no reparto de beneficios en los términos que han sido plasmados legalmente: rígidos y excesivos, por automáticos, sin conexión con el abuso de la mayoría⁴⁰ y sin siquiera admisión de disposición estatutaria contraria⁴¹. El motivo último que nos mueve a adoptar esta crítica posición es que un abundante número de pequeñas empresas sin una suficiente autofinanciación y con la reducción del capital social que

financiero, vía aumento de los fondos propios internos, por la autofinanciación que genera la recuperación de los beneficios empresariales, en un período contractivo como el que se (sobre)vive se estrechan los márgenes y la autofinanciación es una vía que escasea. La encuesta del Banco Central Europeo sobre el acceso a la financiación de las PYMES en la eurozona, fechada en abril de 2013 (EUROPEAN CENTRAL BANK, *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area. October 2012 to march 2013*, Frankfurt: European Central Bank, abril 2013, pp. 2 y 7), constataba cómo en Grecia, Italia, Portugal y España la insuficiencia de fondos internos había sido especialmente intensa entre los meses de octubre de 2012 a marzo de 2013, debido al fuerte deterioro de la obtención de beneficios por parte de este tipo de empresas en unos mercados tan castigados. Para más detalle, véase de nuestra autoría: GARCÍA MANDALONIZ, M., “Gobierno corporativo de la sociedad no cotizada para impulsar el acceso al crédito, la captación de capital y la emisión de deuda”, en HIERRO ANIBARRO, S. (dir.), *Gobierno corporativo en sociedades no cotizadas*, Madrid: Marcial Pons, 2014, pp. 355-356.

³⁸ Decantándose por la derogación, más que por la suspensión, concluía su análisis jurisprudencial: CÁCERES CÁRCELES, C.: “Sentencia de 7 de diciembre de 2011: acción de impugnación de los acuerdos sociales referidos a la aprobación de cuentas y a la aplicación del resultado contable”, en CCJC, nº 90, 2012, p. 92. Asimismo, después nosotros en: GARCÍA MANDALONIZ, M., “Gobierno corporativo de la sociedad no cotizada...”, op. cit., pp. 356-357. Desde ésta y otras perspectivas, también mostraron su frontal desacuerdo con la existencia en la LSC del artículo 348 bis: IBÁÑEZ GARCÍA, I., “Sobre el derecho obligatorio al dividendo ¡Qué barbaridad!”, *Blog ¿Hay Derecho?*, 27 julio 2011, disponible en: <http://hayderecho.com/2011/07/27/sobre-elderecho-obligatorio-al-dividendo-que-barbaridad/> (última consulta: 27 marzo 2015); IBÁÑEZ GARCÍA, I., “La nueva regulación...”, op. cit., pp. 7 y ss.; ILLESCAS, J., “Reparto obligatorio de dividendos en no cotizadas”, *Diario Expansión*, 29 septiembre 2011, disponible en: <http://www.expansion.com/accesible/2011/09/29/opinioneditorialyllaves/1317329001.html> (última consulta: 27 marzo 2015); PAVÓN ANSORREGUI, P., “El reparto obligatorio de dividendos”, *El Diario de Mallorca*, 14 octubre 2011, disponible en: <http://www.diariodemallorca.es/opinion/2011/10/14/reparto-obligatorio-dividendos/711542.html> (última consulta: 27 marzo 2015); SÁNCHEZ GRAELIS, A., “El nuevo deber de reparto de dividendos de las sociedades de capital: ¿dónde queda la autonomía de la Junta en la determinación del interés social?”, en: <http://howtocrackanut.blogspot.com/2011/09/el-nuevo-deber-de-reparto-de-dividendos.html> (última consulta: 27 marzo 2015).

³⁹ Vid. GARCÍA MANDALONIZ, M., “Gobierno corporativo de la sociedad no cotizada...”, op. cit., p. 357.

⁴⁰ GONZALEZ CASTILLA, F., “Reformas en materia de separación...”, op. cit., p. 265, apuntaba “uno de los aspectos más criticables de la configuración legal de este nuevo derecho de salida del socio: el hecho de que el precepto no apele en ningún momento al comportamiento abusivo de la mayoría” (también en p. 277).

⁴¹ Que, en cambio, sí admitía expresamente el artículo 150 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles, en el que se inspiró el artículo 348 bis LSC.

conlleva el ejercicio del derecho de separación puede ver agudizado el grave peligro de no sobrevivir en el presente contexto de atonía crediticia. Por ello, aplaudimos la segunda prórroga de la suspensión del artículo 348 bis LSC. El reto que queda pendiente es el de evitar socios cautivos protegiendo adecuadamente el patrimonio societario y, con ello, la sobrevivencia de las compañías de menor dimensión⁴².

2- La separación por “justa causa”.

Una vez repasado el listado con carácter de *numerus clausus* de las causas legales de separación que acogen en coordinación (por remisión) la LSC y la LME, cabe preguntarse si resulta o no suficiente para amparar a la minoría, sobre todo, frente a los abusos de poder de la mayoría. Como medio de tutela, junto al derecho de separación, habría que incluir el derecho de impugnación de los acuerdos sociales⁴³. Aun con este añadido, nos sumamos a las voces de quienes se decantan por la insuficiencia de las causas de separación reconocidas en la ley⁴⁴. Ante dicha insuficiencia se proclama la necesidad de la ampliación de este derecho mediante una cláusula legal general por “justa causa”⁴⁵.

⁴² Una propuesta de nueva redacción del artículo 348 bis LSC plantean en sus conclusiones CAMPINS VARGAS, A.; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Abuso de la mayoría...”, op. cit., pp. 25-26, apostando por “un derecho de separación por falta de reparto únicamente en los casos de conflicto permanente y abierto entre mayoría y minoría”.

⁴³ En los términos del capítulo IX del título V de la LSC intitulado: “La impugnación de acuerdos”: artículos 204 a 208.

⁴⁴ Vid., ad ex., GADEA SOLER, E., “La separación de los socios...”, op. cit., p. 128. Además, GONZÁLEZ CASTILLA, F., “Reformas en materia de separación”..., op. cit., p. 252, quien manifiesta que: “Como se puede apreciar, el elenco de causas legales de separación es sumamente restringido”.

⁴⁵ Respecto de los justos motivos como causa de separación resulta oportuna la referencia a la siguiente publicación: ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Conflictos intrasocietarios (Los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada)”, *RDM*, nº 222, 1996, pp. 1079 y ss. (también publicado en: AA.VV., *Estudios de Derecho mercantil: homenaje al profesor Justino F. Duque*, Valladolid: Universidad de Valladolid, 1998, pp. 89-112). Del mismo autor, vid. ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Límites a la libertad de configuración estatutaria, separación y exclusión de socios”, *Blog de Derecho mercantil de Jesús Alfaro Águila-Real*, 5 septiembre 2013, disponible en: <http://derechomercantilesmana.blogspot.com.es/2013/09/limites-la-libertad-de-configuracion.html> (última consulta: 27 marzo 2015); para quien sigue existiendo un derecho de separación por justos motivos aunque no haya previsión legal ni cláusula estatutaria al respecto y donde declara que “es un problema estricto de técnica legislativa si la Ley debe recoger una cláusula general de justos motivos exclusivamente o una lista de causas concretas. Parece preferible la técnica de la cláusula general y [...] añadir un listado de concreciones de los justos motivos para orientar la actuación judicial”.

En nuestro Ordenamiento jurídico positivo la separación *ad causam* se reconoce de modo expreso para las Agrupaciones de Interés Económico (AIE) en el artículo 15 de la Ley 12/1991 (LAIE)⁴⁶ y para las sociedades profesionales (personalistas o capitalistas) a través del artículo 13.2 de la Ley 2/2007⁴⁷. Cuando la sociedad profesional se hubiese constituido por tiempo indefinido los socios profesionales estarían facultados para separarse en cualquier momento, si atendieran a las exigencias de la buena fe. Por el contrario, cuando la sociedad profesional se hubiera constituido por tiempo determinado, el derecho de separarse existiría bien por causa legal en función de la forma social adoptada, bien por causa prevista en el contrato social o bien cuando concurriera justa causa. La impronta personalista de la sociedad profesional (incluso habiendo adoptado el formato de una sociedad de capital) –en la que los socios profesionales han de ejercer en su seno una actividad profesional⁴⁸–, al lado de su naturaleza cerrada –por la intransmisibilidad e iliquidez de la cuota de participación⁴⁹–, justifican esta regulación especial de la separación⁵⁰.

La no inclusión legal de los justos motivos para sociedades mercantiles distintas a las profesionales (aparte de las AIE) –donde también pueden existir prestaciones personales, a modo de prestaciones accesorias, que deriven en vínculos opresivos⁵¹– provoca estrecheces, que desde aquí se critican. No obstante, las críticas han de ser matizadas de inmediato por las dos siguientes

⁴⁶ BOE nº 103, 30 abril 1991, pp. 13638-13641 (RCL 1991, 10511). La justa causa se concreta en el apartado segundo del artículo 15 LAIE en la baja voluntaria del socio de una AIE de tiempo indefinido. Sobre esta naturaleza y sus efectos, léase: PERALES VISCASILLAS, P., *La separación...*, op. cit., pp. 86-87.

⁴⁷ BOE nº 65, 16 marzo 2007, pp. 11246-11251 (RCL 2007, 5584). Por todos, vid. GARCÍA PÉREZ, R., "La salida voluntaria y forzosa del socio profesional y su reflejo en las cláusulas estatutarias de separación y exclusión", en, TRIGO GARCÍA; FRAMIÑÁN SANTAS, (eds.), *Estudios sobre sociedades profesionales*, Madrid: Marcial Pons, 2009, pp. 183 y ss.

⁴⁸ Artículo 4.1.

⁴⁹ Bajo los términos del artículo 12, rubricado: "Intransmisibilidad de la condición de socio profesional".

⁵⁰ En opinión, que compartimos, expresada en: CAMPINS VARGAS, A.; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., "Abuso de la mayoría...", op. cit., p. 6.

⁵¹ En *Ibidem*, se pormenoriza la "vinculación opresiva obligatoria del socio en sociedades [...] en el caso de que la aportación del socio no se limite a la mera aportación patrimonial, sino que sus relaciones con la sociedad le obliguen a realizar a favor de esta prestaciones personales, sea en virtud de previsiones estatutarias (prestaciones accesorias), sea en virtud de obligaciones asumidas en pactos parasociales". Para esta clase de situaciones, se insiste en que "la prohibición de vinculaciones opresivas debe traducirse en la atribución al socio de un derecho a desvincularse".

razones: la primera porque, aun no siendo una circunstancia prevista expresamente por el legislador, el derecho de separación por justa causa ha encontrado el apoyo de la jurisprudencia menor⁵²; y la segunda porque estaría permitida su inclusión a través de las causas estatutarias de separación⁵³, con los límites de los artículos 1255 del Código Civil y 28 LSC⁵⁴. Con carácter previo a la constitución de una sociedad es práctica habitual pactar estatutariamente o, en su caso, mediante pactos parasociales causas distintas a las legales con la intención de evitar eventuales escenarios de conflictividad inter-socios. Añadir causas estatutarias de separación no sólo es una posibilidad para las sociedades limitadas –como también lo fue para ellas con anterioridad a la promulgación de la LSC⁵⁵, con el amparo del Tribunal Supremo⁵⁶ y de las Audiencias Provinciales⁵⁷– sino también para las anónimas⁵⁸. De aprobarse por unanimidad la introducción estatutaria⁵⁹, en los estatutos sería preciso establecer la causa, así como la forma y el plazo para el ejercicio del derecho de separación. Para el procedimiento serviría tanto el anuncio en el BORME como, en caso de limitadas o anónimas con acciones nominativas, su sustitución por una comunicación individual a los socios⁶⁰.

Con todo, y aun con la matización destacable que se desprende de la

⁵² De las Audiencias Provinciales de Madrid o Tenerife.

⁵³ En algunas legislaciones estadounidenses también se permite el *contractual appraisal right*. Para más información en el Derecho norteamericano, en comparación con el español, léase en la doctrina patria: PERALES VISCASILLAS, P., *La separación...*, op. cit., pp. 135 y ss.; PERALES VISCASILLAS, P., *El derecho de separación del socio...*, op. cit., p. 56 y, en concreto, nota a pie de página nº 95.

⁵⁴ A propósito de los límites a la libertad de configuración estatutaria del derecho de separación remitimos al interesado al intercambio de razonamientos doctrinales que desencadenó la siguiente publicación: ALONSO LEDESMA, C., “La autonomía de la voluntad en la exclusión y separación de socios”, *RDM*, 287, enero-marzo 2013, pp. 89-128, en las entradas del *blog de Derecho mercantil del profesor Jesús Alfaro Águila-Real*: “Límites a la libertad de configuración estatutaria...”, op. cit.; “La eficacia de la Ley en el derecho de separación del socio. Respuesta a Jesús Alfaro”, 16 septiembre 2013, disponible en: <http://derechomercantiles pana.blogspot.com.es/2013/09/carmen-alonso-ledesma-la-eficacia-de-la.html> (última consulta: 27 marzo 2015).

⁵⁵ En la previsión y regulación del artículo 96 LSRL. Por otro lado, para las AIE, recuérdese el artículo 15.1 LAIE sobre la separación por justa causa.

⁵⁶ Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de mayo de 2002 (La Ley 5519/2002).

⁵⁷ Así, la Audiencia Provincial de Santa Cruz de Tenerife en sentencia de 22 de mayo de 2007 (La Ley 130914/2007).

⁵⁸ En el pasado era discutida la posibilidad de separación estatutaria en las anónimas. Pese a ello, la sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 24 de septiembre de 2002 (La Ley 155208/2002) admitió el derecho de separación con el respaldo legal del artículo 10 TRLSA.

⁵⁹ Artículo 347 LSC.

⁶⁰ Artículo 348 LSC.

apertura de causas estatutarias, retomamos la conveniencia de establecer la justa causa como causa legal, al modo en que está prevista en otros sistemas jurídicos del entorno europeo, tales como el suizo o el belga⁶¹. En la hipótesis de existir en nuestro Derecho positivo de sociedades de capital, su utilidad se demostraría –sin necesidad de su inclusión estatutaria– en situaciones opresivas recurrentes de la mayoría hacia la minoría, tales como el incumplimiento del pago al socio por sus prestaciones accesorias⁶².

II. EL CUESTIONAMIENTO DEL DERECHO DE SEPARACIÓN COMO TUTELA DE LA MINORÍA

Desde la rúbrica e iniciales líneas del primer epígrafe de la presente investigación hemos estado considerando al derecho de separación como un mecanismo de tutela de la minoría. Esta consideración queda justificada con la calificación que hace la Dirección General de los Registros y del Notariado en la Resolución de 2 de noviembre de 2010, al precisar que, “el fundamento del derecho de separación del socio [...] es la protección del socio y de la minoría frente a los acuerdos de la mayoría relativos a las modificaciones esenciales del contrato social”. El Tribunal Supremo ha venido después a confirmar esta adjetivación de la separación como mecanismo protector del socio minoritario⁶³.

No obstante, desde hace tiempo la profesora PERALES VISCASILLAS⁶⁴ ha venido cuestionando que el derecho de separación sea una técnica de protección de la minoría ante modificaciones estatutarias o estructurales esenciales. Para tal cuestionamiento y negación una primera justificación se

⁶¹ En Alemania lo reconoce la doctrina y jurisprudencia, según nos recuerda: GADEA SOLER, E., “La separación de los socios...”, op. cit., p. 128. Entre nosotros, examinó el derecho de separación por justa causa en el Derecho alemán: MARTÍNEZ SANZ, F., “Causas de separación...”, op. cit., pp. 37 y ss.

⁶² A este ejemplo se añade el prolongamiento de la falta de reparto de las ganancias sociales en forma de dividendos en: GADEA SOLER, E., “La separación...”, op. cit., p. 128. En torno al derecho de separación por falta de reparto de los beneficios, recuérdense nuestras consideraciones respecto del artículo 348 bis LSC vertidas *supra* en el epígrafe I.1 de la presente investigación.

⁶³ En sentencias de 30 de junio de 2010 (La Ley 109998/2010 o RJ 3538/2010) o de 10 de marzo de 2011 (RJ 2033/2011). También ha encontrado eco generalizado entre la doctrina mercantilista: CAMPINS VARGAS, A.; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Abuso de la mayoría...”, op. cit., p. 8.

⁶⁴ Vid. PERALES VISCASILLAS, P., *La separación...*, op. cit., pp. 114 y ss., y, en especial, p. 115.

enfocaría en el hecho de que, aunque en los contextos de importante alteración del contrato social subyace la contraposición y el conflicto entre mayoría y minoría, el derecho de separación no protege al socio porque deja de ser socio cuando ejercita este derecho. Desde esta inicial óptica, mecanismos de tutela *stricto sensu* serían aquéllos que permiten al socio conservar su posición, como la exigencia de unanimidad para la adopción del acuerdo. Más convincente aún para la negación de la separación como técnica de tutela puede resultar el siguiente razonamiento de la profesora PERALES⁶⁵: “el derecho de separación entra en escena no como un mecanismo protector sino como una institución que posibilita al socio no tener que soportar una decisión [societaria]”. En realidad, permitir “al disconforme su salida de la sociedad, [...] supone proteger a la mayoría favorable a la alteración del contrato social, al eliminarse una fuente de conflictos: el socio disidente”.

Este entendimiento del derecho de separación que niega ser un instrumento protector de la minoría para alzarse en defensa del interés de la mayoría halla un adecuado campo de acción en las operaciones de fusión⁶⁶. Un generalizado derecho de separación por fusión existía bajo el reinado de la primera Ley de sociedades anónimas de 17 de julio de 1951⁶⁷. Sin embargo, tras el silencio de la III Directiva comunitaria relativa a la fusión intrafronteriza de sociedades anónimas, esto es, la Directiva 78/855/CEE⁶⁸ desapareció (no sin dudas ni discusión)⁶⁹ del TRLSA de 1989⁷⁰. Con su disipación se intentó

⁶⁵ *Ibidem*, p. 117.

⁶⁶ *Ibidem*, p. 117. Por haber analizado en específico los mecanismos de tutela de la minoría en las operaciones de fusión destaca la siguiente obra: PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Madrid: Civitas, 1998, 600 pp.

⁶⁷ Gazeta nº 119, 18 julio 1951. Esta primigenia legislación de anónimas reguló la fusión en el capítulo VIII: artículos 142 a 149. Para EMBID IRUJO, J. M., “La fusión de sociedades”, *Not. UE*, nº 152, 1997, 1997, p. 93, bajo esta primera normativa el derecho de separación “constituía una base de protección del socio disconforme con el procedimiento de fusión, constituyendo un elemento característico del régimen jurídico de la fusión en el Derecho español”. La aplicación analógica del artículo 144 LSA de 1951 a tipos sociales distintos a la anónima y, en particular, a la sociedad limitada y la comanditaria fue objeto de debate entre la mejor doctrina de la época. Vid., por todos, URÍA GONZÁLEZ, R., “Transformación y fusión”, en GARRIGUES DÍAZ-CANABETE, J.; URÍA GONZÁLEZ, R., *Comentario a la Ley de sociedades anónimas*, T. I, 3ª ed., Madrid: Instituto de Estudios Políticos, 1976, p. 766.

⁶⁸ Directiva 78/855/CEE del Consejo, de 9 de octubre de 1978, basada en la letra g) del apartado 3 del artículo 54 del Tratado y relativa a las fusiones de las sociedades anónimas (DO L 295, 20 octubre 1978, pp. 36-43).

⁶⁹ Las dudas y discusión se sintetizan en: HENAO BELTRÁN, L. F., “Tutela de los socios...”, op. cit., p. 234; y se profundizan en: PERALES VISCASILLAS, P., *El derecho de separación...*, op. cit., pp. 281 y ss.

priorizar el interés social en el buen fin de la operación de reestructuración. La protección al socio disconforme quedaba indemne: primero, porque el reforzamiento de la tutela venía anudado al incremento de las exigencias de información veraz y publicidad, con justificación y explicación de la administración y verificación del experto independiente; segundo, porque la separación se sustituyó por la continuidad y proporcionalidad con el sostén de un tipo de canje basado en la igualdad y paridad de tratamiento, que conllevó que en caso de desigualdad en el reparto fuese necesario el consentimiento individual del socio afectado⁷¹. La continuidad de la participación y posición del socio en la sociedad y la proporcionalidad en la asignación de las acciones o, en su caso, participaciones sociales sobre la base del valor real se han mantenido en la LME.

Pero, el sistema de información y la relación de canje podrían no haber sido entendidos como sustitutivos sino complementarios a la separación⁷². Este derecho podría haber subsistido para los socios que decidiesen marcharse de la sociedad resultante o absorbente. Porque en cualquier procedimiento de fusión se produce una alteración substancial del inicial contrato social, con una

⁷⁰ En nuestro país se entendió que la eliminación de la separación venía marcada por la III Directiva. No obstante, fuera de nuestras fronteras, en el Derecho alemán se acogió la separación (con peculiaridades) para algunos casos de fusión desde la *Gesetz zur Bereinigung des Umwandlungsrechts* de 28 de octubre de 1994 (párrafos 29 a 34, 125, 176, 178, 180, 188, 207 y ss.), en vigor desde el 1 de enero de 1995 –con extensión a la transformación y, por remisión a la fusión, a la escisión total o parcial y a la cesión del patrimonio social–, sin que, para su inclusión, hubiera sido óbice el texto de la III Directiva comunitaria. Vid. PÉREZ TROYA, A., *La tutela...*, op. cit., pp. 487 y ss. y, en específico, pp. 490-492. En España no ha desaparecido, en cambio, de la normativa nacional y autonómica de cooperativas. Así se recoge expresamente en el artículo 65 de la Ley 27/1999, general de cooperativas (sección 1ª, capítulo VII: arts. 63-67) (BOE nº 170, 17 julio 1999, pp. 27027-27062 (RCL 1999, 15681)). Al respecto, puede leerse: MELIÁ MARTÍN, E.; MATEOS RONCO, A.; GARCÍA MARTÍNEZ, G., “El derecho de separación del socio en los procesos de fusión cooperativa: caracterización y establecimiento del capital a reembolsar”, en *Decisiones basadas en el conocimiento y en el papel social de la empresa: XX Congreso anual de AEDEM*, vol. 1, 2007, pp. 756-769. Para el *appraisal right* en las *cooperative societies* norteamericanas, vid. PERALES VISCASILLAS, P., *El derecho de separación del socio...*, op. cit., pp. 60-65 y, en general, el capítulo I, donde, respecto del Derecho español, se menciona de forma añadida la separación de las cooperativas, la separación en las mutuas, los Fondos de Inversión Mobiliaria y los Fondos de Capital-Riesgo, además de “muy probablemente también en las [...] AIE, al tener cabida en el concepto de justa causa”. Por lo que hace al derecho de separación en estas otras entidades, véase el estudio de profundidad que se efectúa en: PERALES VISCASILLAS, P., *La separación...*, op. cit., pp. 216-288.

⁷¹ *Ibidem*, pp. 117 y ss.

⁷² *Ibidem*, p. 124.

afectación patrimonial significativa⁷³, el derecho de separación podría haber acompañado a la información y obtención de un tipo de canje basado en los principios de igualdad y paridad⁷⁴. El acompañamiento, sin embargo, se ha ceñido para las sociedades capitalistas al supuesto descrito de la fusión transfronteriza intracomunitaria, así como a aquéllos otros de pacto estatutario al respecto⁷⁵, amén de cuando la fusión conlleve una modificación de estatutos que traiga aneja un derecho legal a separarse⁷⁶. Aparte, para el supuesto especial de fusión por absorción de sociedad participada en un 90% o más, el artículo 50.1 LME –de conformidad con el artículo 28 de la III Directiva– exime de los informes de los administradores y expertos independientes siempre que por parte de la sociedad absorbente se ofrezca a los socios de las sociedades absorbidas la adquisición de sus acciones o, en su caso, participaciones sociales, estimadas en su valor razonable, dentro de un plazo no superior a un mes contado desde la fecha de inscripción de la absorción en el Registro Mercantil⁷⁷.

III. EL EJERCICIO DEL *APPRAISAL RIGHT* COMO ABUSO DE LA MINORÍA

Al otro lado del Atlántico, la previsión de desvinculación por fusión se

⁷³ Que la fusión –amén de la escisión y cesión global de activo y pasivo– conlleva una afectación patrimonial significativa, superior a la transformación y al traslado internacional del domicilio social, por el cambio sustancial en la titularidad del patrimonio que se produce, con repercusiones directas en las relaciones internas entre la sociedad y los socios y externas entre la sociedad y los acreedores, lo destacó: HENAO BELTRÁN, L. F., “Tutela de los socios...”, op. cit., pp. 179, 192.

⁷⁴ De conformidad con lo que indica PERALES VISCASILLAS, P., *La separación...*, op. cit., pp. 120-124, a cuya razonada opinión nos sumamos.

⁷⁵ En virtud del artículo 347 LSC.

⁷⁶ En extenso, acerca del derecho de separación cuando la operación de fusión conlleva una modificación estatutaria vinculada a una causa legalmente reconocida de separación, léase: PERALES VISCASILLAS, P., *El derecho de separación...*, op. cit., pp. 287 y ss.

⁷⁷ El apartado primero del artículo 50 LME ha sido redactado por la disposición final quinta de la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de la deuda empresarial (BOE nº 238, 1 octubre 2014, pp. 77261-77289 [RCL 2014, 9896]). Las previsiones legales para el caso de desacuerdo en el valor razonable se detallan en el apartado segundo de este mismo artículo 50 LME, en la redacción otorgada por el artículo 2.9 de la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital (BOE nº 150, 23 junio 2012, pp. 44680-44692 [RCL 2012, 8406]).

encuentra generalizada en el Derecho estadounidense⁷⁸. En los Estados Unidos el *appraisal right* se concede –no de forma exclusiva ni igual– para la fusión desde que históricamente ese derecho naciera conectado a esta institución. Cada Estado regula el catálogo de causas legales que posibilitan el ejercicio del *appraisal right*, siendo el mínimo común denominador la fusión⁷⁹. El *appraisal right* se corresponde básicamente, aunque no completamente, con nuestro derecho de separación⁸⁰. El americano alude a la vertiente económica o patrimonial, en cuanto se refiere a la estimación o valoración de la cuota de participación, es decir, a la obtención de un precio justo por las *shares*. El *appraisal right* se plasma, en suma, en un *right to dissent and obtain payment for shares*, esto es, en la protección del valor de la participación, garantizada mediante la separación, actuando como *conditio iuris* para la obtención del correspondiente reembolso económico⁸¹. El derecho de separación español (sin encaje –se reitera– para la operación interna de fusión) presta, por el contrario, mayor atención al aspecto personal o individual de ruptura del vínculo que hasta ese momento unía al socio con la sociedad⁸².

⁷⁸ La razón para esa vinculación histórica la referencia PERALES VISCASILLAS, P., *El derecho de separación...*, op. cit., p. 303: “por la necesidad de permitir una mayor flexibilidad en la toma de decisiones corporativas que se veían obstaculizadas por el requisito de unanimidad”.

⁷⁹ La *New York Business Corporation Law* (sections 806.b).6 y 910) recogió el *appraisal right*, además de para el *merger* o *consolidation*, para los casos de “*sale, lease, exchange or other disposition or assets or share exchange*”, titulando la sección 910 precisamente como: “*Right of shareholder to receive payment for shares upon merger or consolidation, or sale, lease, exchange or other disposition or assets or share exchange*”. También la *Revised Model Business Corporation Act* (sections 11, 12.02 y 13.02) reconoció el *appraisal right* para la fusión (*merger*), la cesión del paquete de control o intercambio (*share exchange*) y la venta de todas o prácticamente todas las propiedades o activos (*sale of assets*), salvo si esa venta se realizaba en el *regular course of business* (section 12.01). En igual dirección, la section 262.b.1) de la *Delaware General Corporation Law* (DGCL). No obstante, en este Estado de Delaware (section 262.b).3 DGCL), así como en el de Ohio, no se contempla el *appraisal right* para las “*short form mergers*” o fusiones abreviadas cuando en la fecha inmediata anterior a la fusión la sociedad matriz posee todas las *shares* de la compañía subsidiaria; como tampoco en New Jersey para las sociedades cotizadas o las que poseen menos de dos mil socios, conforme los comentarios reflejados en: HENAO BELTRÁN, L. F., “Tutela de los socios...”, op. cit., pp. 228-229. Sobre estos aspectos de la RMBCA y la DGCL, véase el detallado análisis plasmado en nuestro país en: PERALES VISCASILLAS, P., *El derecho de separación del socio...*, op. cit., pp. 303 y ss.

⁸⁰ Como con acierto se indicara en *Ibidem*, capítulo I, “aun compartiendo el mismo origen, y sirviendo para el mismo propósito, el derecho de separación en Estados Unidos y en España ha evolucionado por derroteros distintos”. Las conexiones y diferencias entre ambos derechos se detallan con minucia en el primer y segundo epígrafe del capítulo I de la monografía que acaba de ser citada.

⁸¹ Desde la sentencia *Beloff versus Consolidated Edison Co.* de la *Court of Appeal of New York* en 1949. También el *chapter 13 (“dissenters’ right”)*, *subchapter A* de la *Revised Model Business Corporation Act*.

⁸² Hay que anotar que esta vertiente económica también está prevista en nuestro derecho de exclusión, aunque el derecho de exclusión no se corresponda con las causas legales que dan

1. El *appraisal right* y el *judicial appraisal*.

El *appraisal right* es una técnica de resolución de conflictos entre la mayoría y la minoría. Ante modificaciones estructurales, como la fusión, que puedan considerarse como opresivas, al implicar una salida forzosa del socio disidente, se concede la protección que dispensa el *appraisal right*. Su función actual es la de controlar los comportamientos oportunistas de la mayoría tendentes a eliminar a la minoría accionarial. Se trata de un límite o freno al poder de los socios de control o de los administradores de “expulsar”⁸³ a los socios minoritarios por un precio injusto. La “expulsión” sólo es posible si se garantiza un *fair value*. El *appraisal right* se concreta en la recepción de liquidez a través de la obtención de un precio justo por parte del socio que se muestra disconforme. El socio que ha votado en contra de la operación espera recibir una oferta por sus *shares* y si la oferta recibida no la considera de precio justo podrá notificar por escrito a la sociedad su disconformidad y propia valoración y, en caso de no llegar a un acuerdo, solicitar el *judicial appraisal*⁸⁴.

Este control judicial ha sido tachado⁸⁵ de complicado y lento, además de

lugar al *appraisal right*. Según señalara PERALES VISCASILLAS, P., *El derecho de separación del socio...*, op. cit., pp. 13-23 y, en específico, pp. 16-17, “si bien en su origen el *appraisal right* era –y continúa siendo– un derecho de separación del socio, la evolución de dicha institución ha llevado a englobar también situaciones de expulsión de socios que, a diferencia de lo que sucede en el Derecho de sociedades español, no tienen su razón de ser en incumplimientos”.

⁸³ En el texto principal incorporamos las comillas al verbo “expulsar” para desconectarlo de la exclusión de socios conforme está estructurado en el Derecho societario español. El *appraisal remedy* no encuentra correspondencia con los casos legales de expulsión o exclusión de socios en nuestro país, aunque en ellos haya también, como en los de separación, una compensación económica, como tuvimos ocasión de advertir *supra* en la nota a pie de página previa. Antes que nosotros, la profesora PERALES VISCASILLAS, P., *El derecho de separación del socio...*, op. cit., p. 20, hizo empleo, a estos efectos, de igual entrecorillado.

⁸⁴ De acuerdo a lo que adelantábamos *supra* en la nota a pie de página nº 76, de manera paralela, en nuestro Derecho interno el artículo 50.2 LME, para los casos especiales de fusión por absorción de sociedad participada, como mínimo, al 90%, expone que: “Los socios que manifiesten la voluntad de transmitir las acciones o participaciones sociales a la sociedad absorbente, pero que no estuvieran de acuerdo con el valor que para las mismas se hubiera hecho constar en el proyecto, podrán, a su elección y dentro del plazo de seis meses desde que notificaron su voluntad de enajenar sus acciones o participaciones, optar entre solicitar del Registro Mercantil correspondiente al domicilio de la sociedad absorbente la designación de un auditor de cuentas, distinto del de la sociedad, para que determine el valor razonable de sus acciones o participaciones, o bien ejercitar las acciones judiciales correspondientes para exigir que ésta las adquiera por el valor razonable que se fije en el procedimiento”.

⁸⁵ Dotado de costes, tardanza e incertidumbre expondría: HENAO BELTRÁN, L. F., “Tutela de los socios...”, op. cit., p. 229.

costoso, en tanto que los costes suelen ser, salvo excepciones, repartidos a partes iguales. Para evitar los inconvenientes de la tasación judicial, la *Revised Model Business Corporation Act* de 1984 (RMBCA)⁸⁶ –desde la revisión previa introducida en 1978– ha tratado de simplificar el procedimiento y fomentar la negociación del valor entre las partes, exigiendo a la compañía que aporte información financiera y fundamento suficiente de esa valoración. Pero, ello sería sin perjuicio de que si el socio siguiera en desacuerdo continuaría teniendo abierta la vía judicial para la correcta valoración de su participación.

2. El *appraisal arbitrage*: el caso Merion

El *appraisal right* incrementa el valor de las *shares* en aquellas operaciones en que se reconoce este derecho respecto de aquéllas otras en que no se registra⁸⁷. Por este motivo, puede dar lugar en la *praxis* a conductas ejercitadas de manera oportunista y arbitraria por socios minoritarios “profesionales”, como los *hedge funds*, provocando perjuicios a las sociedades que pueden llegar a ser de elevada gravedad societaria o económica⁸⁸. Estaríamos, en tal caso, ante el abuso de derechos y, en concreto, del *appraisal remedy* por parte de la minoría.

El minoritario vota “no” a la operación y espera hasta el último instante para ejercitar el *appraisal right* con el ánimo de obtener alguna ventaja, o ni siquiera vota porque en el momento en que se es tenido en cuenta como elegible para votar no es socio, comprando después las *shares* con el único

⁸⁶ Téngase en cuenta que la RMBCA se aprobó por el *Committee on Corporate Laws of the Section of Corporation, Banking and Business Law of the American Bar Association* (BAR).

⁸⁷ En los parámetros de la RMBCA (*sections* 11, 12.02 y 13.02.a)), el *appraisal right* está reconocido, junto para las fusiones, para el intercambio de *shares*, la venta e intercambio patrimonial y las situaciones de modificación de derechos o de ejercicio del voto, como tuvimos ocasión de adelantar *supra* en la nota a pie de página nº 78. Una vez más, sobre la materia, léase: PERALES VISCASILLAS, P., *El derecho de separación...*, op. cit., pp. 303 y ss.

⁸⁸ Recuérdese que un estudio general reciente sobre el “obstruccionismo de la minoría” hay en: MEGÍAS LÓPEZ, J., “Opresión y obstruccionismo...”, op. cit., pp. 13-56 y, en especial, pp. 32 y ss., donde se alude a la extralimitación en el ejercicio de los derechos de los socios minoritarios, quienes “ejercen[n] su posición jurídica de forma arbitraria, generando perjuicios a la sociedad, en ocasiones de extraordinaria gravedad” (p. 15). Previamente, *verbigratia*: HERNANDO CEBRIÁ, L., *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital*, Barcelona: Bosch, 2013, 400 pp.; HERNANDO CEBRIÁ, L., “Apuntes sobre el abuso del socio minoritario en las sociedades de responsabilidad limitada”, *RDM*, nº 283, 2012, pp. 271-324.

objetivo de ejercitar el *appraisal right* para alcanzar una satisfactoria valoración judicial. Esta última práctica es una estrategia de inversión conocida como “*appraisal arbitrage*”⁸⁹. Consiste, en efecto, en la adquisición de *shares* después de la fecha en la que se anuncia una operación de *merger and acquisition* (M&A) con el propósito de buscar una elevada evaluación y precio, en último extremo, mediante el *judicial appraisal*.

En la última de las escenas planteadas se desenvuelve el caso “Merion vs. Ancestry”⁹⁰. El 22 de octubre de 2012 la corporación del Estado de Delaware Ancestry.com Inc. anunció que iba a ser adquirida por la europea *private-equity firm* Permira Advisors. El 30 de noviembre de ese año fue fijado como “*record date*”, esto es, la fecha en la que los socios eran tenidos en cuenta como elegibles para votar, anunciándose que la votación tendría lugar el 27 de diciembre de 2012. Llegado este día, el acuerdo fue aprobado con aproximadamente el 75% de los votos a favor y tan sólo alrededor de un 0,7% en contra. El día posterior a la votación la operación de *merger* estaba completa. El *hedge fund* Merion Capital L. P. comenzó a comprar el 4 de diciembre, es decir, cuatro días después del “*record date*” y efectuó la mayoría de las compras entre el 12 y el 17 de diciembre, ejerciendo el *appraisal right* el 3 de enero de 2013⁹¹.

La *section 262.e*) de la *Delaware General Corporation Law* (DGCL)⁹² –

⁸⁹ Por todos, puede leerse: MYERS, M.; KORSMO, C., “Appraisal arbitrage and the future of public company M&A”, *Washington University Law Review, forthcoming Brooklyn Law School, Legal Studies Papers*, nº 388, 14 april 2014, disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2424935## (última consulta: 27 marzo 2015).

⁹⁰ Extractado y comentado, por ejemplo, en la siguiente noticia: DAVIDOFF SALOMON, S., “Fine legal point poses challenge to appraisal rights”, *Dealbook, The New York Times*, 30 may 2014, disponible en: http://dealbook.nytimes.com/2014/05/30/fine-legal-point-poses-challenge-to-appraisal-rights/?_r=0 (última consulta: 27 marzo 2015).

⁹¹ Según consta detalladamente en las páginas 8 y siguientes de la sentencia que citamos *infra* en nota a pie de página nº 94.

⁹² La fecha de la aprobación de la versión original de la DGCL data del 10 de marzo de 1899. En la materia que nos ocupa interesa la versión actual del *Title 8. Corporations. Chapter 1. General Corporations Law. Subchapter IX. Merger, consolidation or conversion*: § 251 y ss. y, en particular, el § 262.e) (relacionado con: 79 Del. Laws, c. 72, § 22 and 79 Del. Laws, c. 122, § 12), cuyo tenor literal en la parte que aquí interesa destacar es el que sigue: “*Within 120 days after the effective date of the merger or consolidation, any stockholder who has complied with the requirements of subsections (a) and (d) of this section hereof, upon written request, shall be entitled to receive from the corporation surviving the merger or resulting from the consolidation a statement setting forth the aggregate number of shares not voted in favor of the merger or*

reformada por la Asamblea General en 2007⁹³— sólo permite el ejercicio del *appraisal right* de aquellas *shares* que “*no voted in favor*” del acuerdo de *merger*. Como Merion las adquirió en un mercado abierto a través de *brokers* y *record holders* (como Cede & Company, nominado como: “*depository trust company*”), que votan de forma agregada⁹⁴, no pudo conocer quién era la contraparte ni supo cómo se había votado por las *shares* compradas. Por tanto, no podía satisfacer el requisito legal de demostrar que las *shares* para las que se proponía ejercitar el *appraisal right* no habían votado a favor del acuerdo.

El conflicto entre Merion y Ancestry fue llevado ante los tribunales⁹⁵. La oposición de Ancestry a la *appraisal petition* de Merion argumentaba que el precio de pago era el *fair value*. Además de rechazar esta valoración de Ancestry como justa, Merion tenía que salvar otro obstáculo: la sección 262.e) DGCL. Para ello, argumentó que no podía conocer cómo sus *shares* habían votado, pero que no votó a favor de la transacción de fusión⁹⁶. El 9 de mayo de 2014 la *Court of Chancery of the State of Delaware*⁹⁷ se pronunció en contra de la petición de Merion⁹⁸, aunque el pronunciamiento no se decantó por completo a favor de Ancestry⁹⁹. El 5 de enero de 2015, el *Vice-Chancellor Glasscock*, de la *Delaware Chancery*, dictaminaba finalmente a favor de Merion, fallando que no había votado a favor de la transacción de *merger* y que la DGCL no exige en casos de compra *post-record date* demostrar que los previos propietarios

consolidation and with respect to which demands for appraisal have been received and the aggregate number of holders of such shares”.

⁹³ Antes de la enmienda legislativa hubo un destacado pronunciamiento judicial de la *Court of Chancery of the State of Delaware* en el caso *In re Transkaryotic Therapies, Inc.*, (*submitted: February 9, 2007; decided: May 2, 2007*), a disposición del lector interesado en: http://lawprofessors.typepad.com/mergers/files/transkaryotic_opinion.pdf (última consulta: 27 marzo 2015).

⁹⁴ Vid. DAVIDOFF SALOMON, S., “Fine legal point...”, op. cit.

⁹⁵ *In the Court of Chancery of the State of Delaware. Of Counsel: Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, may 9, 2014, public version: may 16, 2014.*

⁹⁶ El *opening brief in support of respondent’s: Motion for summary judgment as to Merion Capital L. P.*, recogió en su *preliminary statement* que: “*Merion pleaded in its Verified Petition that “[n]one of [its] shares were voted in favor of the merger”.* Merion’s corporate representative testified that Merion actually has no idea how any of its shares were voted”.

⁹⁷ Vid. *supra* nota pie de página nº 94.

⁹⁸ “*The petitioner here –Merion– must demonstrate that the shares it seek to have appraised were not voted in favor of the merger. This Merion cannot do, and its petition should accordingly be dismissed*”. *Conclusion: [...] the Court should grant summary judgment in favor of Ancestry and dismiss Merion’s petition with prejudice*”, en el fallo de 9 de mayo de 2014 de la *Court of Chancery of the State of Delaware*.

⁹⁹ “*The case is not completely in favor of Ancestry, though*”, puntualiza: DAVIDOFF SALOMON, S., “Fine legal point...”, op. cit.

tampoco habían votado a favor de tal operación de reestructuración societaria. No obstante, denegó a Merion la reclamación del precio más elevado que pedía por sus *shares*. De esta forma, el juez marcaba los límites de una estrategia de inversión que se está popularizando entre los *hedge funds*¹⁰⁰ y donde una de las empresas líderes es precisamente Merion¹⁰¹.

El extractado es uno de los numerosos casos (treinta y tres en 2014 en Delaware)¹⁰² que enriquecen, en el contexto del Derecho societario y financiero norteamericano, el ya de por sí rico debate del ejercicio práctico del *appraisal right* como estrategia de inversión de los *hedge funds*. En esta popular estrategia de riesgo¹⁰³ se mueven cifras astronómicas de dinero: las reclamaciones por *appraisal rights* durante el año 2013 alcanzaron el billón y medio de dólares¹⁰⁴. Con esta billonaria cifra quisiéramos poner punto final a la presente investigación enfatizando cómo el ejercicio práctico del *appraisal right* (en correspondencia no plena con nuestro derecho de separación) puede dar lugar a un cambio de perspectiva del abuso de derechos evolucionando desde el abuso a la minoría, por opresión de la mayoría, hacia el abuso de la minoría, por oportunismo y obstruccionismo a la mayoría¹⁰⁵.

¹⁰⁰ Conforme daba inicio el siguiente comentario: HOFFMAN, L., “Judge denies hedge fund’s bid for higher price in Ancestry.com deal”, *The Wall Street Journal*, 30 January 2015, disponible en: <http://www.wsj.com/articles/judge-denies-hedge-funds-bid-for-higher-price-in-ancestry-com-deal-1422644615> (última consulta: 27 marzo 2015).

¹⁰¹ Merion fue considerado por la *Court of Chancery of the State of Delaware* en el caso objeto de estudio como un “*leader in the area*”, donde se relató que en 2012, además de la inversión en *Ancestry*, había invertido adquiriendo *shares*, en su estrategia de inversión de “*appraisal arbitrage*”, en *Healthspring* y en *Deltek*. Un año después en *BMC Software*, *Dole Foods* y *Lender Processing Services*. Con anterioridad, en *Airvana*, en 2010; *3M Cogent*, en 2011; y en *Emergency Medical Services*, en 2011. El dato de que Merion tiene nueve diferentes acciones implicadas en el *appraisal arbitrage* se recoge en nota de prensa en: DAVIDOFF SALOMON, S., “Fine legal point...”, op. cit.

¹⁰² En la cifra que aparece en: HOFFMAN, L., “Judge denies...”, op. cit.

¹⁰³ “*It’s a risky strategy, but then again that is what hedge funds specialize in*”, indicaría HOFFMAN, L., “Judge denies...”, op. cit.

¹⁰⁴ De acuerdo a los datos que manejan: MYERS, M.; KORSMO, C., “*Appraisal arbitrage...*”, op. cit.

¹⁰⁵ De nuevo, sobre la opresión de la mayoría y, en paralelo, el obstruccionismo de la minoría, citamos a: MEGÍAS LÓPEZ, J., “*Opresión y obstruccionismo...*”, op. cit., pp. 13 y ss.

BIBLIOGRAFÍA

- ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Límites a la libertad de configuración estatutaria, separación y exclusión de socios”, *Blog Derecho mercantil de Jesús Alfaro Águila-Real*, 5 septiembre 2013, disponible en: <http://derechomercantiles pana.blogspot.com.es/2013/09/limites-la-libertad-de-configuracion.html> (última consulta: 27 marzo 2015).
- ALFARO ÁGUILA-REAL, J.; CAMPINS VARGAS, A., “El abuso de la mayoría en la política de dividendos. Un repaso por la jurisprudencia”, *Otrosí*, nº 5, enero-marzo 2011.
- ___ “Conflictos intrasocietarios. (Los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada)”, *RDM*, nº 222, 1996 (también publicado en: AA.VV., *Estudios de Derecho mercantil: homenaje al profesor Justino F. Duque*, Valladolid: Universidad de Valladolid, 1998).
- ALONSO LEDESMA, C., “La eficacia de la Ley en el derecho de separación del socio. Respuesta a Jesús Alfaro”, *Blog Derecho mercantil de Jesús Alfaro Águila-Real*, 16 septiembre 2013, disponible en: <http://derechomercantiles pana.blogspot.com.es/2013/09/carmen-alonso-ledesma-la-eficacia-de-la.html> (última consulta: 27 marzo 2015).
- ___ “La autonomía de la voluntad en la exclusión y separación de socios”, *RDM*, 287, enero-marzo 2013.
- BRENÉS CORTÉS, J., “Derecho de la minoría al dividendo; el controvertido art. 348 bis LSC”, *Revista Aranzadi Doctrinal*, nº 8, diciembre 2012.
- ___ “El derecho de separación, principales novedades tras las últimas modificaciones operadas en el Derecho de sociedades”, *RdS*, nº 37, julio-diciembre 2011.
- ___ *El derecho de separación del accionista*, Madrid: Marcial Pons, 1999.
- BROSETA PONT, M., MARTÍNEZ SANZ, F., *Manual de Derecho mercantil*, vol. 1, 19ª ed., Madrid: Tecnos, 2012.
- CÁCERES CÁRCELES, C.: “Sentencia de 7 de diciembre de 2011: acción de impugnación de los acuerdos sociales referidos a la

- aprobación de cuentas y a la aplicación del resultado contable”, en CCJC, nº 90, 2012.
- CAMPINS VARGAS, A.; ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Abuso de la mayoría en el reparto de dividendos y derecho de separación del socio en las sociedades de capital”, en *Liber Amicorum Juan Luis Iglesias*, Madrid: Civitas, 5 febrero 2014 (también publicado en: *Cuatrecasas. Conçalves Pereira*).
 - DAVIDOFF SALOMON, S., “Fine legal point poses challenge to appraisal rights”, *Dealbook, The New York Times*, 30 may 2014, disponible en: http://dealbook.nytimes.com/2014/05/30/fine-legal-point-poses-challenge-to-appraisal-rights/?_r=0 (última consulta: 27 marzo 2015).
 - EMBID IRUJO, J. M., “La fusión de sociedades”, *Not. UE*, nº 152, 1997.
 - EUROPEAN CENTRAL BANK, *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area. October 2012 to march 2013*, Frankfurt: European Central Bank, abril 2013.
 - FAJARDO GARCÍA, I. G., *El derecho de separación del socio en la sociedad limitada*, Valencia: Editorial Práctica de Derecho, 1996.
 - FARRANDO MIGUEL, I., *El derecho de separación del socio en la Ley de sociedades anónimas y la Ley de sociedades de responsabilidad limitada*, Madrid: Civitas, 1998.
 - FUNDACIÓN MARTÍN ESCUDERO. PRICE WATERHOUSE, *La PYME industrial española: factores de éxito para competir*. Fundación Alfonso Martín Escudero. Price Waterhouse, 1995.
 - GADEA SOLER, E., “La separación de los socios en las sociedades mercantiles: el caso particular de las fusiones heterogéneas”, *Boletín JADO. Bilbao*, año XI, nº 23, junio 2012.
 - GARCÍA MANDALONIZ, M., “Gobierno corporativo de la sociedad no cotizada para impulsar el acceso al crédito, la captación de capital y la emisión de deuda”, en HIERRO ANIBARRO, S. (dir.), *Gobierno corporativo en sociedades no cotizadas*, Madrid: Marcial Pons, 2014.
 - GARCÍA PÉREZ, R., “La salida voluntaria y forzosa del socio profesional y su reflejo en las cláusulas estatutarias de separación y exclusión”, en, TRIGO GARCÍA; FRAMIÑÁN SANTAS, (eds.), *Estudios sobre sociedades profesionales*, Madrid: Marcial Pons, 2009.

- GARRIGUES DÍAZ-CAÑABETE, J., “La protección de las minorías en el Derecho español”, *RDM*, nº 72, 1959.
- GONZÁLEZ CASTILLA, F., “Reformas en materia de separación y exclusión de socios”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F.; FARRANDO MIGUEL, I.; GONZÁLEZ CASTILLA, F. (dirs.), *Las reformas de la Ley de sociedades de capital. (Real Decreto-Ley 13/2010, Ley 2/2011, Ley 25/2011 y Real Decreto-Ley 9/2012)*, Cizur Menor: Thomson Reuters Aranzadi, 2012.
- HENAO BELTRÁN, L. F., “Tutela de los socios de las sociedades de capital en las operaciones de modificación estructural”, *Revista e-Mercatoria*, vol. 12, nº 1, enero-junio 2013.
- HERNANDO CEBRIÁ, L., *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital*, Barcelona: Bosch, 2013.
- __ “Apuntes sobre el abuso del socio minoritario en las sociedades de responsabilidad limitada”, *RDM*, nº 283, 2012.
- HOFFMAN, L., “Judge denies hedge fund’s bid for higher price in Ancestry.com deal”, *The Wall Street Journal*, 30 January 2015, disponible en: <http://www.wsj.com/articles/judge-denies-hedge-funds-bid-for-higher-price-in-ancestry-com-deal-1422644615> (última consulta: 27 marzo 2015).
- IBÁÑEZ GARCÍA, I., “La nueva regulación del derecho al dividendo en las sociedades de capital (no cotizadas)”, *DN*, nº 263-264, septiembre-octubre 2012.
- __ “Sobre el derecho obligatorio al dividendo ¡Qué barbaridad!”, *Blog ¿Hay Derecho?*, 27 julio 2011, disponible en: <http://hayderecho.com/2011/07/27/sobre-elderecho-obligatorio-al-dividendo-que-barbaridad/> (última consulta: 27 marzo 2015).
- ILLESCAS, J., “Reparto obligatorio de dividendos en no cotizadas”, *Diario Expansión*, 29 septiembre 2011, disponible en: <http://www.expansion.com/accesible/2011/09/29/opinioneditorialyllaves/1317329001.html> (última consulta: 27 marzo 2015).
- ILLESCAS ORTIZ, R., *El derecho del socio al dividendo en la sociedad anónima*, Sevilla: Universidad de Sevilla, 1973.

- MAROTO ACÍN, J. A., “Estructura financiera de la PYME y su inflexión en la recesión (situación general y aproximación al comportamiento del crédito bancario)”, en *Papeles de la Fundación de Estudios Económicos*, nº 45, (número monográfico: “Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación”), 2012.
- MARTÍNEZ SANZ, F., *La separación del socio en la sociedad de responsabilidad limitada*, Madrid: McGraw-Hill, 1997.
- __ “Causas de separación del socio en la Ley de sociedades de responsabilidad limitada”, *RdS*, nº 6, año IV, 1996.
- MEGÍAS LÓPEZ, J., “Opresión y obstruccionismo en las sociedades de capital cerradas: abuso de mayoría y de minoría”, *Anuario Jurídico y Económico Escurialense*, XLVII, 2014.
- MELIÁ MARTÍN, E.; MATEOS RONCO, A.; GARCÍA MARTÍNEZ, G., “El derecho de separación del socio en los procesos de fusión cooperativa: caracterización y establecimiento del capital a reembolsar”, en, *Decisiones basadas en el conocimiento y en el papel social de la empresa: XX Congreso anual de AEDEM*, vol. 1, 2007.
- MYERS, M.; KORSMO, C., “Appraisal arbitrage and the future of public company M&A”, *Washington University Law Review, forthcoming Brooklyn Law School, Legal Studies Papers*, nº 388, 14 april 2014, disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2424935## (última consulta: 27 marzo 2015).
- PAVÓN ANSORREGUI, P., “El reparto obligatorio de dividendos”, *El Diario de Mallorca*, 14 octubre 2011, disponible en: <http://www.diariodemallorca.es/opinion/2011/10/14/reparto-obligatorio-dividendos/711542.html> (última consulta: 27 marzo 2015).
- PERALES VISCASILLAS, P., *El derecho de separación del socio en las sociedades de capital. (Un estudio de las causas legales en los ordenamientos español y estadounidense)*, Madrid: La Ley, Colección Biblioteca de Derecho de los Negocios, marzo 2001.
- __ *La separación de socios y partícipes*, Valencia: Tirant lo Blanch, 2000.

- PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Madrid: Civitas, 1998.
- SÁNCHEZ GRAELLS, A., “El nuevo deber de reparto de dividendos de las sociedades de capital: ¿dónde queda la autonomía de la Junta en la determinación del interés social?”, en: <http://howtocrackanut.blogspot.com/2011/09/el-nuevo-deber-de-reparto-de-dividendos.html> (última consulta: 27 marzo 2015).
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La transmisión de las participaciones sociales y el derecho de separación en la sociedad limitada”, *RdS*, nº 6, año IV, 1996.
- SEQUEIRA MARÍN, A., “Derecho de separación y exclusión del socio”, *RdS*, nº 36, 2011.
- URÍA GONZÁLEZ, R., “Transformación y fusión”, en GARRIGUES DÍAZ-CAÑABETE, J.; URÍA GONZÁLEZ, R., *Comentario a la Ley de sociedades anónimas*, T. I, 3ª ed., Madrid: Instituto de Estudios Políticos, 1976.
- VÁZQUEZ LÉPINETTE, T., *La protección de las minorías societarias frente a la opresión*, Cizur Menor: Thomson-Civitas, 2007.
- VIERA GONZÁLEZ, A. J., “Las sociedades de capital cerradas y causas de separación y exclusión en la SA y en la SRL”, *RDS*, nº 17, 2001.

ALGUNAS IMPLICACIONES JURÍDICO-SOCIETARIAS Y DE DERECHO DEL MERCADO DE VALORES NORTEAMERICANO DEL CASO MERION EN MATERIA DE RELACIONES CON INVERSORES

Javier IBÁÑEZ JIMÉNEZ

I. ANTECEDENTES Y BASE FÁCTICA, DE MERCADO Y SOCIETARIA, DEL CASO MERION

MERION CAPITAL GROUP, grupo de inversión estadounidense registrado en la *Financial Industry Regulatory Authority* (“FINRA”) y miembro de la *Securities Investor Protection Corporation* (“SIPC”) –en lo sucesivo, MERION- se especializó por diversas filiales en diversos ramos de banca de inversión, en particular la asesoría financiera, la captación de fondos para emisiones, la venta de participaciones significativas, y la investigación de mercados para banca, institucionales y grandes fortunas.

Al ejercer su derecho de separación con liquidación del valor de las acciones –*appraisal right*- y además pedir a los jueces que se evaluase el justiprecio de sus títulos –*judicial appraisal right*¹- en un litigio sobre compra financiada con el patrimonio de la sociedad adquirida –compra “apalancada” o *buyout*-, MERION, liderando un fondo flexible o *hedge fund*, presionaba a ANCESTRY.COM –sociedad objeto o destinataria de la operación, cuyo objeto social es la búsqueda de árboles genealógicos- para obtener un valor de 1600 millones de dólares; así, miles de accionistas beneficiarios del fondo, ejercientes del precitado derecho a través de MERION -que operaba en el mercado como gestor del fondo- y de otros representantes o delegados para votar en la junta de la sociedad *target*, buscaban una salida airosa para su inversión en sintonía con los postulados de la nueva democracia accionarial participativa e, incluso interactiva con los gestores de las compañías emisoras.

¹ En el Derecho estadounidense la configuración del *appraisal right* no solo comporta el ejercicio de la opción de venta o put de la parte patrimonial separada, sino a su vez el derecho de evaluarla correctamente, con más énfasis que en el Derecho societario continental; no en vano la *Revised Model Business Corporation Act* configura esta opción como portadora de un doble derecho, de separación pero también de oposición y disenso con el precio fijado -*dissenters’ right*: cap. 13, subcap. A-, vertiente tutelar que no es contemplada de manera equivalente en el *company law* continental.

Tradicionalmente, los accionistas norteamericanos, tanto institucionales como particulares, han venido siendo renuentes a demandar en juicios interminables y muy costosos a las compañías fundando sus pretensiones en la incorrecta o insuficiente valoración de sus títulos en canjes por fusiones o en ofertas públicas de adquisición.

Sin embargo, el caso del fondo flexible gestionado por representantes de MERION pone de relieve el crecimiento de nuevas variantes de colaboración participativa y *stewardship* o compromiso de los gestores de la inversión institucional por cuenta de pequeños inversores. Compromiso que comporta el ejercicio del derecho de separación como estrategia de gestión colectiva prioritaria con un impacto sobre la rentabilidad de las inversiones de primera magnitud²; no en vano el ejercicio de estas acciones ha proporcionado en el pasado quinquenio ingresos superiores a 1000 M de dólares en nueve sentencias favorables que incluyen las ofertas de adquisición de títulos ensayadas sobre DOLE FOODS, BMC SOFTWARE Y AIRVANA.

En el caso de la demandada ANCESTRY.COM. INC., sociedad dominada merced a la ejecución del *buyout* litigioso por un grupo de accionistas europeos liderados por la sociedad de *private equity* PERMIRA, los gestores del *hedge fund* de MERION habían invertido en aquella compañía en 2012 a un precio de 32 dólares comprando acciones cuyo valor real rondaría los 40, valor cuyo reconocimiento por los jueces de Delaware intentaron, por primera vez a favor de un fondo libre o flexible³.

² Cf. MYERS, M. y KORSMO, C. ("Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M & A", *Brooklyn Law School Legal Studies*, Research Paper Series, nº 388, agosto 2014, descargado en febrero de 2015 de <http://ssrn.com/abstract=2424935>), poniendo de relieve el error de la doctrina jurídica estadounidense tradicional al desdeñar un remedio judicial como este que ha probado su eficacia en circunstancias de extrema vulnerabilidad de la posición jurídica del inversor, sobre todo ante la corte de Delaware, en sentencias muy criticadas por voces que entienden abusiva la naciente práctica del *appraisal arbitrage*, pese a la incuestionable calidad técnica de las demandas interpuestas y el beneficio que suponen al inversor minoritario final o tenedor de participaciones en fondos. Según esos autores la amenaza de ejercicio de la acción reduce costes de agencia en los procesos de opas, así como el coste de financiación ex ante, reasignando eficientemente recursos en las M&A entre sociedades cotizadas.

³ Ya se habían intentado reconocimientos judiciales de un valor superior al inicialmente pactado a favor de gestores institucionales de fondos libres o de inversión flexible en otros casos muy recientes como el de los títulos de DOLE FOODS, ante diferentes tribunales estadounidenses, con éxito en la medida en que se modificaba el precio aceptado por la mayoría accionarial en las juntas precisas para aprobar el contrato principal que conducía a la correspondiente modificación estructural, adquisición corporativa o reestructuración de capital.

Debe tenerse presente que el régimen de políticas de voto institucional en compañías cotizadas, y su *stewardship* o compromiso de ejecución y comunicación con los partícipes o inversores de los fondos de inversión mobiliaria, conocidos como beneficiarios finales en la jerga angloamericana, presenta lagunas sustanciales en Estados Unidos.

El órgano de administración de ANCESTRY contestaba la demanda hace unos meses argumentando que 32 fue un precio justo, y en unas alegaciones complementarias⁴ alegaba, en sustancia, que MERION no pudo probar haber cumplido con el régimen jurídico del ejercicio del derecho de valoración judicial a posteriori –y, en su caso, de separación-, por cuanto:

- a) Los únicos socios facultados para dicho ejercicio son aquellos que no votaron a favor de la operación corporativa cuya valoración es litigiosa, pero no los que mostraron su aquiescencia
- b) Corresponde a los titulares beneficiarios demandantes la carga de probar que no votaron a favor de dicha operación en la junta correspondiente, y no al demandado probar lo contrario.
- c) En ningún caso puede MERION probar que su propósito es ejercer estos derechos de reevaluación por cuenta de accionistas que no votaron a favor de la operación cuyo precio se discute.
- d) Otros operadores intervinientes en la transacción, como intermediarios financieros, analistas de mercado o asesores, no pueden relevar a MERION de dicha carga.

Ahora bien, el pronunciamiento final de enero de 2015 que hacían los jueces de la corte de Delaware desestimando la argumentación de la defensa de ANCESTRY, favorecía no solo a MERION, sino en realidad al cuerpo genérico de los inversores institucionales estadounidenses que en lo sucesivo intenten acciones parecidas, al eximir a la parte que demande para obtener los diferenciales de valoración de la carga de probar que sus acciones representadas o beneficiarias han votado en contra de las operaciones apalancadas, o en general de las fusiones y otras operaciones de capital cuyo

⁴ Redactadas el 9 de mayo de 2014, y accesibles en febrero de 2015 en el sitio <http://es.scribd.com/doc/227236981/Public-Version-Respondent-s-Opening-S-J-Brief-In-Re-Appraisal-of-Ancest-PD>.

precio se discute y, fallida la negociación privada, se eleva ejerciendo la potestad del *judicial appraisal*⁵.

El juez Samuel Glasscock ha establecido así la relevancia exclusiva para juzgar en este caso del hecho de que el inversor institucional *no haya votado en junta a favor* de la operación, lo que, unido a la circunstancia de haber anunciado oportunamente su demanda, y la tenencia actual de las acciones, haría superflua una oposición expresa, por cuanto no habiendo votado a favor no cabría apreciar una contradicción con sus propios actos, de un lado, y del otro, la legitimación para demandar proviene del hecho de la titularidad actual de las acciones.

Se consagra así por vía jurisprudencial un auténtico *derecho de revaluación* separado de la titularidad real inicial de las acciones, e incluso del alcance inicialmente previsto por la ley del *appraisal right*, fundado en el carácter de inversor actual y en la prevención prioritaria –desde una óptica eficientista más propia de la tutela pública del mercado que de la societaria privada- de su riesgo de descapitalización por abuso de mayoría en operaciones corporativas indeseadas; siendo irrelevante el requisito la oposición expresa a la operación, como resultaría de derechos de oposición análogos a los que la legislación europea regula en supuestos de modificaciones estructurales u operaciones de cesión capital⁶.

⁵ Puede tratarse de operaciones de fusiones o de adquisiciones no apalancadas (por ejemplo, opas). Así, en 2012 ORCHARD ENTERPRISES INC. fue condenada a pagar a MERLIN PARTNERS y otros accionistas 4,67 dólares por acción, más del doble de los 2,05 fijados en una fusión. En ocasiones, la operación involucrada es semejante en parte a un *leveraged buy-out* (LBO) pero con toma de control por los administradores que participan en la adquisición, y cambio de administración, como sucede en el designado como *management buy-out*, (MBO), operación que también se presta, y con más razón si cabe, a esta suerte de negociaciones judiciales o prejudiciales sobre derechos de reevaluación, como demostró el caso de DOLE FOOD (cf. SOLOMON, S. D.: “A New Form of Shareholder Activism Gains Momentum”, *The New York Times –Dealbook-*, 4.3.2014, acceso 11-02.2015 en http://dealbook.nytimes.com/2014/03/04/a-new-form-of-shareholder-activism-gains-momentum/?_php=true&_type=blogs&smid=tw-share&_r=1). En algunas opas, a consecuencia de la negociación de institucionales y a la vista del caso de DOLE, el oferente deprecia su oferta en previsión del posible alza judicial.

⁶ Se establece así en la resolución analizada una solución pura de eficiencia análoga a la prevista en el derecho de opas con el mecanismo de simetría opt-in / opt-out, o sell-out / buy-out residuales; así, la opción call de que dispone el oferente sobre los no aceptantes, derecho simétrico de los sell-out residuales de las minorías atrapadas en la opa u opciones put del ofertado o destinatario, también otorgadas por un justiprecio. En realidad, la dinámica de

Esta solución supondrá en la práctica, como bien se ha advertido⁷, un encarecimiento considerable de las operaciones apalancadas, y su desincentivación a los proponentes, en la medida en que, de una parte, los partícipes de los fondos verán incrementada su rentabilidad a consecuencia de la concesión privada en negociaciones paralelas (y en el peor de los casos judicial) de los diferenciales de valor por ejercicio del derecho de separación; y de otra, las superiores expectativas de valor incrementarán automáticamente los precios de las operaciones apalancadas *ex ante*.

Por otra parte, la extensión de esta solución a casos análogos implica, en el plano de los operadores jurídicos:

- a) Un incremento previsible de la litigiosidad para el ejercicio de acciones colectivas por cuenta de accionistas, y de acciones por gestores de fondos a favor de beneficiarios finales integrados en fondos de inversión en general, y en particular en fondos mobiliarios llamados flexibles o libres, supuesto del cual el caso de MERION carecía de precedentes y es significativo de la extensión de los mecanismos de democracia y activismo accionarial a supuestos en los que no era pensable que los gestores, por la naturaleza de las inversiones, se guiaran por criterios de compromiso político-institucional, como el de los *hedge-funds* caracterizados por una enorme volatilidad de los activos del fondo y una versatilidad extrema de las políticas de inversión, frecuentemente asociadas a la contratación de productos de riesgo extremo como los CDOs y determinados derivados a la carta, incluso con fines estrictamente especulativos.

análisis económico subyacente a estas operaciones se impone de tal modo que se difumina la divisoria dogmática y teleológica entre separación y exclusión –*recte*, expulsión de hecho-, esto es, entre el derecho a separarse –autoexclusión del disidente, necesitada de revaluación *ex iudice*- y la exclusión no voluntaria o expulsión por expropiación o apropiación indebida de rentas de la sociedad proponente de la operación corporativa, cuyo riesgo conjura la nueva interpretación de Delaware para los beneficiarios de la inversión institucional.

⁷ HOFFMANN, L.: “Judge Rules in Favor of Hedge Fund Appraisal Arbitrage Strategy”, *The Wall Street Journal*, 6.01.2015, acceso 13.02.2015 en <http://www.wsj.com/articles/judge-rules-in-favor-of-hedge-fund-appraisal-arbitrage-strategy-1420571897>

b) La necesidad de replantearse determinados aspectos del régimen jurídico estadounidense de la gestión de los fondos de inversión libres o flexibles, y asimismo los límites idóneos que deben imponerse al ejercicio de acciones impugnatorias por eventual aprovechamiento o extracción de ventajas de negociación derivadas de posibles arbitrajes de derechos de reevaluación del precio en operaciones corporativas⁸. En suma, el arbitraje en cuestión reclama una regulación minuciosa que discrimine conductas oportunistas de legítimas expectativas, sea de los accionistas o de partícipes o tenedores de certificados de participación en fondos que resulten beneficiarios finales; discriminando oportunamente entre ambos grupos y entre las finalidades perseguidas por los institucionales. Debe a este respecto retenerse que conforme a la regulación del mercado americano, y a diferencia de los accionistas que demandan en acciones colectivas, los institucionales no están obligados a demostrar que el órgano de administración de la compañía demandada, o la propia sociedad demandada, hayan infligido daño a consecuencia de haber obrado dolosamente o con culpa grave – *wrongdoing*-, sino que la responsabilidad de la compañía demandada queda objetivada, bastando al demandante probar que el precio de la operación era injusto o inequitativo o, dicho de otra forma, que era un precio que lesionaba los derechos de los accionistas minoritarios y, en su caso, de los beneficiarios finales de la inversión colectiva, despojándoles de su parte correspondiente en la prima de control o sobreprecio que en justicia debe abonar quien se beneficia de la operación corporativa.

II. CONSIDERACIONES DE DERECHO DEL MERCADO DE CAPITALES RELATIVAS A LA EFICIENCIA DE LA SOLUCIÓN DEL CASO

Desde la óptica específica de la teleología del régimen jurídico del mercado de valores, parece que una superior obtención de rendimientos por los

⁸ En la *Revised Model Business Corporation Act* de 1984 (*sections* 11, 12.01, 12.02 y 13.02), fusiones (*mergers*), ventas o permutas de control (*share exchanges*) y ventas extraordinarias en bloque del activo (*sale of assets*); M&As parecidas a las que contemplan la *section* 262.b.1) de la *Delaware General Corporation Law* y otras normas societarias en distintos estados federales.

beneficiarios finales de los fondos, cuya posición patrimonial es equivalente desde la óptica del mercado de control a la del accionariado bursátil disperso, en general supone un incremento de eficiencia de las operaciones de adquisición, de un lado, y del otro, un avance en términos tanto de confianza de los agentes del mercado (y por tanto integridad del mismo) como de democracia accionarial, en tanto en cuanto un compromiso intenso del gestor de fondos con sus partícipes aumenta las posibilidades de éxito en el mercado de fondos por cuenta de sus mandantes, alineando los intereses de ambos - partícipes y gestor-, reduciendo así la conflictividad interna del contrato de gestión y su eventual litigiosidad.

Ahora bien, cabe preguntarse si, desde el punto de vista de otras finalidades del derecho del mercado de capitales, y en concreto desde la óptica de la transparencia informativa y de la tutela del inversor, cuya protección incumbe asimismo al derecho societario⁹, se deben hacer las mismas consideraciones que desde la óptica jurídico-pública de la regulación administrativa de los fondos de inversión. Obviamente no, pues responden a orientaciones de política legal bien distintas.

Independientemente de la aplicación de normas generales de tutela del inversor a la formación de los precios de los valores, y de las soluciones que merecería en distintos ordenamientos el problema de la atribución de derechos de revaluación o revisión del valor contratado de los instrumentos financieros

⁹ En el caso del derecho de separación en los ordenamientos continentales o civiles, a cuyo ejercicio subyace una lógica económica análoga a la del ejercicio del *appraisal right* del derecho angloamericano, se está discutiendo también, razonando con sustrato de Law and Economics, si en realidad se está tutelando al socio ajeno al control -*free floater*- o más bien procurándose un equilibrio razonable -y eficiente- de fuerzas. En efecto, la separación también beneficia a la mayoría incomodada por minoritarios obstaculizadores, y además no es propiamente, o al menos no es exclusivamente, un mecanismo tutelar del separado, quien queda fuera de la sociedad -como observa oportunamente PERALES VISCASILLAS, P.: *La separación de socios y partícipes*, Valencia: Tirant lo Blanch, 2000, 114-118; cf. ALONSO LEDESMA, C., "La autonomía de la voluntad en la exclusión y separación de socios", *RDM*, 287, enero-marzo 2013, 89-128; HERNANDO CEBRIÁ, L.: "Apuntes sobre el abuso del socio minoritario en las Sociedades de Responsabilidad Limitada", 283 *DM* (2012), 285-313, esp. 330 ss.-, sino más bien una opción *real o extracontractual* compensatoria, de facto, del coste previsto para la permanencia voluntaria en la sociedad. Desde esta perspectiva, ejercer el derecho de separación será, no una defensa o protección, sino una indemnización eficiente con tal que medie *iniuria contractus*, y a su vez, posteriormente, *iustum praetium revisionis*; premisa que viene a derrumbar la contemplación del *appraisal arbitrage* bajo parámetros optimizadores de la posición de la minoría, presuntamente fácil de expoliar debido, entre otros factores, a la concurrencia de asimetrías informativas.

transmitidos, lo cierto es que la solución dada por el juez estadounidense al caso MERION parece a primera vista eficiente, en la medida en que satisface de manera óptima una comunidad mayor de intereses a coste mínimo o menor, sin sacrificio equivalente del interés de la contraparte¹⁰.

Sin embargo, la respuesta puede ser negativa si se repara en la distorsión de precios bursátiles que introduce el aumento artificial del precio ex ante inducido por las superiores posibilidades de negociación en otras operaciones corporativas futuras; en concreto, en opas y en compras apalancadas o adquisiciones que poseen ahora los gestores de la inversión institucional.

La clave del juicio de eficiencia radica a la postre en saber si el incremento solicitado ante los tribunales por los accionistas responde a un ajuste de valor óptimo hacia el *justiprecio* (léase financieramente, valor *razonable*) o se trata por el contrario de un incremento artificial que obedece a una ponderación reactiva y excesiva del poder de los gestores “comprometidos” con los inversores finales. No se olvide que, desde la óptica de la eficiencia normativa, lo que está en juego es la *justicia del precio*, de una parte, y de otra, su extensión universal o, visto del lado de la posición subjetiva de los interesados, la posibilidad y la facilitación legal de exclusión o expropiación de minorías en aras del crecimiento corporativo.

En principio, el término jurídico angloamericano *appraisal*, equivalente a valoración, estimación o tasación, debe entenderse procesal y litigiosamente neutro, de modo que los *appraisal rights* no son *proprie* derechos de revalorización o de apreciación, sino en rigor derechos de avalúo o valoración inherentes a cualquiera de las operaciones corporativas de adquisición de capital previstas por la Ley¹¹. Por tanto, parece cabal cuestionarse por qué

¹⁰ Bajo el examen clásico de Ronald COASE. Piénsese no obstante que, desde hace unas décadas, se discuten los supuestos neoclásico-paretianos de equivalencia o indiferencia del sacrificio económico desde un prisma psíquico que impacta en la habilidad negociadora de las partes, como bien explanó Walter BLOCK en “Coase and Demsetz on Private Property Rights”, 1 (2) *Journal of Libertarian Studies*, 1977, primavera, 111-115, y en estudios posteriores cuyas premisas que hemos discutido en *Análisis económico del Derecho: método, investigación y práctica jurídica*, Bosch ed., Barcelona 2011, esp. 80-82 y n. 36.

¹¹ Así, la sección 262 de la Ley General de Sociedades de Delaware –cuyo texto es accesible en el sitio <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/878280/000119312508204014/dex99f.htm>– reconoce *appraisal rights* en el parágrafo (a) en favor de “any stockholder of a corporation of

después de hacerse un riguroso proceso de avalúo en una operación corporativa como una compra apalancada, una fusión o una opa, cabe replantearse la valoración que las partes se comprometieron inicialmente a asumir.

En el caso participar de una compra financiada con la entidad objetivo o *apalancada*, y desde la óptica de la doctrina de los actos propios, es insoslayable preguntarse por qué si el gestor no votó contra la operación puede tener derecho a incrementar valor pudiendo haberse opuesto y no habiéndolo hecho; la respuesta no debería ser que la abstención consciente reportaría por vía judicial mayores beneficios, pues entonces se estaría perjudicando los intereses de otros accionistas de la sociedad objetivo sin más justificación que la ineficiencia del régimen societario de ejercicio del derecho de separación, y en su caso, del régimen de presunciones de ejercicio.

Por otra parte, es evidente que el juez que rehace el avalúo ha de recurrir normalmente a expertos o peritos en M&As, que, si deciden corregir el valor contratado, están contradiciendo este, generando una ineficiencia adicional.

El régimen estadounidense de la reevaluación, en la práctica totalidad de

this State who holds shares of stock on the date of the making of a demand pursuant to subsection (d) of this section with respect to such shares, who *continuously* holds such shares through the *effective date of the merger or consolidation*, who has otherwise complied with subsection (d) of this section and who has neither voted in favor of the merger or consolidation nor consented thereto in writing pursuant to § 228 of this title shall be entitled to an appraisal by the Court of Chancery of the fair value of the stockholder's shares of stock under the circumstances described in subsections (b) and (c) of this section. As used in this section, the word "stockholder" means a holder of record of stock in a stock corporation and also a member of record of a nonstock corporation; the words "stock" and "share" mean and include what is ordinarily meant by those words and also membership or membership interest of a member of a nonstock corporation; and the words "depository receipt" mean a receipt or other instrument issued by a depository representing an interest in one or more shares, or fractions thereof, solely of stock of a corporation, which stock is deposited with the depository" (énfasis añadidos). Como se observa, se requiere para el ejercicio efectivo del derecho de reevaluación: titularidad accionarial al demandar, continuidad en la propiedad hasta que tenga efecto legal la operación corporativa –aquí, una fusión, incluso en su variante intragrupo o *short merger*, o también una "consolidación"–, y no haber consentido o votado a favor de esta –sin que se resuelva el supuesto de abstención, que parece asimilado aquí al de voto en contra, de suerte que el abstinerente podría ejercer el derecho; cf. WOO, A., "Appraisal Rights in Mergers of Publicly-Held Delaware Corporations-: Something Old, Something New, Something Borrowed and Something B.L.U.E.", 68 *Southern California Law Review* (1994-1995), 719-723; McBRIDE, D. C.: "Delaware Corporate Law: Judicial Scrutiny of Mergers (the Aftermath of *Singer v. the Magnavox Company*), 33 (4) *The Business Lawyer*, julio 1978, The American Bar Association, 2231 ss.-,

las diferentes versiones vigentes en diversos estados federales, viene diseñado originalmente para que los accionistas minoritarios obtengan en todo caso una compensación justa por haberse opuesto a una operación corporativa, y por consiguiente, dicha obtención ha de estar condicionada a la oposición efectiva en tiempo y forma, y a poder probarla, independientemente del valor de la prima de expropiación o de control de la parte del capital necesaria para el éxito del negocio corporativo.

Debe advertirse que, asimismo en origen, dicho régimen no fue, ni pudo ser, concebido para generar estrategias de incremento artificial del precio mediante litis cuyo demandante pudiera predeterminar estratégicamente que los activos habrían sido presuntamente infravalorados por la sociedad proponente del intercambio accionario, de modo que, finalmente, solo el juez los valoraría correctamente. Solo el carácter extraordinario del recurso a la revaluación *ex iudice* explica la extraordinaria complejidad procedimental y la exhaustividad de los requisitos precisos para el ejercicio del derecho de evaluar y, en su caso, revisar el precio de las operaciones en cuestión¹².

¹² Basta para comprenderlo examinar el claro ejemplo de la precitada sección 262 del régimen de Delaware, que reconoce el principio de autonomía de la voluntad de las sociedades para conferir estos derechos a todas las sociedades sujetas a su jurisdicción, haciendo la previsión correspondiente en la escritura de constitución, pese a las numerosas excepciones aplicables a sociedades cotizadas y operaciones estructurales que contempla el parágrafo (b) para el caso de silencio en dicha escritura; dispone así el parágrafo (c) que “any corporation may provide in its certificate of incorporation that appraisal rights under this section shall be available for the shares of any class or series of its stock as a result of an amendment to its certificate of incorporation, any merger or consolidation in which the corporation is a constituent corporation or the sale of all or substantially all of the assets of the corporation. If the certificate of incorporation contains such a provision, the procedures of this section, including those set forth in subsections (d) and (e) of this section, shall apply as nearly as is practicable”. El extraordinario formalismo del legislador se pone de relieve seguidamente (parágrafo d), singularment en material de procedimiento de notificación individual a cada socio y registro previo de este como condición de reconocimiento de titularidad; también el emisor ha de comunicar a cada uno que dispone del derecho de evaluación, y el socio a su vez, antes de votar la operación, ha de comunicar a la sociedad su voluntad de ejercerlo por escrito –*written demand for appraisal of shares*-. Nótese bien, además, que el mero hecho de votar por sí o por representante contra la operación corporativa en cuestión no implica, para el legislador de Delaware, expresión de voluntad exteriorizada por el accionista relativa al ejercicio de su derecho de evaluación y, en caso de no estar conforme con la evaluación que realiza la contraparte, referente a su derecho a que los títulos de capital sean revaluados por una autoridad externa a la operación: (d) Appraisal rights shall be perfected as follows: (1) If a proposed merger or consolidation for which appraisal rights are provided under this section is to be submitted for approval at a meeting of stockholders, the corporation, not less than 20 days prior to the meeting, shall notify each of its stockholders who was such on the record date for such meeting with respect to shares for which appraisal rights are available pursuant to subsection (b) or (c) hereof that appraisal rights are available for any or all of the shares of the

En realidad, la generación de un sistema de evaluaciones extrajudicial o prejudicial, que en argot se denomina “arbitraje de reevaluaciones” (*appraisal arbitrage*), podría encontrarse a la base de un fraude procesal y societario considerable si se da alguno de los supuestos siguientes:

- a) Una infravaloración de las acciones ficticia, supuesta o pretendida de los títulos que, en realidad se fundamente en una sobrevaloración oportunista y a priori realizada por los demandantes respecto del valor real o razonable de los títulos; entendido este valor como presupuesto de una evaluación correcta o equitativa del valor de la compañía, y

constituent corporations, and shall include in such notice a copy of this section. Each stockholder electing to demand the appraisal of such stockholder's shares shall deliver to the corporation, before the taking of the vote on the merger or consolidation, a written demand for appraisal of such stockholder's shares. Such demand will be sufficient if it reasonably informs the corporation of the identity of the stockholder and that the stockholder intends thereby to demand the appraisal of such stockholder's shares. A proxy or vote against the merger or consolidation shall not constitute such a demand. A stockholder electing to take such action must do so by a separate written demand as herein provided. Within 10 days after the effective date of such merger or consolidation, the surviving or resulting corporation shall notify each stockholder of each constituent corporation who has complied with this subsection and has not voted in favor of or consented to the merger or consolidation of the date that the merger or consolidation has become effective; or (2) If the merger or consolidation was approved pursuant to §228 or §253 of this title, then either a constituent corporation before the effective date of the merger or consolidation or the surviving or resulting corporation within 10 days thereafter shall notify each of the holders of any class or series of stock of such constituent corporation who are entitled to appraisal rights of the approval of the merger or consolidation and that appraisal rights are available for any or all shares of such class or series of stock of such constituent corporation, and shall include in such notice a copy of this section. Such notice may, and, if given on or after the effective date of the merger or consolidation, shall, also notify such stockholders of the effective date of the merger or consolidation. Any stockholder entitled to appraisal rights may, within 20 days after the date of mailing of such notice, demand in writing from the surviving or resulting corporation the appraisal of such holder's shares. Such demand will be sufficient if it reasonably informs the corporation of the identity of the stockholder and that the stockholder intends thereby to demand the appraisal of such holder's shares. If such notice did not notify stockholders of the effective date of the merger or consolidation, either (i) each such constituent corporation shall send a second notice before the effective date of the merger or consolidation notifying each of the holders of any class or series of stock of such constituent corporation that are entitled to appraisal rights of the effective date of the merger or consolidation or (ii) the surviving or resulting corporation shall send such a second notice to all such holders on or within 10 days after such effective date; provided, however, that if such second notice is sent more than 20 days following the sending of the first notice, such second notice need only be sent to each stockholder who is entitled to appraisal rights and who has demanded appraisal of such holder's shares in accordance with this subsection. An affidavit of the secretary or assistant secretary or of the transfer agent of the corporation that is required to give either notice that such notice has been given shall, in the absence of fraud, be prima facie evidence of the facts stated therein. For purposes of determining the stockholders entitled to receive either notice, each constituent corporation may fix, in advance, a record date that shall be not more than 10 days prior to the date the notice is given, provided, that if the notice is given on or after the effective date of the merger or consolidation, the record date shall be such effective date. If no record date is fixed and the notice is given prior to the effective date, the record date shall be the close of business on the day next preceding the day on which the notice is given”.

siendo valor real el que ha de fundar el justo precio al que corresponde al proponente de la transacción evaluar, desde el inicio y sin componendas procedimentales, los valores o instrumentos involucrados en dicha transacción de capital o corporativa, lo que ha de concretarse conforme a métodos valorativos neutrales expertos –típicamente, de auditor externo bajo supervisión judicial, aun con la carga subjetiva que comporten-. Los valores resultantes, para ser “reales”, habrán sido debidamente actualizados en función de elementos correctores, y en particular los referentes al concepto que recoge el valor de las primas de control o apropiación de control de quienes tratan de conducir las decisiones societarias.

- b) El sobreprecio, demasía o diferencial de precio –para algunos autores, en argot, prima o *premium*- que se alcanzará a través de una negociación exitosa en la implementación de un mecanismo arbitral, viene determinado o, en alguna medida condicionado, por la presión o distorsión interna o inherente a las expectativas procesales que genera el propio juicio valorativo que actual o coetáneamente se está ubicando en la base del producto “procesal” o resultado valorativo final emanado de la segunda pericia *ad processum*; circunstancia particularmente relevante en el caso de que la determinación del valor hecho por los segundos o siguientes expertos haya sido en alguna medida modulada según cierta medida de incorporación sobrevenida de los beneficios esperados del litigio –cualesquiera que estos fueran- a las expectativas del valor de la acción, tanto del valor fijado en este nuevo proceso, como en su caso, de las cotizaciones futuras en espacios de negociación secundaria¹³.

¹³ Como explica HALS, T.: “Hedge fund scores win for appraisal arbitraje strategy”, *Reuters (US Edition)*, 6-01-2015, accedido el 14.02.2015 en <http://www.reuters.com/article/2015/01/06/delaware-court-hedgefunds-idUSL1N0UL1QQ20150106>, la compañía MERION adquirió su participación entre la fecha en que se determinan los legitimados para votar en la junta que decide sobre la compra, y la propia fecha de la junta; de ahí que la entidad demandada pidiese a MERION probar que el propietario anterior de las acciones se había abstenido o votado contra la operación, pues obviamente quienes votan a favor no pueden pedir la prima.

III. REFLEXIÓN ESCUETA SOBRE EL PAPEL DE LOS ASESORES DE INVERSIÓN EN EL GRUPO MERION

La filial del grupo, sita en Kalamazoo (Michigan) y asesora de las propias sociedades integrantes del denominado GRUPO MERION CAPITAL (Wayne, Pennsylvania), desde la óptica legal europea común, constituye una empresa de inversión prestadora del servicio de asesoramiento financiero independiente¹⁴. Esta sociedad de consejo de inversión proclama en su página corporativa no venir adscrita al interés de emisores o intermediarios, y operar solo en el mejor interés del cliente, sea este o no profesional del mercado¹⁵.

En cuanto asesor financiero, declara que asiste a los inversores para lograr sus metas de rentabilidad, desarrollando en el marco de sus deberes fiduciarios las políticas de inversión del cliente, aconsejándole además en materias como estructura organizativa idónea, revisión de controles de cumplimiento interno, y gestión de riesgos. En lo respectivo al contenido de sus obligaciones como asesor, se compromete a procurar una óptima colocación de activos del cliente, optimizando su cartera de inversión e incluso ayudando en el proceso de selección de directivos del asesorado, de modo que este pueda adoptar decisiones de inversión bien informadas, reducir sus cargas administrativas y centrarse en el cumplimiento de su objeto social.

La sociedad tiene publicado on-line un manual de inversión donde se explican los servicios de supervisión de las inversiones que se prestan a los clientes, el concepto de gestión de inversión tarifada (*fee-only investment management*), la filosofía de inversión y tipos de inversión posibles, los factores

¹⁴ La Sección A del Anexo I de la conocida como MIFID 2 (i. e., Directiva 2014/65/UE, de 15 de mayo, del Parlamento y el Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican las Directivas 2002/92/CE y 2011/61/UE, y que, ex art. 93, ha de transponerse antes del 4 de julio de 2016, y aplicarse en Los Estados miembros a partir del 3 de enero de 2017, salvo las disposiciones de transposición del artículo 65.2, aplicables desde el 3 de septiembre de 2018) reputa servicio de inversión el “asesoramiento en materia de inversión”, en la línea de nuestra vigente Ley 24/1988, del Mercado de Valores (art. 63), redactada según la primigenia MIFID 1 de 2004.

¹⁵ Profesional en el sentido del derecho europeo del mercado de valores es todo cliente que posee “la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes” (Anexo II de la MIFID 2, que entre otras categorías incluye, junto a empresas y banca de inversión, a operadores de seguros, del mercado de materias primas e inversores institucionales, fondos de pensiones y sus respectivos entes gestores, así como inversores públicos y grandes empresas (por encima de 40 M de euros /año de negocio, 20 M de balance o 2 de fondos propios, cumpliendo dos de tres medidas).

de rentabilidad y riesgo de las inversiones, y ejemplos de carteras conservadoras, moderadas, semi-agresivas y agresivas, el impacto en las carteras de los costes de inversión, así como las hipótesis que asume el asesor respecto a todo lo anterior, principalmente la individualidad del asesoramiento, de modo que los costes transaccionales e impuestos se estiman para cada cliente de manera personal¹⁶.

Parece legítima, y es oportuna, la pregunta crucial relativa al papel que han de jugar estos prestadores de servicios en la configuración de las estrategias de inversores institucionales externos al grupo, pero también y sobre todo, intragrupo. De producirse una asimetría en la información servida a asesorados externos e internos, la razón última podría ser:

- a) Un intento consciente de favorecer a los internos, y particularmente inversores institucionales como los gestores de los fondos que reclaman el ejercicio de los derechos de reevaluación judicial, a fin de obtener ventaja competitiva en el ejercicio de acciones que favorecerán a los partícipes del fondo, pero también a los gestores, relativamente beneficiados respecto de otros gestores de fondos en la medida en que el éxito de las acciones fortalece su posición en el mercado de gestores colectivos de inversión.

- b) Una asimetría informativa inconsciente y negligente que se produce por déficit de comunicación interna, generadora de insuficiencias en la aplicación de políticas intragrupo de prevención de conflictos de intereses, de políticas internas de control de *whistleblowing*, o de políticas y procedimientos igualmente internos o intragrupo relativos a los mecanismos de disociación de datos o segmentación informativa entre operadores de *back-office*.

- c) Una conducta dolosa que discrimina a los *insiders* de los receptores externos de la información, con el propósito de lograr una posición

¹⁶ Cf. MERION CAPITAL LLC INDEPENDENT FINANCIAL ADVISORS, *Investment Handbook 2012*, http://www.merioncapital.com/files/merion/InvestmentHandbook_YE2012.pdf, 21-22, acceso 8.02.2015.

informativa ventajosa de los operadores del grupo respecto de terceros competidores en general, y no específicamente en el sector de los gestores de las instituciones de inversión. En este último caso la reacción del legislador del mercado de valores debe ser contundente y aplicar criterios análogos de evaluación de la conducta a los empleados cuando se anteponen órdenes de mercado en provecho propio o se usa cualquier ventaja informativa con perjuicio de terceros; la relación contractual con esos terceros es determinante para establecer los términos en que se ha producido la desventaja informativa y para establecer la infracción de las obligaciones de información.

Producida cualquiera de estas circunstancias, el papel distorsionante de los asesores debe corregirse por mecanismos eficientes de abstención o recusación capaces de solucionar el conflicto de intereses producido y su incidencia en la evaluación de las acciones. Entre otros, la normativa de conducta del mercado de valores en los casos donde la autorregulación del grupo presente lagunas o su aplicación no sirva para superar los efectos distorsionantes para el mercado inducidos por la intervención del asesor, tanto respecto de los accionistas actuales como respecto de inversores futuros susceptibles de ser expoliados por la desinformación relativa.

La idea de tutela simétrica y equivalente entre inversores actuales y potenciales, de hecho, está en la base de la filosofía judicial inspiradora de la resolución que aquí se comenta –en lo sucesivo probablemente no solo será el criterio de Sam Glasscock, Vice Canciller de la Delaware Court of Chancery, sino la de muchos otros que razonen supuestos análogos bajo el método analítico-económico descrito-, y serviría *mutatis mutandis* para extender la noción de abuso de información relevante a la actuación de otros operadores intragrupo¹⁷.

¹⁷ Vide KAZANOFF, P. E. / GLUCKOW, P.C: *Appraisal Arbitrageur's Standing Reaffirmed by Chancery Court*, comentario breve de la resolución de Delaware Court of Chancery sobre el caso de ANCESTRY / BMC vs MERION, *passim*, accesible el 22.03.2015 en el website <http://www.delbizcourt.com/id=1202716912694/Appraisal-Arbitrageurs-Standing-Reaffirmed-by-Chancery-Court#ixzz3aZmFP7RG>; en este supuesto el juez ha interpretado el régimen del derecho de evaluación de Delaware en el sentido de no exigir a quien pide el ajuste de precio

Podemos, así, encontrarnos ante un resultado oportunista y simplificador por la vía de aplicar un análisis económico de las normas societarias federales reductor de la posición jurídica del socio a una mera circunstancia temporal transitoria. No deja de sorprender, por lo demás, cómo las propias leyes federales conceden legitimación para ejercer derechos de revaluación a las propias compañías nuevas, newcos o resultantes de la operación corporativa o modificación estructural (absorción, fusión por creación, o “consolidación” en argot de Delaware), en paridad de trato con cualquier accionista que haya cumplido los requisitos de procedimiento (notificación escrita, recepción de comunicaciones del emisor, registro accionarial). El rigor de esta disposición, y sus costos elevados de control de cumplimiento, sin duda, propician que el juez tienda, creando alternativas versátiles, a eludir su aplicación. Tanto la persona jurídica resultante como cualquier accionista puede pedir al tribunal que concrete el valor de las acciones dentro del cuatrimestre posterior a la fecha de efecto de la operación, en el caso de la sección 262 de las normas societarias de Delaware¹⁸; además, los socios pueden revocar su consentimiento o retirar

“to trace the voting history of its shares”, de modo que la pretensión de Ancestry y BMC se deniega en realidad porque, aun probado que Merion compra tras la fecha de registro y por tanto no puede probar su titularidad accionarial cuando se votó la fusión –y menos, haber votado en contra-, lo relevante es ser propietario cuando se vota la operación corporativa, sino la titularidad actual por cuenta de accionistas perjudicados por la infravaloración. De nuevo, simetría en la protección intertemporal de accionistas que no lo eran al tiempo de votarse la operación; extendiendo el razonamiento podría extenderse la protección incluso a accionistas que lo fueran posteriormente independientemente de, como exige la legislación de Delaware, el momento en que tiene efecto pleno y externo la operación adquisitiva en cuestión.

¹⁸ En concreto, el párrafo (e) de la precitada sección contempla la regla de delimitación temporal del ejercicio del derecho de revaluación por la persona jurídica resultante: “Within 120 days after the effective date of the merger or consolidation, the surviving or resulting corporation or any stockholder who has complied with subsections (a) and (d) of this section hereof and who is otherwise entitled to appraisal rights, may commence an appraisal proceeding by filing a petition in the Court of Chancery demanding a determination of the value of the stock of all such stockholders. Notwithstanding the foregoing, at any time within 60 days after the effective date of the merger or consolidation, any stockholder who has not commenced an appraisal proceeding or joined that proceeding as a named party shall have the right to withdraw such stockholder’s demand for appraisal and to accept the terms offered upon the merger or consolidation. Within 120 days after the effective date of the merger or consolidation, any stockholder who has complied with the requirements of subsections (a) and (d) of this section hereof, upon written request, shall be entitled to receive from the corporation surviving the merger or resulting from the consolidation a statement setting forth the aggregate number of shares not voted in favor of the merger or consolidation and with respect to which demands for appraisal have been received and the aggregate number of holders of such shares. Such written statement shall be mailed to the stockholder within 10 days after such stockholder’s written request for such a statement is received by the surviving or resulting corporation or within 10 days after expiration of the period for delivery of demands for appraisal under

la demanda y aceptar las condiciones inicialmente propuestas ex post (aquí, a diferencia de la nueva persona jurídica resultante, con buen criterio), lo que demuestra la facilidad con que el propio legislador está dispuesto a aceptar pactos sobrevenidos de revaluación extrajudiciales, y la preeminencia de una cultura de bargaining o negociación permanente para contentar a los socios disconformes; en suma, el caldo de cultivo idóneo para el arbitraje valorativo que la resolución sobre el caso Merion ha venido precisamente a consolidar y potenciar en favor del accionariado disperso de las sociedades cotizadas.

IV. CONCLUSIONES

El ejercicio colectivo por el accionariado de los llamados “appraisal rights” solo cobra sentido si se concibe el consentimiento contractual previo como viciado por error del demandante, inducido por dolo del demandado, que, en la formación del precio, eludió informar a los beneficiarios o accionistas perjudicados; hipótesis que en principio debería ser extraña a los procesos de formación del precio en el mercado de control de sociedades cotizadas, habida cuenta de la publicidad de las cotizaciones, y de la información disponible públicamente sobre las primas de control.

Esta información debe ser, en todo caso, exacta y exhaustiva, y su publicidad debe promoverla el órgano de administración de la sociedad pagadora en las fusiones y adquisiciones concernidas, especialmente donde el riesgo de conflicto de interés es superior, como sucede en los MBOs. Por otra parte, en ningún caso los jueces deben reconocer precios superiores sin apoyarse en pericias independientes.

La inversión institucional compone un caldo de cultivo idóneo para el ejercicio de estos derechos –y su arbitraje o negociación prejudicial-, en la medida en que el gestor colectivo absorbe los costes individuales o grupales de

subsection (d) of this section hereof, whichever is later. Notwithstanding subsection (a) of this section, a person who is the beneficial owner of shares of such stock held either in a voting trust or by a nominee on behalf of such person may, in such person's own name, file a petition or request from the corporation the statement described in this subsection”.

las *class actions*: de ahí el impacto de mercado que están alcanzando las decisiones judiciales que amparan a aquellos, y de ahí también la necesidad de una regulación meditada que impida la acumulación indiscriminada de beneficios inmerecidos para gestores y beneficiarios finales, sin perjuicio de reconocer la importancia del fenómeno para políticas de compromiso institucional acordes con el movimiento global de activismo accionarial.

No siempre el arbitraje de revaloración o revaluación culmina con éxito, cuando los costes de litigación son altos¹⁹; y puede, llegada la demanda, ser un fracaso absoluto si el juzgador no reconoce siquiera un justiprecio que iguale el del contrato antecedente más aquellos costes. Este fenómeno muestra, de un lado, el riesgo de inversión en litigios de esta especie, y de otro, las economías de escala que suponen a los fondos libres o flexibles de mayor tamaño. Por tanto, la inversión institucional se erige en el mejor cauce defensor, no de los accionistas, sino de beneficiarios finales que, sin serlo (son propietarios indirectos, y directamente, son titulares de meras certificaciones de participación en el fondo), gozan más y mejor que los propios socios del ejercicio de los derechos políticos.

Parece que el legislador del mercado estadounidense (y en todo caso, los jueces, no solo en Delaware) debería, a la vista de la laxitud del *company law* presente en la materia, condicionar razonablemente el ejercicio abusivo de estos derechos, impidiendo que los fondos flexibles o libres dejen de ocuparse de la inversión mobiliaria y para pasar a ser profesionales de la *inversión pre-litigiosa* o de *appraisal arbitrage*, desplazando su *core business* hacia el *lobby* de los contratantes y negociadores en fusiones y adquisiciones; actividad en

¹⁹ Incluso el activista más famoso del mundo, Carl C. ICAHN, que había organizado una campaña para inducir a otros socios a ejercer estos derechos en la compra apalancada de directivos –MBO– dirigida sobre la compañía DELL, renunció finalmente debido a las expectativas de ganar en la revaluación menos del coste legal de ejercer estos derechos en diferentes tribunales, incluso considerando el beneficio post MBO obtenido de una compañía en declive. En este caso menos del 3% de los socios ejerció sus appraisal rights; pero en el posterior caso del MBO sobre DOLE FOOD, controlada por su comprador David MURDOCK y un CEO nonagenario, lo ejerció el 51%, viendo el precio ofrecido de 13.50 dólares por acción, irrisorio comparado con los más de 20 dólares en que, iniciado el pleito de revaluación por los socios, los administradores evaluaban la acción. Sin embargo, el arbitraje aún muestra las espadas en alto, desde que cuatro *hedge funds* (FORTRESS INVESTMENT, HUDSON BAY CAPITAL, MAGNETAR CAPITAL Y MERION CAPITAL) compraron 14 millones de títulos para ejercer estos derechos; en concreto, Merion ya había interpuesto 10 *appraisal actions* en Delaware, incluida la relativa a la compra de ANCESTRY.

principio ajena a su objeto social cuya realización y régimen debe encauzarse adecuadamente en beneficio de los inversores finales.

El conjunto de las normas en vigor emanadas de la SEC, así como las de derecho societario aplicable a las modificaciones estructurales y a las compras apalancadas en diferentes estados federales estadounidenses, no parece componer un *corpus iuris* con fuerza disuasoria bastante para desmotivar a los gestores de fondos demandantes de ajustes de precio, y de ahí el aluvión actual de arbitrajes para preparar y sustanciar estos singulares pleitos de revaluación o ajuste del precio en las nuevas operaciones corporativas de M&A que se sustancian hoy en el mercado de control; situación que puede calificarse como perniciosa para el mercado bursátil en su conjunto, pese al beneficio relativo obtenido por aquellas minorías bien representadas en los consejos, o, incluso, *outsiders*, que consiguen elevar el valor de su inversión sin la contraprestación de soportar el riesgo del valor realizando un esfuerzo temporal proporcionado manteniendo la inversión.

El sustrato económico de ese perjuicio es la medida en que la nueva ola de litigación, por un lado, está disparando los costes de preparación de las operaciones, así como otros transacción e intermediación de los emisores; pero también, por otro, los propios costes de litigación, en la medida en que la demanda de juicios y de arbitraje o intermediación al efecto se multiplica incesantemente.

Por lo demás, siguiendo la senda ahora abierta en Delaware se corre el riesgo de desdibujar e, incluso, desvirtuar la función del juez, que, en estos supuestos, parece reconvertido en revaluador forzoso de patrimonios. Especialmente, este fenómeno afecta a la posición relativa de mercado entre los gestores de fondos -flexibles o libres y resto de fondos mobiliarios-, en cuanto los costes transaccionales que los primeros han de soportar son generalmente muy inferiores a los que deben afrontar para operaciones comparables otras instituciones de inversión.

En definitiva: indiscutible es que, por razones de pura eficiencia, se deban simplificar (al margen del oportunismo de las minorías o de los inversores

institucionales que las representan) ciertas normas reguladoras del ejercicio de los derechos de revaluación²⁰, tal vez subsumiéndolas en el marco general de las relaciones entre socios, como es propio del derecho europeo. Cuestión distinta es llegar, por la vía de la revaluación automática, al extremo de propiciar un oportunismo simplificador que ponga en riesgo la eficiencia de las operaciones corporativas y reduzca el proceso creativo de valor en las sociedades cotizadas, constituyendo un supuesto (cada vez más típico, introducido por vía jurisprudencial) de abuso de minoría.

²⁰ Como botón de muestra, en la propia sección 262 de Delaware, basta leer para comprender la voluntad de los jueces de reducir costes litigiosos -e, indirectamente, de transacción presente y futura, simplificando el procedimiento- el régimen relativo a la determinación de los legitimados registrados para ejercer el derecho de evaluación, plagado de costes previos de registración y posteriores de certificación y control registral:

(g) At the hearing on such petition, the Court shall determine the stockholders who have complied with this section and who have become entitled to appraisal rights. The Court may require the stockholders who have demanded an appraisal for their shares and who hold stock represented by certificates to submit their certificates of stock to the Register in Chancery for notation thereon of the pendency of the appraisal proceedings; and if any stockholder fails to comply with such direction, the Court may dismiss the proceedings as to such stockholder.

(h) After the Court determines the stockholders entitled to an appraisal, the appraisal proceeding shall be conducted in accordance with the rules of the Court of Chancery, including any rules specifically governing appraisal proceedings. Through such proceeding the Court shall determine the fair value of the shares exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger or consolidation, together with interest, if any, to be paid upon the amount determined to be the fair value. In determining such fair value, the Court shall take into account all relevant factors. Unless the Court in its discretion determines otherwise for good cause shown, interest from the effective date of the merger through the date of payment of the judgment shall be compounded quarterly and shall accrue at 5% over the Federal Reserve discount rate (including any surcharge) as established from time to time during the period between the effective date of the merger and the date of payment of the judgment. Upon application by the surviving or resulting corporation or by any stockholder entitled to participate in the appraisal proceeding, the Court may, in its discretion, proceed to trial upon the appraisal prior to the final determination of the stockholders entitled to an appraisal. Any stockholder whose name appears on the list filed by the surviving or resulting corporation pursuant to subsection (f) of this section and who has submitted such stockholder's certificates of stock to the Register in Chancery, if such is required, may participate fully in all proceedings until it is finally determined that such stockholder is not entitled to appraisal rights under this section. Nótese cómo, por razones de eficiencia, se excluyen de la valoración judicial de las acciones las primas por expectativas de consolidar las operaciones propuestas, y se incluyen en cambio los intereses procesales. Con mayor motivo deberán los jueces ajustar el valor en las demandas de revalorización o actualización considerando, al revistar los elementos que componen el justiprecio accionario, el coste de las expectativas inducidas por el arbitraje.

CLAUSURA DEL CONGRESO INTERNACIONAL SOBRE DERECHO DE SOCIEDADES Y RELACIONES CON INVERSORES DE LA CÁTEDRA GARRIGUES DE MODERNIZACIÓN DEL DERECHO DE SOCIEDADES

Julio MARTÍNEZ SJ

Rector Magnífico de la Universidad Pontificia Comillas

1. La Cátedra Garrigues – Comillas de modernización del derecho de sociedades es ya un centro de referencia en España para la reflexión pública y privada y para la investigación relativa a este sector del ordenamiento jurídico, cambiante con la realidad económica y que ha vivido una transformación radical en estos últimos años.
2. Este congreso internacional sobre derecho de sociedades y relaciones con inversores ha supuesto un hito nuevo en la actividad de la Cátedra, al haber acogido y reunido a un escogido elenco de los mejores investigadores y especialistas europeos en una materia multidisciplinar y con enorme proyección profesional para nuestros alumnos y para la investigación universitaria como es la de las Relaciones con Inversores. Proyección que no sorprende, considerando que vivimos un mundo ciber-conectado, donde empresas y sus gestores se relacionan con los inversores por canales de comunicación cada vez más sofisticados y eficientes, desde las páginas web corporativas hasta sitios virtuales específicos en las redes sociales.
3. Han sido objeto de tratamiento en las diferentes ponencias que habéis tenido ocasión de compartir durante las dos jornadas del Congreso los problemas regulatorios que suscitan estas técnicas. Entre otros, los relativos al ejercicio de derechos políticos por los accionistas de las sociedades cotizadas como el derecho de información, el de voto y el de representación en junta; los referentes a la responsabilidad de sus administradores y a sus deberes fiduciarios; y los concernientes a la responsabilidad de los gestores e intermediarios contractuales que

participan de las nuevas técnicas de comunicación asociadas a los mecanismos que facilitan aquel ejercicio. Y ese tratamiento ha sido dispensado, en especial, desde la perspectiva de la reciente reforma de la Ley de Sociedades de Capital, pero también desde una óptica global de la regulación financiera.

4. Estoy seguro de que las reflexiones acumuladas aquí irán fructificando pronto, más allá de este encuentro, en publicaciones nacionales e internacionales de prestigio, comenzando por los nuevos Cuadernos de la Cátedra, editados a partir de diciembre de 2014, donde ya se viene comprobando su potencialidad como incubadora de conocimiento especializado y puntero en el panorama doctrinal jurídico-privado español.

ANEXO. RESEÑA DEL SEMINARIO DE LA CÁTEDRA

Congreso internacional

International research conference

DERECHO DE SOCIEDADES, GOBIERNO CORPORATIVO Y RELACIONES CON INVERSORES

COMPANY LAW, CORPORATE GOVERNANCE AND INVESTOR RELATIONS

Madrid, 23 y 24 de febrero de 2015

Sede: Universidad Pontificia Comillas de

Madrid (ICADE) Aula P. Juan Martín de

Nicolás (ED 308), planta 3ª

**Convoca: Cátedra Garrigues
de Modernización del Derecho de Sociedades**



GARRIGUES

Directores: Javier Ibáñez Jiménez ; Mónica Martín de Vidales Godino

PROPÓSITO

- A) Creación y difusión de conocimiento sobre los avances recientes de la teoría y sistemas de relaciones entre la dirección de las sociedades de capital y los inversores que acuden al mercado de capitales, bajo los presupuestos de la disciplina societaria vigente en varias jurisdicciones, y en contexto de la post-crisis financiera europea e internacional.
- B) Análisis económico del moderno derecho de sociedades español desde la óptica particular de la necesaria mejora de la comunicación entre gobierno de las sociedades e inversores.
- C) Examen de los últimos avances del derecho societario vigente (Ley de Sociedades de Capital, y, virtualmente, Código Mercantil, y normas relacionadas del mercado de capitales) desde una perspectiva pluridisciplinar y aplicada con especialistas de reconocido prestigio internacional.

LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN RELACIONADAS

Derecho de las sociedades de capital

Derecho del mercado financiero y responsabilidad social corporativa

Teoría del buen gobierno corporativo y teoría de agencia

Teoría general de los conflictos de intereses

Teoría y praxis de las relaciones con inversores

Comunicación con accionistas y activismo accionarial

TRANSFERENCIA DE RESULTADOS

Las actas de la jornada se publicarán en libro por una editorial de máxima difusión, sin perjuicio de la publicación de desarrollos temáticos en revistas indexadas (incluida REPES) o monografías, en particular en la colección **Cuadernos monográficos de la Cátedra Garrigues**: Número 2/2015: *Derecho de sociedades y relaciones con inversores: facilitación eficiente del diálogo entre socios y gestores*

PROGRAMA

23 de febrero 2015 (L)

15 h: Presentación del Congreso, por los Directores de la Cátedra Garrigues

15.15 h *Società quotate, mercati finanziari e relazioni con gli investitori*

Prof. Paolo MONTALENTI.

Ordinario di diritto commerciale. Università degli Studi di Torino

Contraponentes:

Prof. Juan SÁNCHEZ-CALERO

Catedrático de derecho mercantil. Universidad Complutense, Madrid

Prof. Javier IBÁÑEZ JIMÉNEZ

Director de la Cátedra Garrigues -Universidad Pontificia Comillas-

16 h *Gobierno corporativo en las sociedades del tercer sector*

Prof. Antonio PERDICES HUETOS

Catedrático de Derecho mercantil. Universidad Autónoma de Madrid

**16.45 h *Cuestiones sobre el inversor en la reforma de las sociedades de capital:
derechos de los socios y lealtad de los administradores***

Profs. Mónica MARTÍN DE VIDALES / Javier IBÁÑEZ JIMÉNEZ

Directores de la Cátedra Garrigues

Álvaro LÓPEZ-JORRÍN

Socio de Garrigues

24 de febrero 2015 (M)

15 h *Global trends in Investor Relations*

Enrique J. NAMEY

Partner. Lazard Financial Advisory and Management Ltd.

Fred STONE

CEO. King Worldwide Investor Relations

Francisco BLANCO BERMÚDEZ

Expresidente de la Asociación Española de Relaciones con Inversores

15.45 h ***Los Proxy Advisors en el derecho y en la práctica de las sociedades cotizadas***

Sergio GONZÁLEZ GALÁN

Socio de Garrigues

Paola GUTIÉRREZ VELANDIA

Head of Corporate Governance Advisory. Georgeson SL

16.30 h ***Derecho de sociedades, abuso de mercado, appraisal rights y hedge funds: el caso Merion***

Marta GARCÍA MANDALÓNIZ

Profesora Titular de Derecho mercantil (Universidad Carlos III)

Prof. IBÁÑEZ JIMÉNEZ (moderador)

17.30 h **Clausura**

17.30 h Julio Luis MARTÍNEZ MARTÍNEZ SJ
Rector Magnífico de la Universidad Pontificia Comillas

ANEXO 2

GOBIERNO CORPORATIVO EN EL TERCER SECTOR: BUEN GOBIERNO EN ENTIDADES NO LUCRATIVAS

Antonio PERDICES HUETOS

PROXY ADVISORS

Paola GUTIÉRREZ VELANDÍA

GOBIERNO CORPORATIVO EN EL TERCER SECTOR

Antonio Perdices Huetos

Catedrático de derecho mercantil

BUEN GOBIERNO EN ENTIDADES NO LUCRATIVAS

¿NECESIDAD DE G.C. EN EL SECTOR NO LUCRATIVO?

"ANULADA LA PENSIÓN DE 13,9 MILLONES DEL EXPRESIDENTE DE **MUTUA MADRILEÑA**" (06.05.2014)

"TEDDY BAUTISTA Y 3 MIEMBROS DE LA **SGAE**, DETENIDOS POR DESVIAR FONDOS" (01.07.2011)

"EL EX NÚMERO DOS DE **CAJA MADRID** ADVIRTIÓ A RATO CONTRA LAS TRAJETAS 'BLACK'" (20.02.2015)

"**CAJA CASTILLA-LA MANCHA**: VISA ORO, COCHES OFICIALES Y UN AGUJERO DE 3.000 MILLONES. LOS DIRECTIVOS SE GASTARON 21.000 EUROS EN COMER EN UN CRUCERO" (01.08.2012)

¿NECESIDAD DE G.C. EN EL SECTOR NO LUCRATIVO?

“CONDENADOS A UN AÑO DE CÁRCEL MILLET Y MONTULL POR EL ESCÁNDALO DEL «CASO PALAU»” (08.05.2014)

“EL SUPREMO CONDENA A SEIS AÑOS DE CÁRCEL AL EXPRESIDENTE DE ANESVAD. EL TRIBUNAL RATIFICA LA PENA POR APROPIACIÓN INDEBIDA DE MÁS DE 7,5 MILLONES DONADOS PARA COOPERACIÓN [22.04.2013]”

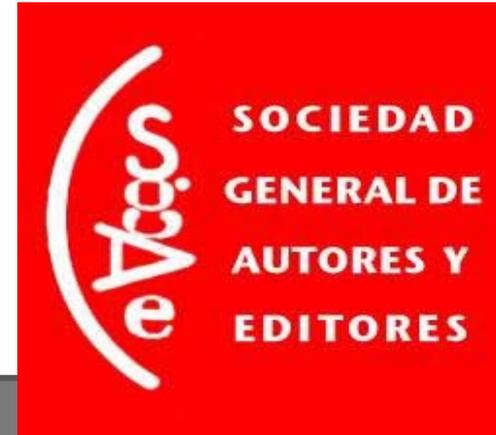
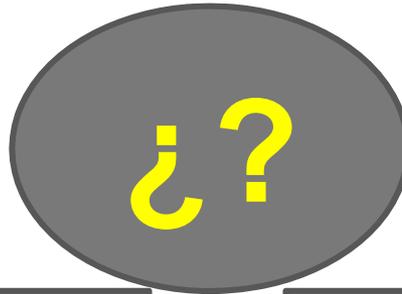
MIENTRAS UNOS PADRINOS DE INTERVIDA SE MUESTRAN INDIGNADOS Y VEN CONFIRMADOS SUS TEMORES, OTROS PREFIEREN DARLE EL BENEFICIO DE LA DUDA [05.04.2007]

“TAMBIÉN EL GUGGENHEIM TUVO SU ESCÁNDALO. EL MUSEO BILBAÍNO SUFRIÓ UN PRESUNTO DESFALCO DE MEDIO MILLÓN Y UN QUEBRANTO FINANCIERO DE SIETE” [02.02.2014]

NOOS VOY A PONER
MÁS EJEMPLOS

-Y PERDÓN POR EL
TUTEO-

STATU QUO



LA REGULACIÓN LEGAL DEL LOS DEBERES DEL ADMINISTRADOR DE UNA FRUTERÍA **SRL** FRENTE A SUS DOS CONSOCIOS ES EXPONENCIALMENTE MÁS EXHAUSTIVA Y RIGUOSA

(CFR. ARTS. 209 a 252 DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL)

QUE LA DE LOS DE UNA **ENTIDAD DE GESTIÓN** QUE ASUME EL MANEJO DE MILLONES DE EUROS DE MILES DE SOCIOS

(CFR. ART. 11.4 DE LA LEY ORGÁNICA DE 22/03/2002, DEL DERECHO DE ASOCIACIÓN)

QUÉ ES EL TERCER SECTOR

- SIN ÁNIMO DE LUCRO : “NOT FOR PROFIT”
“NON-DISTRIBUTION CONSTRAINT”
- PUDIENDO EJERCITAR UNA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN COMPETENCIA CON EL SECTOR PRIVADO (ARTS. 13.2 LOA Y 24.1 LF)
 - SECTOR EMPRESARIAL
 - SECTOR FILANTRÓPICO
- POSIBLE INTERÉS ECONÓMICO DE SU BASE PROPIETARIA, SI LA TIENE

TIPOLOGÍA

ENTIDADES CON BASE PROPIETARIA



Mutuas: “MUTUA MADRILEÑA”

Asociaciones: “SGAE” “REAL MADRID”
“MANOS UNIDAS”

Cooperativas: “COFARES” “EROSKI”

Otras: “SIGMA AIE”

ENTIDADES SIN BASE PROPIETARIA



Fundaciones: “ONCE” “LA CAIXA”

AMIGOS DEL MUSEO DEL TRAJE (ASOCIACIÓN)
AMIGOS DEL MUSEO DEL PRADO (FUNDACIÓN)

Y EN ALGUNOS CASOS
ES DIFÍCIL SABER...



OXFAM
International

e:!)(!:,
CiJ(j)
Cáritas
Diocesana de Valencia

ENTIDADES CON DUEÑOS

- FALTA DE CONCIENCIA PROPIETARIA EN LOS MIEMBROS
- PASIVIDAD EN LA PARTICIPACIÓN EN LA VIDA SOCIAL
- DÉFICIT REGULATORIO ENDÓGENO
- MALA REGULACIÓN EXÓGENA

ENTIDADES SIN DUEÑOS

- DÉFICIT REGULATORIO
- FALTA DE CONTROL ENDÓGENO
- IMPOTENCIA DE STAKEHOLDERS, VOLUNTARIOS Y DONANTES
- DEFICIENTE CONTROL EXÓGENO POR LOS PROTECTORADOS

POR CIERTO...

Existen 9.050 fundaciones activas en España, sobre un censo total de 12.921 fundaciones registradas y no extinguidas. El 65,3% de las fundaciones censadas son fundaciones jóvenes, esto es, creadas con posterioridad a la primera Ley de Fundaciones de 1994.

El gasto agregado de 3.262 fundaciones españolas supera los 5.222 millones de euros. El 53,6% cuenta con un gasto anual superior a 150.000€.

(Fuente: el sector fundacional español: datos básicos. Instituto de análisis estratégico de Fundaciones 2011)

PECULIARIDADES DEL TERCER SECTOR FRENTE AL SECTOR PRIVADO

Agencia en estructura lucrativas

- a) Fines claros y mensurables: máximo dividendo y cotización
- b) Socios informados con poder de remover los gestores
- c) Mercado de control societario
- d) Mercado de gestores

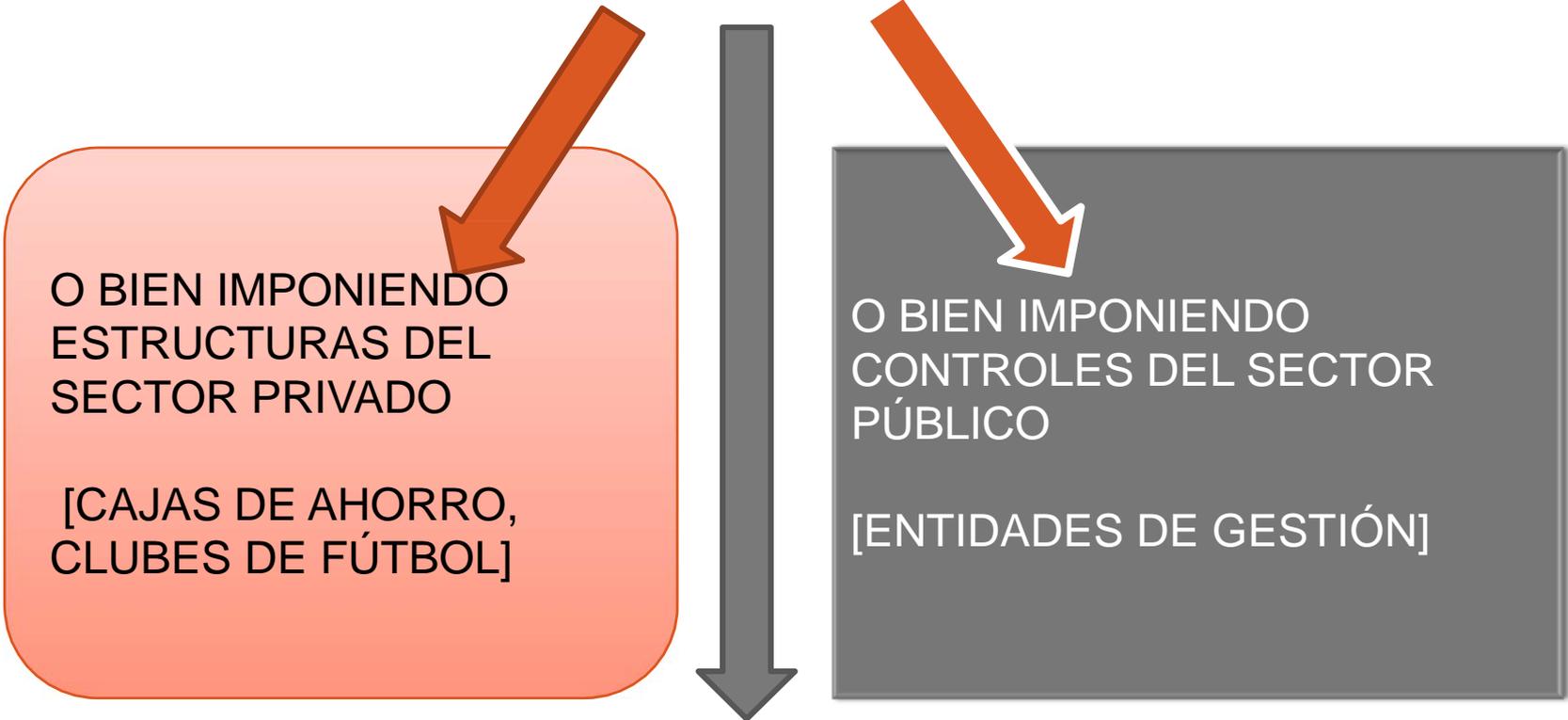
Agencia en Estructuras no lucrativas

- a) Fines ambiguos o imprecisos
- b) Propietarios inexistentes o inconscientes
- c) Ausencia de un mercado de control
- d) Ausencia de un mercado de gestores

¿Se pueden trasladar las reglas de GC de unas a las otras?

OPCIONES LEGALES

HASTA AHORA, LOS PROBLEMAS SE HAN RESUELTO:

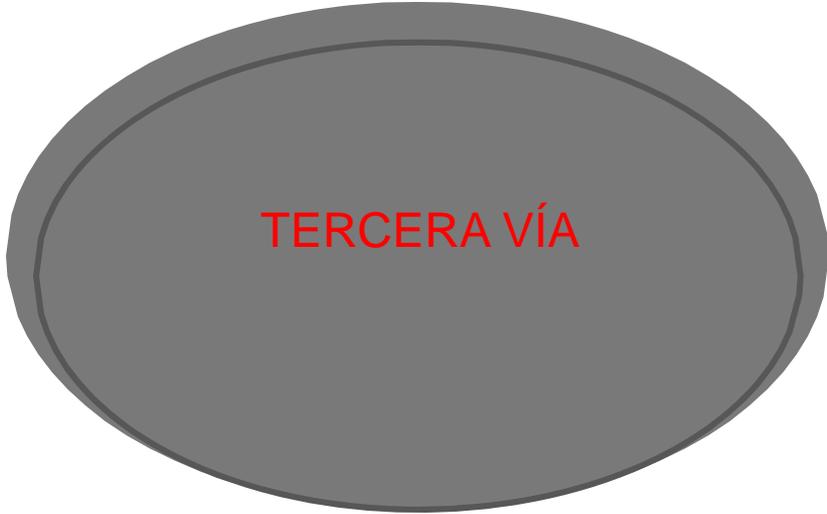


O BIEN IMPONIENDO
ESTRUCTURAS DEL
SECTOR PRIVADO

[CAJAS DE AHORRO,
CLUBES DE FÚTBOL]

O BIEN IMPONIENDO
CONTROLES DEL SECTOR
PÚBLICO

[ENTIDADES DE GESTIÓN]



TERCERA VÍA

LÍNEAS DE ACTUACIÓN ESPECÍFICAS

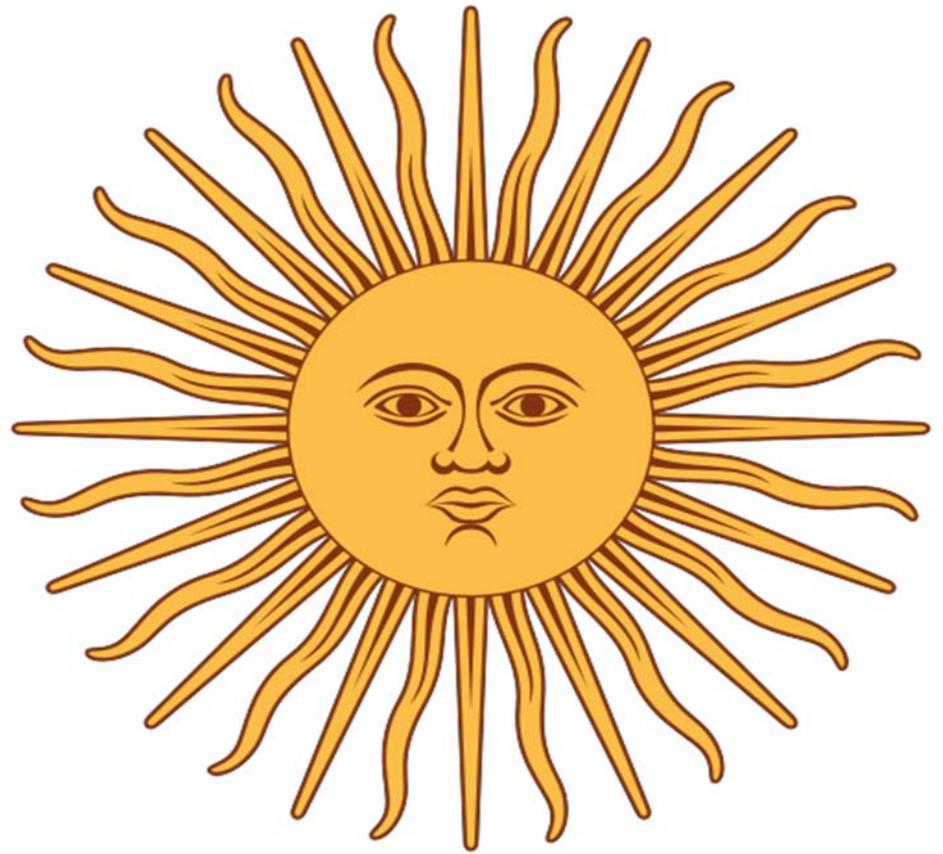
REGULACIÓN

PODERES DE MIEMBROS
E INTERESADOS

STATUS Y DEBERES DE
ADMINISTRADORES

HASTA AHORA

**TODO SE HA CONFIADO A
LA TRANSPARENCIA**



“La luz del sol es el mejor de los desinfectantes” (Brandéis)

LOS PRINCIPIOS DE TRANSPARENCIA Y BUENAS PRÁCTICAS DE LAS ONG DE LA FUNDACIÓN LEALTAD



- 1.- Principio de Funcionamiento y Regulación del Órgano de Gobierno.
- 2.- Principio de Claridad y Publicidad del Fin Social
- 3.- Principio de Planificación y Seguimiento de la Actividad.
- 4.- Principio de Comunicación e Imagen Fiel en la Información.
- 5.- Principio de Transparencia en la Financiación.
- 6.- Principio de Pluralidad en la Financiación.
- 7.- Principio de Control en la Utilización de Fondos.
- 8.- Principio de Presentación de las Cuentas Anuales y de las Obligaciones Legales.
- 9.- Principio de Promoción del Voluntariado.



PODERES DE MIEMBROS E INTERESADOS

REGULACIÓN que

- a) en las entidades con base propietaria promueva el activismo –el caso de las entidades de gestión-.**
- b) en las entidades sin base propietaria, reproduzca la lógica de la agencia:**
 - bien reformulando la condición de propietario vicario al poder público**
 - bien concediendo a los stakeholders facultades de control y permitiendo vías de participación pe.j, a efectos assemblearios o de impugnación de acuerdos**
 - bien combinando los anteriores**

STATUS Y DEBERES DE ADMINISTRADORES

REGULACIÓN que:

- a) Profesionalice la administración, con una remuneración adecuada y una carrera profesional: el caso de la remuneración.**
- b) Defina adecuadamente los deberes de diligencia y lealtad de los administradores**

Proxy Advisors

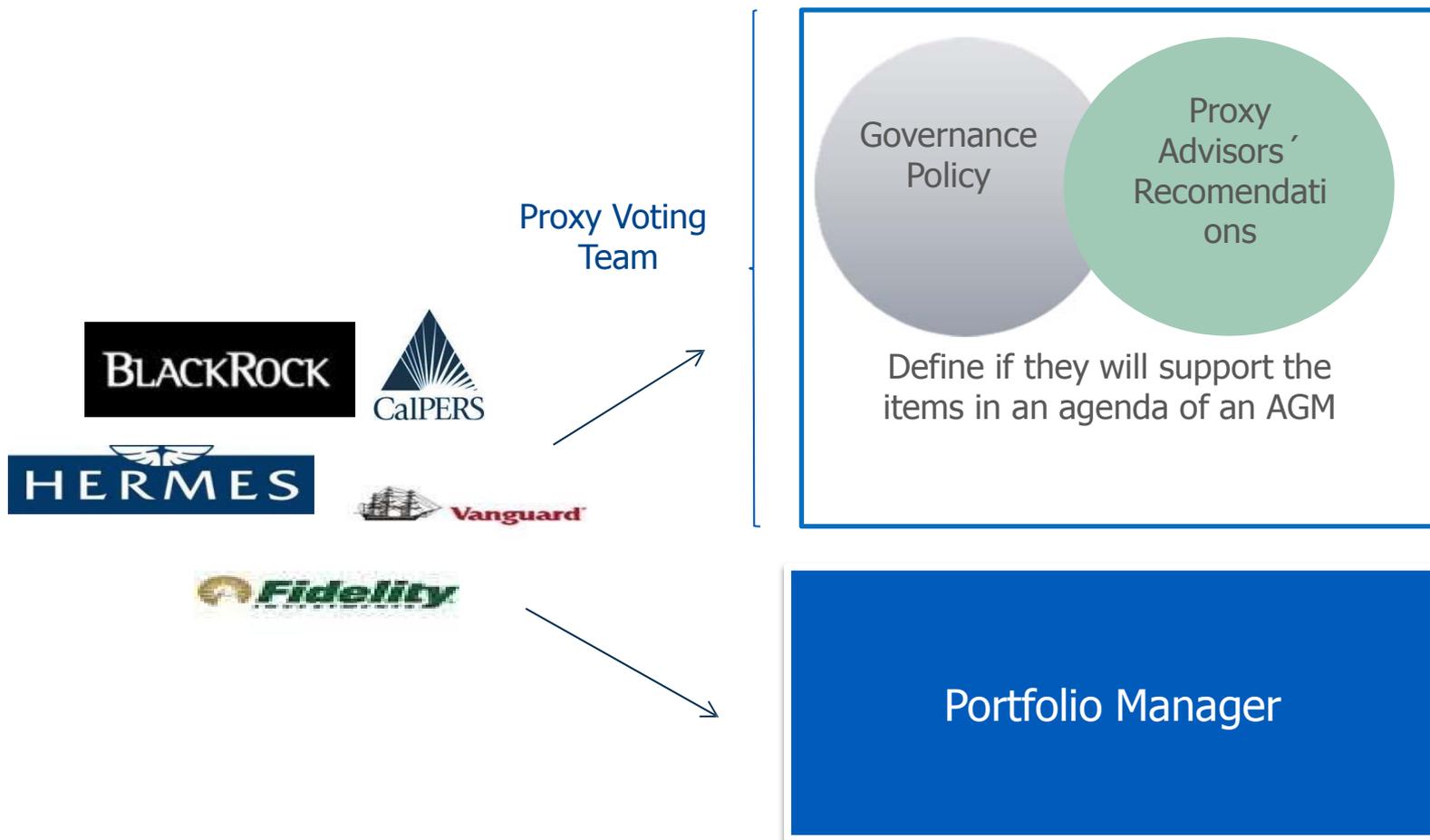
Paola Gutiérrez Velandía

Directora

España, Portugal, Latam.

Febrero de 2015

Inversor Institucional Responsable



ICGN: International Corporate Governance Network www.icgn.org

Georgeson

Proxy Advisors:

EE.UU



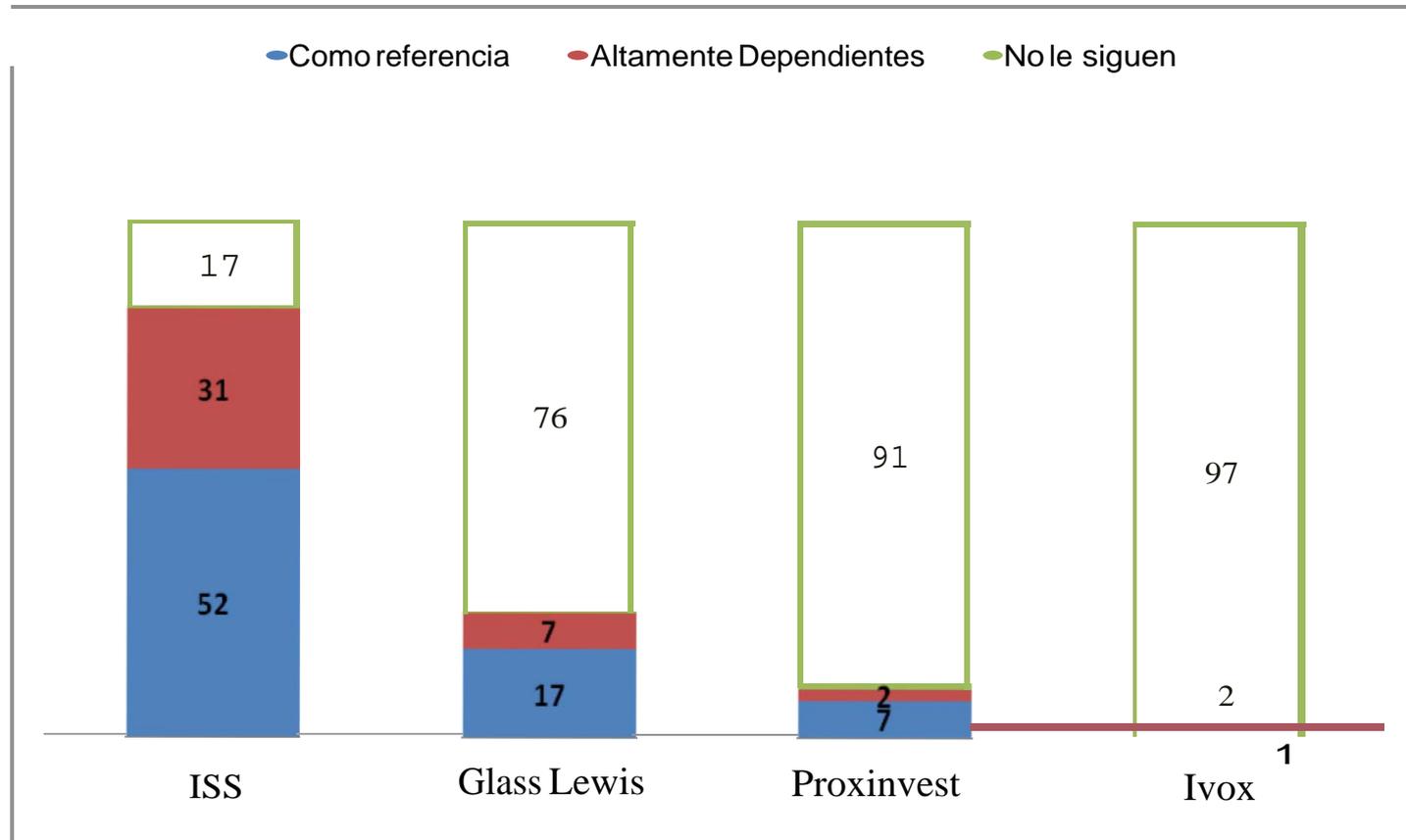
Europa



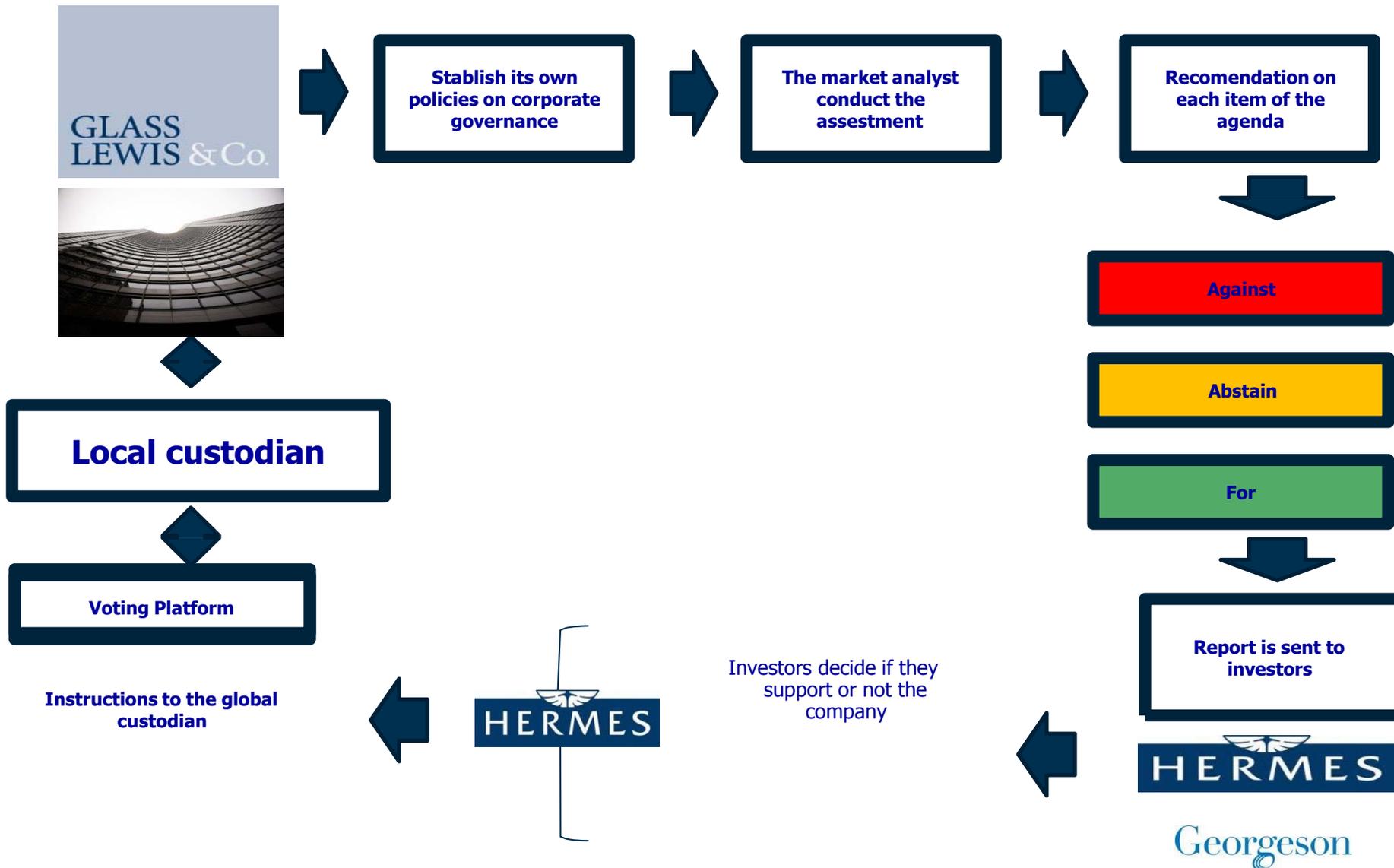
Recientes



Nivel de influencia Proxy Advisors



Cómo funciona



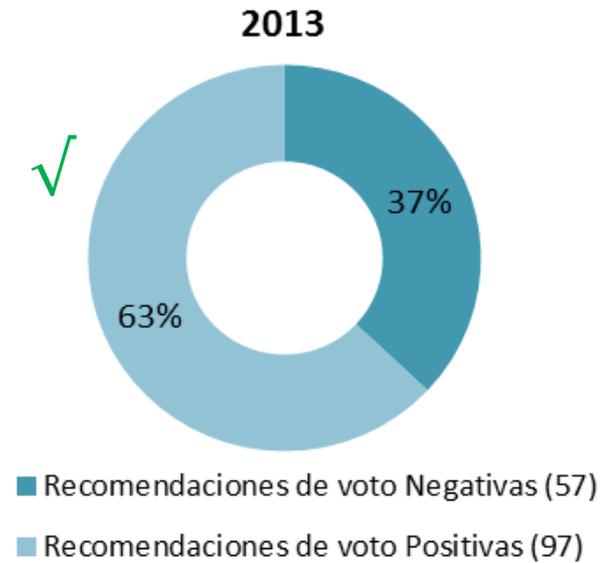
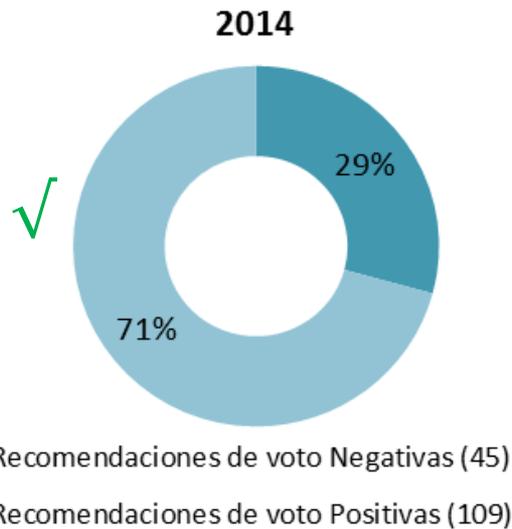
Sample of a Proxy Advisor Report

Agenda and Recommendations

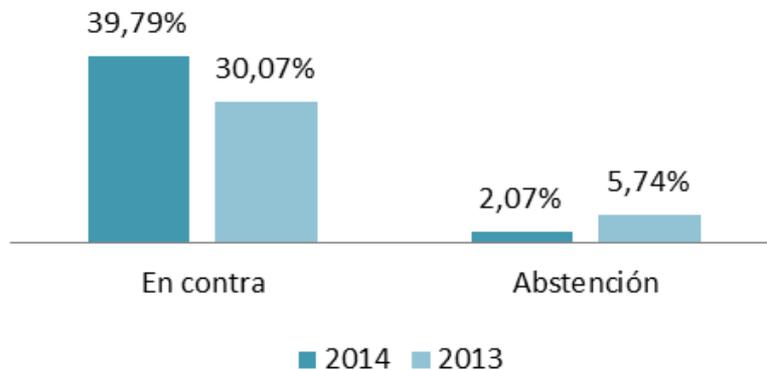
International Policy

Item	Code	Proposal	Mgt. Rec.	ISS Rec.	Focus
Management Proposals					
1	M0460	Approve Transaction with Related Party	FOR	AGAINST	••
2	M0329	Approve Increase in Capital via Share Issuance	FOR	AGAINST	••
3	M0330	Approve Non-Monetary Contributions that May Be Capitalized in Connection with Company's Capital Increase	FOR	AGAINST	•••
4	M0330	Authorize Board to Set Issue Price in Connection with Company's Capital Increase	FOR	AGAINST	••

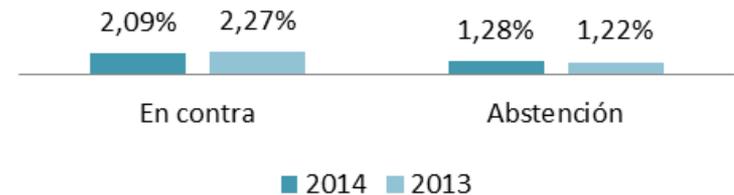
Participación de los inversores en los Juntas de Accionistas de 2015



✗ **Media de votos sobre el free float con recomendación de los Proxy Advisors en contra**



✓ **Media de votos sobre el Free-float con recomendación de los Proxy Advisors a favor**

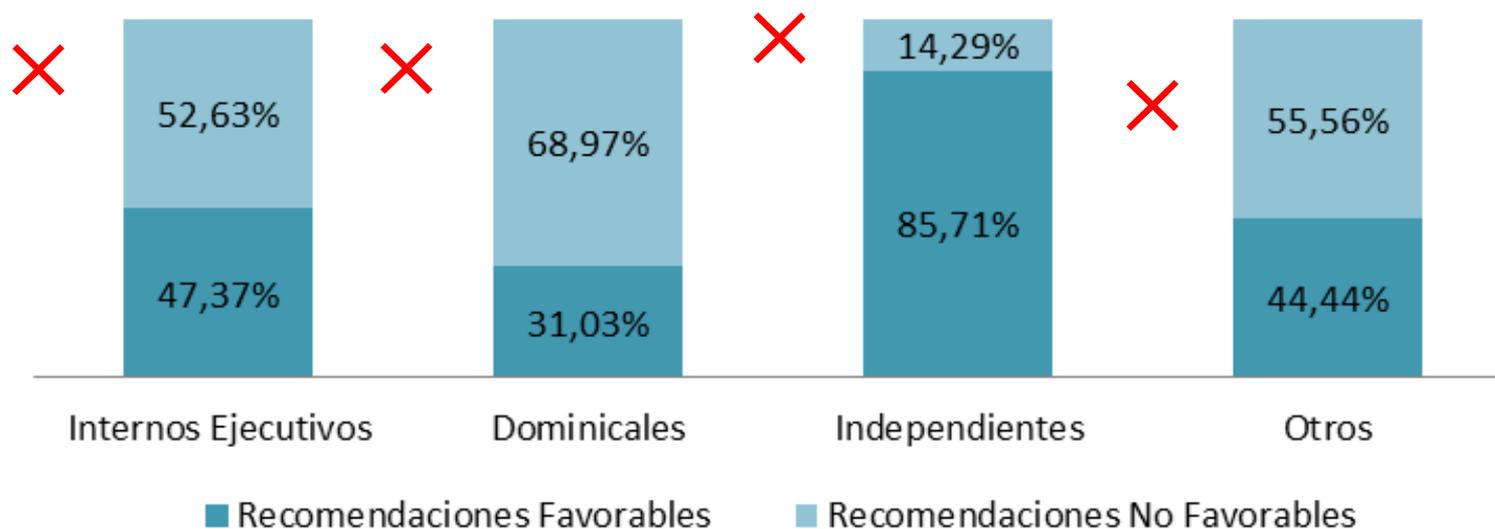


Elección, Reelección y Ratificación de Consejeros

19 Consejeros Internos Ejecutivos

108 Consejeros Externos, de los cuales **29** eran Consejeros **Dominicales**,
70 Consejeros **Independientes** y **9** **Otros** Externos

Recomendaciones de voto por tipo de Consejero



Elección, Reelección y Ratificación de Consejeros

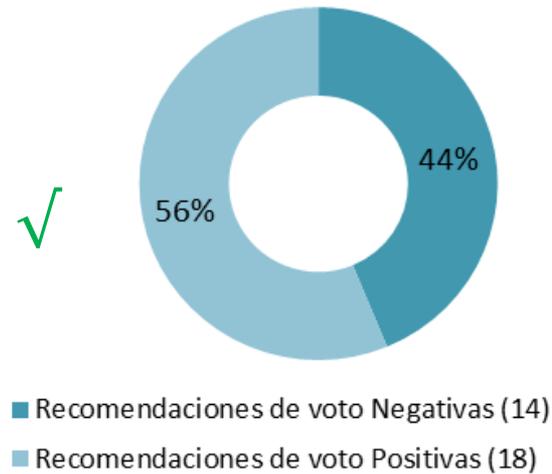


Informe de Retribuciones

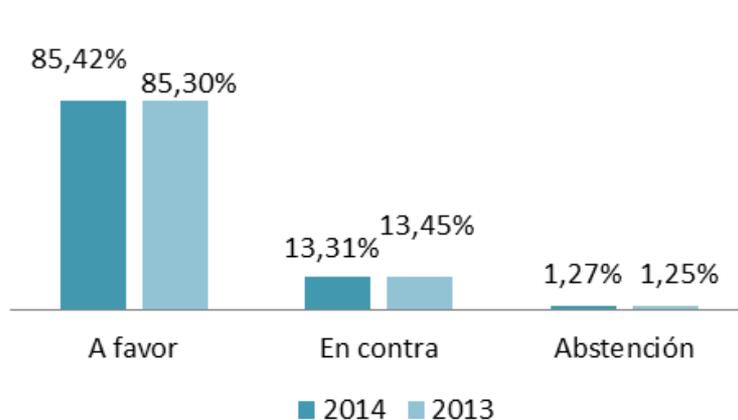
2014



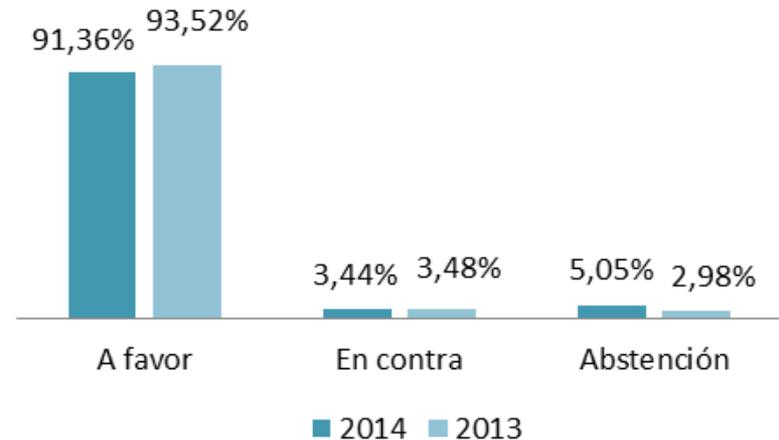
2013



Media de votos sobre el Informe retribuciones con recomendación de Proxy Advisor en contra

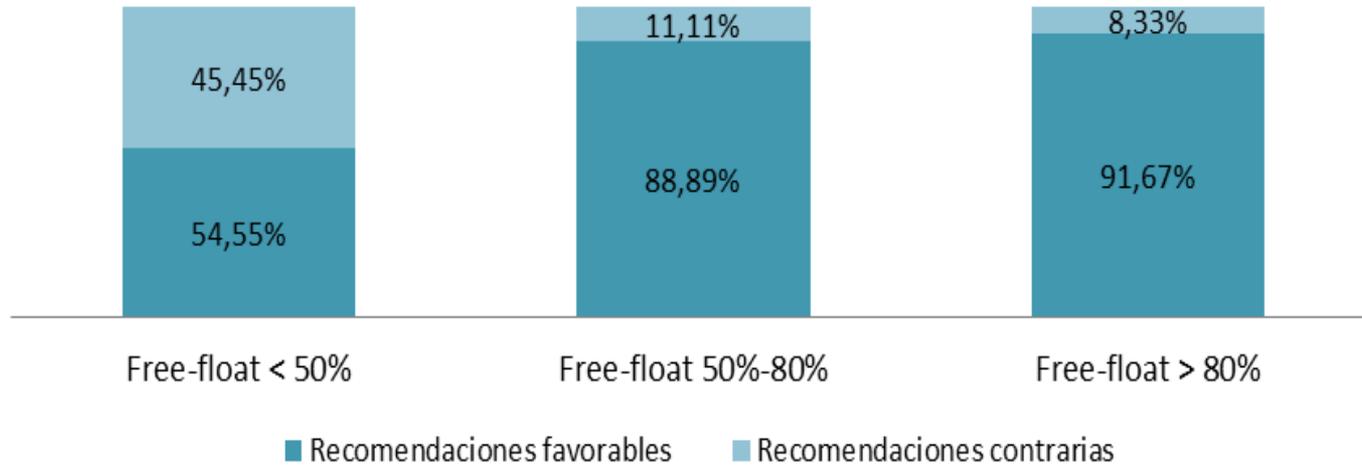


Media de votos sobre el Informe retribuciones con recomendación de Proxy Advisor a favor



Informe de Retribuciones

Recomendaciones de voto de los Proxy Advisors



Promedio Votos del FF	En contra 2013	En contra 2014	Abstenciones 2013	Abstenciones 2014
Tramo FF < 50%	41,26%	34,33%	3,09% %	7,11%
Tramo FF 51%-80%.	14,55%	9,57%	8,83%	17,57% 📉
Tramo FF > 80%	14,07%	6,21% 📉	2,93%	3,28%

