



FACULTAD DE DERECHO (ICADE)

LAS ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS EN LA PROPUESTA DE CÓDIGO MERCANTIL

Autor Gabriel López Samanes

Tutor Prof. Dr. D. Javier Ibáñez Jiménez

Madrid

Abril 2014

RESUMEN

El presente trabajo tiene por objeto el estudio del fenómeno del asociacionismo accionarial en sus dos principales vertientes: las asociaciones de accionistas y los foros electrónicos de accionistas. Se trata de desarrollar la evolución de estos instrumentos en el derecho comparado y realizar un esbozo del régimen jurídico desarrollado en la Propuesta de Código Mercantil de 2013. Además, se estudia la incidencia del activismo accionarial en la normativa de buen gobierno corporativo.

Palabras clave: asociaciones de accionistas, foros electrónicos de accionistas, activismo accionarial, normativa de buen gobierno corporativo, asociacionismo accionarial en el derecho comparado, Propuesta de Código Mercantil.

ABSTRACT

The purpose of this project is to analyze the phenomenon of shareholder associations in two main aspects: the shareholder associations and the electronic shareholders forum. It is treated the evolution of these institutions in comparative law and it is developed the legal regime established in the proposal of commercial code of 2013. In addition, it is also studied the impact of shareholder activism in corporate governance legal rules.

Key words: shareholder associations, electronic shareholder forum, shareholder activism, corporate governance legal rules, shareholder associations in comparative law, proposal of commercial code.

LISTADO DE ABREVIATURAS

ACCTER...Asociación de accionistas de Terra

AEMEC...asociación española de accionistas minoritarios en empresas cotizadas

AMF...Autorité des Marchés Financiers

BOE... Boletín Oficial del Estado

CNMV...Comisión Nacional del Mercado de Valores

CONSOB... Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

LSC... Ley de Sociedades de Capital

LSE... London Stock Exchange

NZSA... New Zealand Shareholder Association

SEC.... Securities and Exchange Commission

TUF... Testo Único della Finanza

UKSA... United Kingdom Shareholder Association

INDICE

1. ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS.....	5
1.1 FUNDAMENTO Y RAZÓN DE SER DE LAS ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS. EL FENÓMENO DEL ASOCIACIONISMO ACCIONARIAL	5
1.2 EL ASOCIACIONISMO ACCIONARIAL EN EL DERECHO COMPARADO. ESPECIAL REFERENCIA AL DERECHO ITALIANO Y AL DERECHO FRANCÉS.....	8
1.3 ASPECTOS PRELIMINARES DE LAS ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS	15
1.3.1 <i>Distinción de figuras afines</i>	16
1.3.2 <i>Clasificación de las asociaciones de accionistas</i>	18
1.3.3 <i>Asociaciones de accionistas y derecho de asociación</i>	18
1.4 REGULACIÓN VIGENTE DE LAS ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS: LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN DE EXPERTOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO Y LA PROPUESTA DE CÓDIGO MERCANTIL	19
1.4.1 <i>Las conclusiones del comité de expertos en relación con el asociacionismo accionarial</i>	20
1.4.2 <i>Las asociaciones de accionistas en la Propuesta de Código Mercantil</i>	20
1.4.2.1 <i>Objeto y composición de las asociaciones</i>	21
1.4.2.2 <i>Constitución y requisitos formales</i>	23
1.4.2.3 <i>Obligaciones contables y de información</i>	24
1.4.2.4 <i>Régimen en materia de representación</i>	25
1.4.2.5 <i>Financiación de las asociaciones</i>	25
1.5 ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS Y PACTOS PARASOCIALES	27
2. LOS FOROS ELECTRÓNICOS DE ACCIONISTAS.....	29
2.1 ANTECEDENTES EN EL DERECHO COMPARADO	29
2.2 CONCEPTO Y DIFERENCIACIÓN DE FIGURAS AFINES.....	32
2.3 BENEFICIOS, INCONVENIENTES Y RIESGOS	33
2.4 RÉGIMEN PREVISTO EN LA PROPUESTA DE CÓDIGO MERCANTIL	36
2.5 RESPONSABILIDAD DE LA SOCIEDAD.....	40
3. CONCLUSIONES.....	41
4. BIBLIOGRAFÍA.....	47

1. ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS

1.1 Fundamento y razón de ser de las asociaciones de accionistas. El fenómeno del asociacionismo accionarial

A día de hoy, las asociaciones de accionistas no suponen un fenómeno novedoso en el ámbito jurídico-económico europeo y americano, en tanto en cuanto, en las últimas décadas se ha producido un notable crecimiento de este fenómeno, cuyo desarrollo va ligado a la expansión de las grandes sociedades anónimas, en especial, de las cotizadas. El auge del llamado "capitalismo popular", ha generado que millones de pequeños ahorradores hayan entrado en el accionariado de estas grandes sociedades, lo que ha supuesto, que al repartirse el capital social en cientos de miles de accionistas dispersos, hayan aparecido asociaciones que busquen la tutela de los propietarios del llamado capital flotante o disperso *-free float-*, es decir, aquellos titulares de participaciones en sociedades cotizadas, que no ejercen su control sobre las decisiones corporativas y que buscan equilibrar el poder de los socios de control, actuando al margen de los socios institucionales.

En aquellos países donde ha existido un desarrollo económico superior, ha habido una creciente tendencia a la canalización del ahorro a través de las grandes sociedades cotizadas, de tal manera, que, desde el final de la Segunda Guerra Mundial -aunque en algunos países como EEUU mucho antes- han existido figuras como los clubes de inversión o los comités de accionistas, figuras que son precursoras de las modernas asociaciones de accionistas -con posterioridad se estudiará las disimilitudes existentes entre ellas- y que, en mayor o menor medida, buscaban una tutela de los derechos de sus asociados. Este ha sido el caso de países tales como Estados Unidos, Canadá, Reino Unido o Alemania, donde el fenómeno del asociacionismo accionarial ha tenido una expansión mayor.

Sin embargo, en España, existe escasa tradición en cuanto al asociacionismo accionarial se refiere, debido a varios factores. En primer lugar, los antecedentes históricos, ya que la economía española vino regida por la autarquía hasta la aprobación de los Planes de Estabilización de 1959, que supusieron la liberalización de la economía española y la apertura al libre mercado. En segundo lugar, por la falta de grandes sociedades

anónimas de capital disperso, que hacía que no existiese interés en crear instituciones específicas de protección del *free float*. Además, en España, no han aparecido hasta muy recientemente asociaciones de accionistas estables, sino que lo que existían eran una suerte de asociaciones *ad hoc* creadas por grupos de perjudicados por escándalos empresariales concretos, como fue el caso de la Asociación de reagrupación de los accionistas de Banesto o la asociación de accionistas de Terra -ACCTER-, que no se constituyeron con vocación de estabilidad, sino para tutelar situaciones concretas en que las inversiones del *free float* habían sufrido un perjuicio efectivo.

Por este motivo, lo que reviste una auténtica novedad no es en sí el fenómeno del asociacionismo accionario *per se*, sino que en el caso de España, por primera vez, se ha procedido a dotar de un régimen jurídico específico a estas asociaciones de accionistas, en la Propuesta de Código Mercantil presentada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, además de las recomendaciones establecidas por la Comisión de Expertos en Buen Gobierno Corporativo del Ministerio de Justicia -en este sentido, cabe precisar que esta regulación será objeto de un análisis crítico *in extenso* en los apartados siguientes-.

Para entender el deseo del legislador español de dotar de un régimen jurídico específico a estas asociaciones de accionistas, cabe precisar que nuestro legislador ha optado por seguir el modelo de países como Francia o Italia -cuyos regímenes también serán estudiados en profundidad en el apartado del presente trabajo relativo al impacto del derecho comparado en esta materia-, donde se han regulado las asociaciones de accionistas creando un régimen jurídico específico tendente a agrupar a los pequeños accionistas, con el propósito de crear un auténtico corpus o ente de accionistas minoritarios, que intervenga de forma coordinada, con el propósito de actuar como portador de instancias representativas -se busca, por tanto, promover una acción colectiva similar a la ejercida por los accionistas en países tales como EEUU, donde el fenómeno del asociacionismo accionario se ha desarrollado con una mayor plenitud-.

No obstante, existen también determinados países en los que, aunque no se ha dotado de un régimen jurídico específico a las asociaciones de accionistas, sí se ha producido un creciente desarrollo de asociaciones tendentes a proteger los derechos de sus asociados en esta materia. Esto es propio de los países de tradición del *common law* como es el caso del Reino Unido -donde destaca la *United Kingdom Shareholders Association*-,

Nueva Zelanda o Australia -también esta cuestión será objeto de un estudio más pormenorizado-. En este sentido, en España también podría hablarse de determinadas instituciones creadas al amparo de la normativa general de las asociaciones como es el caso de la asociación española de accionistas minoritarios en empresas cotizadas - AEMEC-.

En el marco de los orígenes del asociacionismo accionarial, puede considerarse como otro hito, el interés que se comenzó a generar a partir de la década de los noventa en todo el mundo occidental, en el estudio del *corporate governance*, interés que culminó en la publicación de los códigos de buen gobierno corporativo. A diferencia de las cuestiones precedentes, en España sí hubo un notable desarrollo en esta materia, destacándose los trabajos realizados por la Comisión Aldama, la Comisión Olivencia, etc... No obstante, y a pesar de los loables esfuerzos realizados en esta materia, los códigos de buen gobierno corporativo, así como toda la normativa del *soft law* regida por el principio *comply or explain*, supuso un cierto fracaso a la hora de lidiar con cuestiones claves en esta materia, tales como la remuneración de los consejeros - cuestión que ha sido trascendental en la conclusiones presentadas por la Comisión de Expertos de buen gobierno corporativo en 2013- o la propia tutela de los derechos de accionistas minoritarios, lo que ha hecho que recientemente haya existido un cambio en el paradigma, que ha conducido a la sustitución del *soft law* por un regulación legal específica que sí resulte vinculante para las sociedades cotizadas, y que así se contribuya a dotar de soluciones que verdaderamente sirvan para tutelar las cuestiones más sensibles en esta materia. No obstante, precisamente en materia de gobierno corporativo es donde debe existir un papel más relevante de las asociaciones de accionistas, que deben actuar como contrapeso frente a los socios de control y administradores, cuando se adopten decisiones que se pueda afirmar de forma objetiva que no hacen, sino vulnerar la normativa en materia de gobierno corporativo. En este sentido, cabe precisar que una fuerte protección de accionistas e inversores se relaciona directamente con una mayor calidad en materia de gobierno corporativo, cuestión que se ha venido defendido en la doctrina americana.¹

¹ LOPEZ DE SILANES, F., "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, nº 58, 2000, pp 1-25: Empirically, strong investor protection is associated with effective corporate governance, as reflected in valuable and broad financial markets, dispersed ownership of shares, and efficient allocation of capital across firms.

1.2 El asociacionismo accionarial en el derecho comparado. Especial referencia al derecho italiano y al derecho francés

Como se ha estudiado en el primer apartado del presente trabajo, el llamado asociacionismo accionarial es un fenómeno relativamente reciente en España, que surge por el interés de los titulares del *free float* de gozar de una mayor relevancia e influencia en los órganos sociales de las compañías cotizadas.

No obstante, el fenómeno del asociacionismo accionarial sí que goza de gran desarrollo en numerosos ordenamientos del derecho comparado, donde se conocen las asociaciones de accionistas desde hace décadas. Por este motivo, se puede afirmar de manera indubitada que la regulación contenida en determinados ordenamientos comparados ha sido la base que se ha seguido para diseñar el régimen de las asociaciones y foros de accionistas previsto en la Subsección séptima, del capítulo III, del Título VII de la Propuesta de Código Mercantil -artículos 283.23 a 283.30- presentada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación -régimen que se va a analizar *in extenso* con posterioridad-. Sobre la influencia del derecho comparado en esta citada regulación se ha pronunciado la Comisión de Expertos en Materia de Gobierno Corporativo en su informe presentado el 14 de octubre de 2013, en el apartado 3.10.²

De lo dispuesto por parte de la Comisión de Expertos, se puede inferir la notable relevancia del derecho comparado en un fenómeno que resulta casi desconocido en España. Por este motivo, cabe proceder a analizar de manera pormenorizada la regulación sobre esta materia que existe en otros países de nuestro entorno, destacando la regulación en Italia y Francia, al ser los ordenamientos que más vinculación tienen con el naciente régimen español previsto en la citada Propuesta de Código Mercantil, que aún no constituye derecho positivo.

Para comenzar el análisis *in extenso* del fenómeno del asociacionismo accionarial, cabe comenzar haciendo algunas referencias a la evolución del citado fenómeno en el mundo

² El apartado 3.10 de las conclusiones del comité de expertos reza así: La PCM propone un desarrollo de la regulación de los mecanismos para facilitar la participación de los accionistas (asociaciones de accionistas y foro electrónico de accionistas) que se asemeja en sus líneas generales a la prevista en países como Italia y Francia.

anglosajón. Cabe partir de la premisa de que, a diferencia de los países de Europa continental donde ha tenido lugar una paulatina regulación legal de las asociaciones de accionistas -como se expondrá con posterioridad en este mismo apartado al explicar el régimen italiano y el francés -, en el derecho anglosajón, la evolución de las asociaciones de accionistas se encuentra al margen de una regulación legal. Así, en un primer sentido, puede hablarse del caso de Reino Unido, donde las asociaciones de accionistas se conciben como entidades sin ánimo de lucro que tienen como objetivo esencial la tutela de los derechos de los accionistas privados, es decir, de los no institucionales. En el Reino Unido, es imprescindible mencionar a la *UKSA (United Kingdom Shareholders Association)*, que recoge el carácter anteriormente descrito ya que si se observa los propios estatutos de la asociación se puede observar que se define de la siguiente forma: "*We are structured as a not for profit company limited by guarantee*". No obstante, en el Reino Unido, las asociaciones de accionistas, además de defender los intereses de los *private shareholders*, también tienen como propósito mejorar la comunicación interna entre los accionistas y el órgano de administración, empleando medios de actuación colectiva que buscan una mejora en materia de transparencia corporativa y, por extensión, de buen gobierno corporativo. No obstante, en el sistema británico se mantiene una notable separación entre las asociaciones de accionistas y los organismos reguladores y, por ende, de las administraciones públicas que supervisan su actuación, de tal manera, que la actuación de las asociaciones está focalizada por un lado, hacia un ejercicio de contrapeso sobre los socios de control y, por otro lado, a actuar como una suerte de *'lobby'* que busque modificaciones en la regulación que tiendan a proteger a los accionistas minoritarios, más en un país caracterizado por una preponderancia notable de su sector financiero. En este sentido, a pesar de que no existe en Reino Unido una regulación legal específica de las asociaciones de accionistas, si se estudia la normativa en materia de gobierno corporativo no cabe duda de que estas asociaciones gozan de legitimación para actuar en el tráfico mercantil. Así se puede inferir de la *Section E* del Código de Buen Gobierno Corporativo del Reino Unido elaborado por el *Financial Reporting Council*, que tiene como título *relations with shareholders*. Cabe precisar que el Reino Unido es uno de los países donde con mayor intensidad se ha desarrollado el fenómeno del

asociacionismo accionarial, debido a que la estructura de sus sociedades cotizadas se caracteriza por la existencia de un notable capital disperso.³

Sobre la regulación de las asociaciones de accionistas en Australia y Nueva Zelanda, cabe brevemente referir que en el caso australiano, existe la *Australian Shareholders Association*, cuya finalidad esencial es la de proteger al inversor privado -de nuevo vemos que la tutela se refiere a *private shareholders* y no a inversores institucionales- mediante la exigencia a la sociedad de que esta mejore la transparencia y la responsabilidad de sus directivos y administradores en las materias corporativas paradigmáticas, especialmente retribución de los consejeros, trato a los accionistas minoritarios y cuestiones relativas a la gestión y la distribución de dividendos. Por su parte, en el caso de Nueva Zelanda, destaca la actuación de la NZ Shareholders Association, que insta a sus socios a vigilar el comportamiento de los administradores y directivos de la sociedad cotizada, en aras a garantizar el cumplimiento de las reglas de buen gobierno corporativo.

Como se ha señalado, mientras que en los países de tradición europea continental, se ha optado por la regulación legal, en los países de la órbita angloamericana, no se ha optado por dotar de un régimen jurídico específico, aunque se ha favorecido la cooperación con las asociaciones de socios.⁴ En este sentido, en relación con el derecho francés, cabe precisar que la primera regulación acerca de las asociaciones de accionistas tuvo lugar a través de la *Loi 94-679, du août 1994 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier*, que introdujo un nuevo artículo 172 a la Ley de Sociedades de Capital de 1966 que más tarde se convertiría en el artículo L.225-120 del Libro II del actual Code du Commerce française, que contiene la actual regulación sobre la materia.

³ BEBCHUK, L., "Shareholders rights and the DGCL", *Delaware Lawyer*, nº 26, 2000, pp 16-17: "The United Kingdom provides an especially useful comparison point, because like the United States, it has a large and developed stock market dominated by companies with dispersed ownership".

⁴ IBÁÑEZ JIMENEZ, J., "Sobre la misión y evolución reciente de las asociaciones de accionistas de sociedades cotizadas", *Revista Icade*, nº 68, mayo-agosto 2006, pp. 123-141: En los países del espectro latino- continental, la situación es bien distinta, ya que los derechos de los accionistas son ya reconocidos por la ley de un modo más preciso y extenso que en la órbita angloamericana y algunas Administraciones son propicias a cooperar con las asociaciones de socios.

Una vez estudiado el presente artículo⁵, se puede afirmar que, conforme a la legislación francesa, se otorga legitimación activa para ejercitar los derechos de minoría a aquellas asociaciones que cuenten con accionistas que representen al menos un 5% de los derechos de voto, que puedan justificar su inscripción como tales durante un período de dos años -lo que, desde mi punto de vista, tiene como objetivo evitar que se constituyan asociaciones que tengan como único objetivo el reforzamiento de posiciones de control-, y que cumplan con la obligación de comunicar sus estatutos a la sociedad en la que se incardinan sus asociados y al órgano supervisor de los mercados financieros, en Francia, la *Autorité des Marchés Financiers* -AMF-.⁶ En relación con los derechos que pueden ejercitar estas asociaciones caben destacar los siguientes: solicitar el nombramiento judicial de un mandatario que convoque a la junta general, cuando no haya sido convocada por el órgano de administración (L.225-103), solicitar la inclusión de propuestas de resolución en el orden del día (L.225-105), solicitar la recusación judicial de los auditores de cuentas (L.823-6), formular por escrito preguntas al presidente del consejo de administración en relación con las operaciones de gestión de la sociedad (L.225-231) y ejercitar la acción social o individual de responsabilidad contra los administradores de la compañía (L.225-252). Otra de las especificidades del régimen francés es que las asociaciones de accionistas tienen la condición de asociaciones de defensa de los inversores tal y como reza el artículo L-452-1 del Code Monétaire et Financier. Este artículo resulta de suma relevancia, en tanto en cuanto, se puede inferir

⁵ El artículo L 225-120 del Code du Commerce reza así: I. - Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les actionnaires justifiant d'une inscription nominative depuis au moins deux ans et détenant ensemble au moins 5 % des droits de vote peuvent se regrouper en associations destinées à représenter leurs intérêts au sein de la société. Pour exercer les droits qui leur sont reconnus aux articles L. 225-103, L. 225-105, L. 225-230, L. 225-231, L. 225-232, L. 225-233 et L. 225-252, ces associations doivent avoir communiqué leur statut à la société et à la Commission des opérations de bourse. II. - Toutefois, lorsque le capital de la société est supérieur à 750 000 euros, la part des droits de vote à représenter en application de l'alinéa précédent, est, selon l'importance des droits de vote afférent au capital, réduite ainsi qu'il suit : 1° 4 % entre 750 000 euros et jusqu'à 4 500 000 euros ; 2° 3 % entre 4 500 000 euros et 7 500 000 euros ; 3° 2 % entre 7 500 000 euros et 15 000 000 euros ; 4° 1 % au-delà de 15 000 000 euros.

⁶ LE BARS, B., "La rénovation du statut des associations d'actionnaires et d'investisseurs un épiphénomène révélateur du besoin d'évolution en droit des sociétés", *Revue des sociétés: journal des sociétés*, n° 3, 2003, pp 428-441.

de la presente norma⁷ que las asociaciones de accionistas ostentan legitimación colectiva para ejercer las acciones correspondientes -erigiéndose como parte civil-, cuando se produzcan determinados hechos que causen un perjuicio, bien directo o indirecto, a los intereses colectivos de los accionistas afectados.⁸

Además del régimen francés, en el ámbito europeo también merece la pena llevar a cabo un análisis del régimen italiano, que constituye la referencia esencial de la naciente regulación de las asociaciones de accionistas en nuestro ordenamiento. En una primera aproximación, cabe precisar que las asociaciones de accionistas se conciben por el legislador italiano como un instrumento para el desarrollo de la democracia societaria.⁹ Como es usual, la justificación de la existencia de las asociaciones de accionistas en Italia consiste en fomentar la participación de los socios en la junta general, utilizando como medio un incremento del grado de control interno, de tal manera que se asegura el control, la transparencia y el respeto a las normas de buen gobierno corporativo, a través de la actuación de millones de accionistas independientes, mediante asociaciones de carácter independiente.

Al igual que en otros países del contexto europeo, el desarrollo de esta materia en la vía legislativa ha traído causa en los movimientos de reforma de gobierno societario. En este sentido, la regulación de las asociaciones de accionistas en Italia se contiene en el denominado Testo Único della Finanza (TUF), publicado por Real Decreto de 1998,

⁷ El artículo L-452.1 del Code Monétaire et Financier reza así: Les associations régulièrement déclarées ayant pour objet statutaire explicite la défense des investisseurs en titres financiers ou en produits financiers peuvent agir en justice devant toutes les juridictions même par voie de constitution de partie civile, relativement aux faits portant un préjudice direct ou indirect à l'intérêt collectif des investisseurs ou de certaines catégories d'entre eux. Ces associations sont :-les associations agréées, dans des conditions fixées par décret, après avis du ministère public et de l'Autorité des marchés financiers, lorsqu'elles justifient de six mois d'existence et, pendant cette même période, d'au moins deux cents membres cotisant individuellement et lorsque leurs dirigeants remplissent des conditions d'honorabilité et de compétence fixées par décret ; -les associations qui répondent aux critères de détention de droits de vote définis par l'article L. 225-120 du code de commerce si elles ont communiqué leurs statuts à l'Autorité des marchés financiers.

⁸ LE CANNU, P., "Attributions et responsabilités des associations de défense des actionnaires et des investisseurs", *Revue des sociétés*, avril-juin 1995, pp 239 y ss.

⁹ ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., "La experiencia italiana de las asociaciones de accionistas en las sociedades cotizadas", en A.A.V.V., *La modernización del derecho de sociedades de capital en España*, Tomo I, Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2011, pp. 519-544.

que supone la adaptación al ordenamiento italiano del régimen comunitario en materia de intermediarios financieros. El propósito del citado texto es el de ajustar el estatuto de la sociedad anónima a las peculiaridades de una sociedad anónima caracterizada por un extenso *free float*. En relación con esta cuestión, se refuerza el papel de las minorías cualificadas, procediéndose a la institucionalización de las asociaciones de accionistas, transformándolas en auténticos sujetos de mercado, con plena legitimación para actuar en el tráfico jurídico en la relación con la protección de sus asociados.¹⁰ En este sentido, además de las asociaciones que puedan crearse conforme a la normativa de Derecho Civil, se regula un régimen jurídico específico para este tipo de asociaciones especializadas, dotándolas de un mayor nivel de representación, ya que el ordenamiento italiano contiene una normativa específica en materia de representación en la Junta General, reservada a las asociaciones de accionistas, para que éstas puedan obtener una tutela adecuada de sus intereses. Cabe precisar, que la regulación legal del asociacionismo accionarial en Italia es una cuestión de especial relevancia, más teniendo en cuenta que la estructura societaria italiana se caracteriza por tener un accionariado notablemente difuso, lo que hace imprescindible que los accionistas minoritarios deban estar adecuadamente representados.¹¹ En relación, con los requisitos que se exigen a las asociaciones de accionistas en Italia, cabe mencionar que estas asociaciones especializadas están sujetas a un régimen jurídico específico para gozar de determinadas atribuciones o prerrogativas en orden a alcanzar sus objetivos. En este sentido, una prerrogativa especialmente relevante consiste en la atribución de legitimación para representar a sus asociados, sin necesidad de seguir el procedimiento establecido legalmente para la solicitud pública de representación.¹²

Así, el artículo 141 del TUF, recoge una serie de requisitos en materia de constitución, objeto social y participación de los miembros de la asociación, que si bien no

¹⁰ TORINO, R., "L'istituzionalizzazione delle minoranze azionarie. Le associazioni di azionisti in Francia e in Italia", *Rivista della società*, nº 43, 1998, pp 603-637.

¹¹ PELLEGRINO, G., "La nuova disciplina della rappresentanza dell'azionista nelle società quotate. Profili organizzativi", *Giuffrè*, Milano, 2002, pp 25-78.

¹² SPERONELLO, F., "Deleghe di voto e associazione di azionisti nelle società con azioni quotate", *Tesi di Laurea*, 1998, pp 2-19.

constituyen una *condictio sine qua non* para la constitución de la asociación, sí que se erigen como un presupuesto para el desarrollo de su actividad representativa -lo que resulta coherente con el hecho de que se les dote de privilegios en materia de representación-. Del citado precepto¹³ se deduce que las asociaciones de accionistas deben revestir las siguientes características:

1. Deben constituirse en escritura privada autenticada (Cabe remarcar que, en principio, no se requiere la evaluación a pública de dicha escritura).
2. No deben ejercitar actividad empresarial alguna, salvo aquellas que resulten inherentes a su objeto social (Este requisito busca evitar posibles conflictos de intereses y la garantía de la independencia de este tipo de asociaciones).
3. Estar integradas por un mínimo de 50 personas físicas (Veremos que la Propuesta de Código Mercantil se ha recogido este criterio, pero elevando el número a 100 personas).
4. Cada uno de los miembros de la asociación debe ser propietario de un número de acciones que no supere el 0,1% del capital social representado por acciones con derecho a voto.

De los requisitos anteriormente enunciados contenidos en el citado artículo¹⁴, desde mi punto de vista los más relevantes, son la limitación del número de miembros y, en especial, el grado de participación en el capital social, que considero adecuado, ya que el objetivo de estas asociaciones es tutelar los derechos de los accionistas minoritarios, y de no adoptarse dichos límites, podrían llegar a constituirse minorías de carácter

¹³ BALP, S., "Comentario al artículo 141", *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n° 58.

¹⁴ El artículo 141 de Testo Único della Finanza reza así: 1. Non costituisce sollecitazione ai sensi dell'articolo 136, comma 1, lettera b), la richiesta di conferimento di deleghe di voto accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto rivolta ai propri associati dalle associazioni di azionisti che: a) sono costituite con scrittura privata autenticata; b) non esercitano attività di impresa, salvo quelle direttamente strumentali al raggiungimento dello scopo associativo; c) sono composte da almeno cinquanta persone fisiche ciascuna delle quali è proprietaria di un quantitativo di azioni non superiore allo 0,1 per cento del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto. 2. Le deleghe conferite all'associazione di azionisti ai sensi del comma 1 non sono computate ai fini del calcolo del limite di duecento azionisti previsto dall'articolo 136, comma 1, lettera b).

mayoritario, que actuando a través de la sindicación de votos, podrían buscar finalidades distintas a la de la protección de los accionistas minoritarios. Sobre el requisito numérico, de estar compuestas por al menos 50 personas, nos encontramos ante un criterio que busca dotar un mínimo de representatividad a la asociación, en tanto en cuanto, no sería lógico que se permitiese la constitución de asociaciones con un número tan escaso de miembros que no ejerciesen representación significativa alguna. Además de los requisitos anteriormente enunciados, se establecen otros adicionales en el Reglamento de desarrollo del TUF -Reglamento Consob n. 11971/99-, principalmente de carácter formal, como que las asociaciones deben proporcionar al *Consob - Commissione nazionale per le società e la Borsa-* copia íntegra de sus estatutos en el plazo de cinco días desde que ese estipulen los mismos. Además, deben enviar también un extracto en el que se recojan datos como los siguientes: la sociedad cuyos accionistas se adhieren a la asociación, el número de asociados y el porcentaje del capital que representan, el fin de la asociación, su modalidad de funcionamiento y su duración-. Además, una vez la sociedad se constituya debidamente, en los siete días siguientes al anuncio de la convocatoria de la Junta General de la sociedad en la que sus asociados se integren, deben proporcionar a la sociedad cotizada una lista actualizada de los socios, incluyendo el porcentaje de capital que representen, lo que de nuevo, es una medida acertada para garantizar la transparencia de la asociación. En relación con el segundo requisito expuesto, la función general de representación en el ámbito societario no excluye que se puede realizar otras actividades, ya que el legislador italiano sólo ha definido su función general de defensa de los derechos de los accionistas, no obstante, sí que se ha introducido la prohibición específica de desarrollo de actividades empresariales.¹⁵ Finalmente, en cuanto a la estructura interna de las asociaciones, el legislador italiano no establece exigencia alguna. No obstante, en la práctica, las asociaciones suelen estructurarse sobre la base de un conjunto de órganos dotados de competencias específicas.

1.3 Aspectos preliminares de las asociaciones de accionistas

Aunque la cuestión acerca del régimen jurídico de las asociaciones en España o más bien el naciente régimen, va a ser objeto de estudio pormenorizado en el siguiente apartado, resulta útil para poder introducir la cuestión, la realización de una serie de

¹⁵ MORANDI, P., "Le associazioni di azionisti nelle società quotate", *CEDAM*, 2003, pp 278-279.

precisiones acerca de cuestiones preliminares sobre las asociaciones de accionistas, teniendo en cuenta que se trata de clasificaciones y aspectos desarrollados por la doctrina.

1.3.1 Distinción de figuras afines

En primer lugar, cabe comenzar el presente apartado estableciendo la distinción entre las asociaciones de accionistas y otras figuras afines, que aún compartiendo ciertos rasgos comunes, no pueden igualarse a las citadas asociaciones, ya que no todas las agrupaciones de accionistas o inversores pueden considerarse como tales.

En un primer sentido, cabe establecer la distinción entre las asociaciones de accionistas y los llamados “clubes o comités de accionistas”. En relación con esta materia, cabe precisar que algunas sociedades en orden a la mejora de la comunicación con sus accionistas, además de como medida de marketing para fidelizar a ciertos accionistas, han desarrollado los comités de accionistas, figura que ya se encontraba prevista en el apartado noveno del Código Olivencia, que trata la relación entre el Consejo de administración y los accionistas y que pronuncia sobre la citada cuestión.¹⁶ Entre los beneficios que la sociedad otorga a los accionistas que constituyen estos comités, cabe destacar que se les da cierta participación en la elaboración de la información a suministrar al resto de los accionistas, se les envían cartas con información 'reservada' a los miembros del club, se envían a invitaciones a reuniones acerca de la situación de la sociedad,... No obstante, cabe afirmar, estos clubes y comités de accionistas no pueden considerarse como asociaciones ya que la iniciativa de su creación está en la propia sociedad, y no parten de la iniciativa individual de los accionistas que optan por la

¹⁶ El apartado 9.1 del Comité Olivencia se pronuncia así sobre la siguiente cuestión: En buena medida, el movimiento de reforma en que se inserta este Informe, orientado a impulsar el Consejo como órgano de supervisión, tiene su origen en la constatación de la escasa eficacia disciplinar de la Junta General. Siendo todo ello así, esta Comisión abriga dudas sobre la efectividad de determinadas políticas encaminadas a reactivar la Junta General estimulando la participación de los accionistas (creando comités de accionistas, facilitando las convocatorias instadas por accionistas, recurriendo a las primas de asistencia, etc.).

agrupación para incrementar su participación en el seno de la vida social .¹⁷

Otra figura afín conceptualmente a las asociaciones de accionistas son los llamados clubes de inversores. Estas instituciones tienen su origen en Estados Unidos, donde su función originaria era ayudar a los inversores a canalizar sus inversiones, proporcionándoles determinadas pautas a seguir a la hora de gestionar su cartera, con lo que su función es primordialmente formativa e informativa. Una de las principales diferencias con las asociaciones de accionistas es la extensión del objeto de cada una de estas instituciones, ya que mientras que el único objetivo de los clubes de inversores es la optimización de las inversiones de sus socios, por su parte, aunque las asociaciones de accionistas tienen también este objetivo, la pretensión para alcanzarlo es a través del ejercicio de los derechos de los asociados, que deben actuar en la vida social de la compañía en la que se incorporan, con lo que mientras que la conducta de los miembros de los clubes de inversores es pasiva, los miembros de las asociaciones deben actuar de forma activa. No obstante, la diferencia esencial con las asociaciones de accionistas, es que los clubes no representan a sus socios ante la sociedad ni tampoco defienden los intereses colectivos de los mismos. Sin embargo, cabe precisar que este tipo de disimilitud ya no se observa tan claramente en algunos ordenamientos, como es el caso del francés, ya que hemos observado que en este último se otorgaba legitimación a las asociaciones de accionistas para proteger los derechos de los inversores, como establecía el citado artículo L. 452-1 del *Code Monétaire et Financier*.

Tampoco pueden considerarse como asociaciones de accionistas, a las sociedades mercantiles que se constituyen con el propósito de defender a los accionistas minoritarios a cambio de una participación en los resultados obtenidos. Este tipo de sociedades, que han tenido gran desarrollo en países europeos como Bélgica, tienen como función esencial ayudar a una serie de accionistas minoritarios a conseguir unos determinados objetivos, empleando medios tales como la negociación con los gestores

¹⁷ ALONSO LEDESMA, C., "Las asociaciones de accionistas", en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. (Coord.), *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas: Estructura de Gobierno y Mercados*, Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2006, pp. 503-539: Estos clubes y comités de accionistas no pueden ser considerados como asociaciones, ya que ellos emanan de la propia sociedad, que corre con sus gastos de funcionamiento y no de la iniciativa individual de los accionistas que se agrupan para participar en la vida de la sociedad en funcionamiento y no de la iniciativa individual de los accionistas que se agrupan para participar en la vida de la sociedad.

de la sociedad, a cambio de que les proporcionen una remuneración. Por lo tanto, no se trata de entidades que representen los intereses de los accionistas individuales minoritarios en la estructura orgánica de la sociedad, sino que se encargan de defender a ciertos grupos de minoritarios -un caso paradigmático es el de los titulares de una participación familiar, que deja de ser mayoritaria en la sociedad, y pasa a tener una posición minoritaria-. En suma, podemos afirmar que este tipo de sociedades no son asociaciones de accionistas, sino que más bien se trata de sociedades que ofrecen ciertos servicios a determinados accionistas minoritarios a cambio de una remuneración en base al resultado obtenido, adoptando un clásico esquema de remuneración por objetivos.

1.3.2 Clasificación de las asociaciones de accionistas

Una vez fijada la distinción, con otras figuras afines, cabe referir brevemente una clasificación de las asociaciones de accionistas del siguiente modo:¹⁸

- En función de la procedencia de los accionistas que las conforman, existen asociaciones verticales -formadas por accionistas de una única sociedad- y horizontales -admiten a accionistas de sociedades distintas-.
- También pueden clasificarse en asociaciones de primer grado y de segundo o posteriores grados, siendo el caso de éstas últimas aquellas en las que se agrupan diversas asociaciones de accionistas para dar lugar a confederaciones o uniones de accionistas.
- Según exista una regulación específica que les permita obtener determinadas prerrogativas para alcanzar sus objetivos, las asociaciones pueden ser especializadas - si se adaptan a ese régimen especial- o generales -cuando se constituyen al amparo de la normativa general de asociaciones-.

1.3.3 Asociaciones de accionistas y derecho de asociación

En relación con esta última categoría, cabe estudiar brevemente la relación entre las asociaciones de accionistas y el derecho fundamental a la libertad de asociación

¹⁸ Clasificación extraída siguiendo el criterio de HERNÁNDEZ SÁINZ, E., “Las asociaciones y los foros de accionistas como instrumentos para la reagrupación y organización del accionariado disperso”, en AAVV, *La modernización del derecho de sociedades de capital en España*. Tomo I, Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2012, pp. 363-411.

recogido en el artículo 22 de la Constitución española -perteneciente a la Sección 1º del Capítulo 2º del Título 1º de la CE y, en consecuencia, derecho susceptible de la tutela constitucional del artículo 53.2 del texto de 1978-. En relación con esta cuestión, nada impide que al amparo del citado artículo 22 CE se puedan constituir asociaciones de accionistas -al igual que pueden constituirse asociaciones de cualquier clase-. Y, de hecho, hasta ahora en España, al no existir una reglamentación específica sobre este tipo de asociaciones -reglamentación que actualmente está pendiente de aprobación, si definitivamente resulta aprobada la Propuesta de Código Mercantil sin matices esenciales-, todas las que se han constituido, ha sido con arreglo a lo previsto en la legislación común de asociaciones. No obstante, el origen de estas asociaciones ha sido puramente conflictual, y no han buscado incrementar la participación de sus socios en la vida de la sociedad, con la excepción de AEMEC -asociación española de accionistas minoritarios de empresas cotizadas-, que en el artículo cuarto de sus estatutos afirma que tiene el siguiente objetivo: *"fomentar y promover la integración de sus asociados en el cuerpo social de cada sociedad de la que sean accionistas"*. La problemática reside en el hecho de que la citada integración de sus asociados en dichas sociedades sólo puede realizarse a través de la constitución, bien de sindicatos de accionistas, bien de pactos parasociales, en tanto en cuanto, la asociación carece de legitimación para representar a sus asociados, salvo que siga el procedimiento de la solicitud pública de representación, previsto en el del 186 Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. No obstante, cabe precisar que aunque se acabe adoptando el régimen jurídico previsto en la Propuesta de Código Mercantil, que dotaría de un régimen jurídico específico a este tipo de asociaciones, ello no limitaría la libertad de asociación de los accionistas, ya que podrían optar bien por el modelo fijado por el legislador para las asociaciones especializadas, o bien optar por el genérico amparo del derecho común de asociación, aunque la elección de este modelo proporcionaría una tutela menor a los accionistas en cuestión.

1.4 Regulación vigente de las asociaciones de accionistas: La propuesta de la comisión de expertos en materia de gobierno corporativo y la Propuesta de Código Mercantil

1.4.1 Las conclusiones del comité de expertos en relación con el asociacionismo accionarial

A pesar de que como se ha estudiado previamente, el fenómeno del asociacionismo accionarial había tenido un gran desarrollo en los países de nuestro entorno, en nuestro país no había tenido una regulación hasta el advenimiento de la Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación y los planteamientos de la Comisión de Expertos en materia de gobierno corporativo. Por este motivo, cabe proceder a analizar ambas disposiciones, en especial, la citada Propuesta, teniendo en cuenta que aún no se trata de derecho positivo, con lo que nada obsta, a que el régimen previsto en dicha regulación acabe siendo modificado.

En relación con la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo, las conclusiones de esta comisión, parten de la ley 12/2010 que modifica el artículo 117 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, introduciendo un nuevo cuarto párrafo para dotar de un régimen específico a las asociaciones y foros de accionistas. Esta norma¹⁹ pasa a integrar el artículo 539, del que la Comisión de expertos propone su modificación, en aras a dotarle de coherencia con respecto a lo dispuesto en la Propuesta de Código Mercantil. En este sentido, la modificación que propone de dicho artículo la Comisión de Expertos es, en esencia, una propuesta de regulación *ex novo* de un régimen jurídico de las asociaciones de accionistas. En este sentido, cabe precisar que la regulación que propone en la Comisión es esencialmente la misma que se fija en la Propuesta de Código Mercantil, que va a ser objeto de análisis *in extenso* en el apartado siguiente.

1.4.2 Las asociaciones de accionistas en la Propuesta de Código Mercantil

¹⁹ El vigente artículo 539.4 del Real Decreto 1/2010 reza así: Los accionistas de cada sociedad cotizada podrán constituir Asociaciones específicas y voluntarias para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes. Las Asociaciones de accionistas deberán inscribirse en un Registro especial habilitado al efecto en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Reglamentariamente se desarrollará el régimen jurídico de las Asociaciones de Accionistas que comprenderá, al menos, los requisitos y límites para su constitución, las bases de su estructura orgánica, las reglas de su funcionamiento, los derechos y obligaciones que les correspondan, especialmente en su relación con la sociedad cotizada.

Una vez realizada una sucinta mención a las disposiciones de la Comisión de Expertos, cabe proceder al análisis del régimen jurídico de las asociaciones de accionistas propuesto en la Propuesta de Código Mercantil, del que cabe destacar que se trata de un régimen *ex novo* diseñado por nuestro legislador, en tanto en cuanto, es la primera regulación legal que existe en nuestro ordenamiento acerca de este tipo de instituciones. La regulación acerca de las asociaciones de accionistas se halla contenida en la Subsección séptima, del Capítulo tercero, de la sección tercera, relativa a las sociedades anónimas cotizadas, más concretamente en los artículos 283.23 a 283.29. Cabe precisar que también pertenece a esta subsección el artículo 283.30 relativo a los foros electrónicos de accionistas. No obstante, este artículo será analizado con posterioridad en el siguiente apartado del proyecto, donde se estudiará *in extenso* la figura de los foros de accionistas.

Una vez delimitadas las cuestiones precedentes cabe proceder al estudio del régimen jurídico planteado en la Propuesta de Código Mercantil.

En primer lugar, el artículo 283.23 reconoce a los accionistas de las sociedades cotizadas el derecho a constituir asociaciones para la defensa de sus intereses comunes.²⁰ Este artículo que constituye una suerte de introducción al régimen jurídico propuesto, no deja de ser un precepto que parte del principio de libertad de asociación de accionistas. No obstante, no puede obviarse una innegable crítica al presente precepto debido a su indefinición, ya que se trata de un artículo redactado en términos excesivamente generales, que no define la relación existente entre el asociacionismo accionarial y el artículo 22 de la Constitución española, de tal manera que sigue permaneciendo el interrogante, acerca de si podría interponerse un eventual recurso de amparo ante el Tribunal Constitucional en base a la vulneración del derecho al asociacionismo accionarial, posibilidad, que ab initio, a falta de previsión en la presente regulación no tendría que rechazarse.

1.4.2.1 Objeto y composición de las asociaciones

En cuanto al objeto y composición de las asociaciones, esta cuestión es objeto de estudio en el artículo 283.24. En relación con la primera cuestión, se define que el

²⁰ El artículo 283.23 de la Propuesta de Código Mercantil reza así: El derecho a constituir asociaciones específicas y voluntarias para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes.

objeto exclusivo de las asociaciones de accionistas es la defensa de los intereses de quienes gocen de la condición de accionistas en una sociedad cotizada. Con esta sucinta pero profunda definición del objeto social se busca, desde mi punto de vista, conjurar determinados riesgos que pueden afectar a las asociaciones de accionistas. Entre ellos, se pretende evitar que las asociaciones se conviertan en meros instrumentos de presión utilizados por "perturbadores" que se opongan de forma sistemática a toda política de la sociedad diseñada por la mayoría del capital y que así contribuyan a la desestabilización de la sociedad. Otro riesgo que se pretende evitar es que bajo la cobertura formal de la asociación, determinados de sus asociados busquen obtener fines particulares que sean contrarios al interés de la sociedad o al interés de los demás asociados.

En cuanto a la composición de la asociación, se requiere que estén conformadas por al menos cien personas. No cabe duda que el presente requisito está claramente extraído del ordenamiento italiano, donde no obstante, el número de miembros que se exigía era menor -cincuenta-. El fundamento de este requisito es que la asociación goce de un mínimo de representatividad, que permita a sus miembros poder tener influencia en la vida social de la compañía, ya que, si la asociación no alcanza un número significativo de miembros, es probable que se transforme en un instrumento inútil, al no tener posibilidad alguna de influir en los asuntos de la sociedad cotizada y, por tanto, que no pueda cumplir su fin esencial: la tutela de los derechos de los accionistas minoritarios. En relación con el porcentaje de participación esencial se establece una prohibición taxativa ya que no pueden formar parte de las asociaciones de accionistas quienes tengan una participación superior al 0,5 por ciento del capital con derecho de voto de cualquier sociedad cotizada. Esta disposición es una de las que genera una mayor polémica, ya que, existe divergencia de criterios en la medida, ya que mientras que algunos estiman que este porcentaje es muy alto, otros estiman que se trata de un porcentaje bajo. No obstante, desde mi punto de vista, este artículo goza de gran coherencia, toda vez que su objetivo es evitar la indefensión de los accionistas minoritarios y que las asociaciones puedan cumplir con su objetivo esencial, pues si no se fijasen límites en este sentido, podría llegarse a la situación ridícula de que las asociaciones de minoritarios tutelasen los derechos de mayorías establecidas. No obstante, aún y con todo, estimo que el porcentaje establecido es excesivamente elevado, porque un 0,5% dentro de una sociedad cotizada, es un porcentaje que no resulta nada desdeñable y, en este sentido, considero que sería conveniente reducir este

porcentaje. A mi juicio, hubiese sido positivo que el legislador español que ha tomado como principal referencia la regulación contenida en el ordenamiento italiano, hubiese establecido el porcentaje fijado en dicho ordenamiento, que supone que no podrán formar parte de estas asociaciones, aquellos accionistas que gocen de un porcentaje superior al 0,1% del capital social de una sociedad cotizada, porcentaje que estimo resulta más adecuado si lo que se pretende es una auténtica tutela de los derechos de los accionistas minoritarios. No obstante, en todo caso, resulta loable el esfuerzo del legislador en tratar de buscar la primacía del interés de la parte más débil de la estructura societaria, que son los accionistas minoritarios.

1.4.2.2 Constitución y requisitos formales

Con respecto a la constitución de las asociaciones de accionistas, se establecen varios requisitos de notable relevancia en el artículo 283.25. En primer lugar, se establece que estas asociaciones deberán constituirse en escritura pública, que se erige como un requisito de carácter constitutivo, de tal manera que de no constituirse de tal modo, no sería posible que la asociación recibiese la tutela especial contenida en este régimen jurídico. Sin duda alguna, este requisito *ad solemnitatem* nos permite afirmar que el legislador busca potenciar el papel de estas asociaciones, dotándoles de una mayor proyección para poder incardinarse en la vida social de las sociedades de las que sus miembros forman parte. En cuanto a las obligaciones de publicidad de las asociaciones, se exige la inscripción de la escritura pública de representación tanto en el Registro Mercantil como en el Registro especial de la CNMV que se constituya a tal efecto, con lo que la CNMV, como órgano encargado de la supervisión del mercado de valores, tendrá que proceder a constituir el citado Registro para garantizar los requisitos de publicidad establecidos legalmente. En este sentido, cabe precisar que en la propia escritura de constitución se requiere que se fijen las normas de organización y funcionamiento de la asociación. No obstante, se echa de menos que el legislador no haya definido al menos de forma esquemática, cuál debe ser la estructura interna de las asociaciones. A pesar de dicha carencia, se puede señalar que las asociaciones especiales, al igual que las comunes, se estructurarán sobre una base de una pluralidad de órganos, con unas competencias prefijadas. Así, se constituirá una asamblea general como órgano supremo, que adoptará sus acuerdos por el principio mayoritario y que deberá reunirse, al menos, una vez al año, y un órgano de representación que gestione los intereses de los asociados. No obstante, si se trata de asociaciones horizontales -que

agrupan a accionistas de diversas sociedades cotizadas- habrán de constituirse asambleas sectoriales correspondientes a cada una de las sociedades a las que pertenezcan los miembros de la asociación.

1.4.2.3 Obligaciones contables y de información

En relación con las obligaciones contables y de información, se regula un extenso precepto como es el artículo 283.26. En primer lugar, se generaliza la obligación de que todas las asociaciones de accionistas están obligadas a llevar una contabilidad que se ajuste a las reglas del propio código -artículos 25 y siguientes-. Sobre las obligaciones específicas en materia de contabilidad se establece que las asociaciones, en el mes siguiente a la aprobación de las cuentas anuales del ejercicio anterior por parte de la asamblea de asociados, procederán al depósito del Registro Mercantil de dichas cuentas y de la memoria de las actividades emprendidas. Además, a esta obligación se añade la de remitir a la CNMV una copia de estos documentos. Adicionalmente, en materia de identidad de los accionistas que integran la asociación, se añade la obligación de comunicar a la CNMV, la relación de accionistas que integran la citada asociación en el día en que hubiese terminado el ejercicio anterior. Esta medida resulta indispensable para garantizar la transparencia e independencia en el mundo del asociacionismo accionarial, ya que gracias a medidas como ésta, se pueden prevenir algunos de los riesgos inherentes a este fenómeno, como puede ser la utilización de la asociación por parte de determinados accionistas con el objeto de satisfacer intereses puramente individuales, haciendo caso omiso del interés colectivo del resto de accionistas y, por ende, del mismo interés social. En esta materia, cobra gran interés el espinoso asunto de la página web corporativa, ya que se establece que, en caso de que en una sociedad cotizada exista una asociación de accionistas, se debe habilitar un espacio en la propia página web para el uso de la asociación o, en su caso, facilitar un enlace a la propia página web de la asociación, si es que cuenta con ella. No existe duda alguna que con este artículo el legislador pretende potenciar la integración de las asociaciones. Sin embargo, cabe precisar que si bien este artículo se puede aplicar de forma innegable a las asociaciones verticales, sería más complejo que pudiera aplicarse a las asociaciones horizontales.

En materia de transparencia, también destaca la obligación que asume la CNMV de facilitar de forma gratuita a cualquier persona que lo solicite, la relación de asociaciones de accionistas, incluyendo el domicilio de cada una de ellas.

1.4.2.4 Régimen en materia de representación

Otra de las cuestiones que goza de especial relevancia en relación con la regulación de este nuevo régimen jurídico es la cuestión del poder de representación de las asociaciones, en tanto en cuanto, uno de los fines esenciales de estas asociaciones es la de representar los intereses de sus asociados. En este sentido, se establece la obligación de que las asociaciones de accionistas lleven un registro de las representaciones que les otorguen los accionistas para que les representen en las juntas generales, así como las representaciones con las que hubieran acudido a cada una de las Juntas ya celebradas -y, de nuevo, en aras de la transparencia, en este último supuesto, deben facilitar la identidad del representado y el número de accionistas que ostenta-. De tal manera, que la obligación de llevanza del registro se desdobra en un doble plano: por un lado en una vertiente *ad intra* -obligación interna de la asociación de llevar un registro con las representaciones conferidas- y una vertiente *ad extra* -ya que dicho registro debe poner a disposición de la CNMV-. Como se puede inferir, el régimen jurídico previsto en materia de representación, no otorga a las asociaciones una legitimación general para ejercer la representación global de todos sus miembros, sino que se exige una cadena de apoderamientos *ad casum*, para poder ejercitar la representación de cada uno de los asociados. Finalmente, en materia de representación cabe establecer que se recoge una última previsión, que determina que las sociedades cotizadas cuyas acciones hubiesen sido representadas por una asociación de accionistas, tendrán derecho a que se les proporcione una copia gratuita de los datos de la asociación. Esta previsión parte de un argumento bastante razonable que es que no se vea afectado el interés social y para que puedan detectarse ciertos comportamientos que podrían afectar negativamente a la viabilidad de la sociedad, especialmente cuando tiene lugar una instrumentalización de la asociación por parte de determinados miembros.

1.4.2.5 Financiación de las asociaciones

Finalmente, cabe concluir el presente esbozo del naciente régimen jurídico de las asociaciones de accionistas, haciendo referencia a una de las cuestiones más polémicas en relación con las mismas que es la financiación de las citadas. En este sentido, el

artículo 283.29 de la Propuesta se pronuncia sobre la citada cuestión.²¹ Como se puede observar, a la hora de lidiar con la cuestión de la financiación de estas asociaciones, se parte de la prohibición taxativa tanto de financiación interna como externa, siempre que provenga de la sociedad cotizada en la que se inserta la asociación. El fundamento de esta interdicción resulta bastante claro, ya que el legislador presume que si la asociación recibe financiación por parte de la sociedad, esto supone que la asociación se halla en mayor o en menor medida controlada por parte de la compañía, de tal forma que se restaría independencia a su actuación, y que pasaría a ser un instrumento que se encontraría más al servicio de la sociedad que de los propios asociados de la misma. No obstante, también podría argumentarse que las asociaciones podrían tener acceso en alguna medida, a financiación por parte de la sociedad, en tanto en cuanto, se podría determinar que la actuación de las asociaciones sí afecta al interés social de la compañía, ya que su actuación supone la tutela de los derechos de los accionistas minoritarios de la propia sociedad. Si bien no se exige una financiación íntegra, no sería descabellado pensar en que pudiese tolerarse un cierto nivel de financiación en aspectos concretos. Así, sobre la presente cuestión, se plantea la posibilidad de que sea la sociedad la que financie determinadas gastos de la asociación -como los contables y de registro- siempre que la asociación cuente con una participación de cierta significación en el accionariado de la sociedad.²² Desde esta perspectiva, la cuestión de la financiación se puede enfocar desde un punto de vista distinto. En relación con la afirmación precedente, se puede afirmar que si bien no existe duda alguna acerca de que el sostenimiento financiero de las asociaciones de accionistas por parte de la sociedad en que se insertan, podría perjudicar su independencia y el cumplimiento de las finalidades que justifican su propia existencia, no obstante, en tanto en cuanto, se trata de asociaciones que defienden fines que pueden considerarse que forman parte del

²¹ El artículo 283.29 de la Propuesta de Código Mercantil reza así: Las asociaciones de accionistas no podrán recibir, de forma directa o indirecta, cantidad alguna de la sociedad cotizada.

²² IBAÑEZ JIMÉNEZ, J., “Derechos de asistencia y representación: la reforma española ante las corrientes globales de proxy voting law”, conferencia impartida en el *Seminario de la Cátedra de Garrigues de Modernización del Derecho de Sociedades*, ICADE, 12 de febrero de 2014: También en materia de asociacionismo, siendo el problema de las asociaciones el quién las financia, la propuesta del informe de la Comisión de Expertos no recoge esta posibilidad, pero si esos accionistas llegasen a alcanzar un porcentaje indicativo sobre el 1%, parece justo que los costes de contabilidad y registro que se dispongan reglamentariamente en el futuro sean sufragados según el porcentaje que se ostente y fijar incentivos permanentes, si se quiere sostener su desarrollo.

amplio concepto del interés social, y que, además, se trata de instituciones que el legislador busca que se potencien y desarrollen en España, si se facilitase la canalización de la financiación, podría suponer un impulso para sostener su desarrollo.

En este sentido, en el ámbito de la doctrina americana²³, ciertas voces sugieren la posibilidad de que puedan ser financiadas las propuestas que sean iniciativa de los accionistas siempre y cuando se ejerzan en el marco de una actuación colectiva, lo que puede suponer abrir la puerta, a la financiación de las asociaciones de accionistas, siempre y cuando se ejerza su actuación en el marco de actuaciones colectivas y no meramente individuales.

1.5 Asociaciones de accionistas y pactos parasociales

En primer lugar, cabe precisar que existen ciertas semejanzas entre ambas figuras, en tanto en cuanto, el hecho de que las asociaciones de accionistas -en su vertiente representativa- aglutinen el derecho de voto de un notable número de accionistas de forma unificada, hace que ciertos sectores de la doctrina establezcan su semejanza con los pactos parasociales de dimensión plurilateral, lo que llevaría a determinar que resulta de poca utilidad el establecimiento de un régimen propio para este tipo de asociaciones, en tanto en cuanto, les sería susceptible de aplicación el régimen de los sindicatos accionariales. Además, de esta forma también se señala la posibilidad de eludir la normativa prevista para los pactos parasociales a través de la dotación a estas instituciones de un régimen jurídico distinto.

Una vez más, hay que recurrir al derecho comparado para el análisis de la presente cuestión. En este sentido, uno de los ordenamientos donde más conflicto ha suscitado el tema ha sido en el ordenamiento italiano, a pesar de que el artículo 141.2 del *Testo Unico della Finanza* (TUF), dispone que el régimen de los pactos parasociales no se aplica a las asociaciones de accionistas, como se puede inferir de su redacción.²⁴

²³ ROMANO, R., "Less is more: Making shareholder activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance", *Yale Journal on Regulation*, nº 2, 2001, pp 174-252.

²⁴ El artículo 141.2 del Testo Único della Finanza reza así: Le deleghe conferite all'associazione di azionisti ai sensi del comma 1 non sono computate ai fini del calcolo del limite di duecento azionisti previsto dall'articolo 136, comma 1, lettera b).

La base para el anterior razonamiento reside en el hecho de que a pesar de la actividad de la asociación consiste en la recogida de delegaciones de los derechos de voto de sus accionistas, ello no supone, a diferencia de lo que ocurre en los sindicatos de voto, que exista una orientación vinculante del voto, ya que el apoderado de la asociación debe votar en la Junta General según las indicaciones de cada uno de los asociados -si bien es cierto que la tendencia en el ámbito de las asociaciones de accionistas es la uniformidad del voto de sus asociados, en tanto en cuanto, el interés de los asociados que justifica la constitución de las asociaciones en cuestión suele ser el mismo, pese a su vocación de estabilidad-. Otro motivo para justificar la no aplicación de este régimen a las asociaciones de accionistas, es que no hay ninguna previsión en el TUF que determine que las asociaciones estén sometidas al régimen de publicidad de las convenciones de voto. No obstante, y a pesar de lo anterior, nada obsta a que la asociación se pueda transformar *de facto* en un sindicato de voto, lo que implicaría que, en dicho supuesto, sí le sería aplicable la disciplina establecida para los pactos parasociales, además de los requisitos de publicidad del artículo 122.1 del TUF.

Si estas fuesen las razones que justifican la no aplicación de la normativa de pactos parasociales a las asociaciones de accionistas, podría plantearse que sí sería aplicable dicha normativa cuando la actividad de la asociación no se limitase a la simple recogida de delegaciones de voto de sus asociados, a los que se permite libertad expresa en el sentido de su voto, sino que aglutinase los votos de sus acciones de forma uniforme. No obstante, sobre esta cuestión se ha llegado a decir que porque dos instituciones tengan una estructura semejante, ello no implica que tengan que estar dotadas del mismo régimen jurídico.²⁵ Siguiendo este razonamiento, la distinción fundamental entre pactos parasociales y asociaciones de accionistas podría estructurarse en torno a dos puntos: la cuota de participación en la sociedad y el marco temporal. Sobre la primera cuestión, mientras que en los pactos, sus suscriptores pueden ostentar la titularidad de cualquier

²⁵ ALONSO LEDESMA, C., "Las asociaciones de accionistas", en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. (Coord.), *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas: Estructura de Gobierno y Mercados*, Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2006, pp. 503-539: el que dos instituciones tengan una estructura semejante no implica que tengan que quedar sometidas a identidad de tratamiento cuando ambas desempeñan o pueden desempeñar funciones diferentes en el seno de la sociedad.

porcentaje de acciones, sin limitación alguna -de tal manera que sería factible que ostentasen la mayoría de la estructura accionarial-, en las asociaciones, los porcentajes de participación son limitados, precisamente por la vocación de aglutinar a la minoría accionarial. Sobre la segunda cuestión, mientras que las asociaciones tienen carácter estable y una duración indefinida -al menos, ab initio-, los pactos tienen una duración determinada.

2. LOS FOROS ELECTRÓNICOS DE ACCIONISTAS

2.1 Antecedentes en el derecho comparado

Una de las figuras más novedosas en materia de asociacionismo accionarial son los foros electrónicos de accionistas, ya que su constitución y desarrollo no ha podido tener lugar hasta fechas recientes, en tanto en cuanto tienen su origen en el desarrollo masivo de internet y demás nuevas tecnologías de la información. Como punto de partida, cabe precisar que en la mayoría de los países existe libertad de constitución de foros electrónicos, por lo que nada obsta a que una sociedad cotizada pueda incluir en su página web o en otra diseñada a tal propósito, un foro que permita la comunicación entre sus accionistas, como parte de su política de buen gobierno corporativo *ad intra*.

A la hora de estudiar el fenómeno de los foros electrónicos de accionistas, cabe comenzar realizando una reseña a los antecedentes existentes en esta materia en el ámbito del derecho comparado, diferenciándose la regulación existente en Estados Unidos, y la regulación existente en diversos países europeos.

En un primer sentido, cabe precisar que mientras que en Europa la posición del legislador ha sido de cierta incertidumbre por los riesgos que pueden entrañar los foros, en Estados Unidos, la *Securities and Exchange Commission* -SEC- ha valorado de forma positiva el desarrollo de esta institución y ha proporcionado una nueva normativa al respecto, que se va a proceder a estudiar a continuación. En EEUU, la normativa anteriormente citada ha tratado de resolver los obstáculos más relevantes que impedían el desarrollo de estas figuras y que eran esencialmente dos: En primer lugar, el miedo a la extensión de responsabilidad a los creadores del foro como consecuencia de que las informaciones vertidas en el mismo vulnerasen la normativa del mercado de valores. En segundo lugar, que el foro fuese instrumentalizado para la promoción de planes dirigidos a obtener la representación de los accionistas en la junta general y que, por

ende, les fuese aplicable la extensa normativa norteamericana en materia de solicitud pública de representación. Para lidiar con los citados impedimentos, la SEC procedió en el año 2008 a desarrollar una nueva normativa en esta materia, recogida en la *Rule 14a-17*.

Como se puede observar del artículo precedente²⁶, la normativa de la SEC establece la licitud de la creación de foros electrónicos, atribuyendo una extensa legitimación para su creación, ya que establece que pueden crearlos los accionistas de las sociedades cotizadas, la propia sociedad e incluso cualquier tercero que actúe por cuenta de un accionista y un emisor. No obstante, la viabilidad de los mismos queda supeditada al respeto a las normas federales del mercado de valores fijadas por la SEC, al respeto a las normas societarias estatales y a los propios estatutos de la sociedad. Sobre el primer problema que planteaba la realidad práctica de los foros -la posibilidad de atribución de responsabilidad a los creadores de los mismos por las opiniones vertidas en ellos-, la normativa de la SEC establece que ni la sociedad, ni los accionistas, ni cualquier tercero, que pongan en funcionamiento el foro y se encarguen de su gestión y mantenimiento serán responsables de las informaciones vertidas en ellos por cualquier participante en el mismo. Así, se establece que son las personas que hayan incluido la controvertida opinión en el foro quiénes responderán conforma a la normativa relativa a la difusión de información privilegiada y sobre manipulación de cotizaciones, que se regula en la *Rule 10b-5* y en la *Rule 14a-9* de la SEC. No obstante, la principal problemática radicaba en el segundo impedimento existente, ya que, como el foro puede ser un instrumento para el ejercicio de la solicitud pública de representación, de tal manera, que en los supuestos en que se busque dicho propósito, se siga aplicando la normativa relativa a "*proxy solicitations*". Así, la normativa de la SEC, considera que no resulta aplicable la normativa relativa a la solicitud pública de representación, a las

²⁶ La Rule 14a-17 de la SEC reza así: New Rule 14a-17 clarifies that a shareholder or company (or third party acting on behalf of a shareholder or company) that establishes, maintains, or operates an electronic shareholder forum will not be liable under the federal securities laws for any statements made by another person participating in the forum, if the forum is conducted in compliance with the federal securities laws, applicable state law and the company's charter and bylaws. Persons providing information to, or making statements on, an electronic shareholder forum, however, will remain liable for the content of those communications under traditional liability provisions of the federal securities laws, such as Rules 10b- and 14a-9 under the Exchange Act. Other applicable federal or state laws also will continue to apply to persons providing information or statements on an electronic shareholder forum.

contribuciones al foro realizadas por cualquier sujeto -bien actúe en nombre propio o en representación de otra persona-, que no pretenda obtener la representación de un accionista y que no solicite un documento de revocación, consentimiento, abstención o autorización. No obstante, este régimen sólo se inaplica si la contribución tiene lugar con una antelación de sesenta días a la fecha anunciada de convocatoria de la junta general, sea ordinaria o extraordinaria. No obstante, si un emisor convoca la junta con una antelación que no llegue a los sesenta días, el límite se sitúa en los dos días siguientes a la fecha del anuncio de la convocatoria -cabe precisar que los plazos de antelación mínima de convocatoria de la junta general, son fijados en la normativa de cada Estado, tomándose como referencia el plazo de sesenta días, ya que éste es el plazo más extenso previsto en todo el ordenamiento estadounidense, y es el correspondiente al Estado de Delaware-. No obstante, al margen de este plazo de tiempo, si cualquier persona que intervino en el foro y a la que se aplicó este régimen excepcional, desea realizar una solicitud pública de representación podrá hacerlo si cumple con la normativa prevista en la regulación de esta materia, sin que se presuma que sus declaraciones precedentes tengan finalidades cuestionables tales como obtener o revocar poderes. A partir de aquí, entran en juego el resto de excepciones previstas para el régimen de solicitud pública de representación. Cabe recordar que si las declaraciones se mantienen en el foro pasado el plazo para el que se aplica la excepción, se aplicará la normativa sobre *proxys*, de manera que se hace conveniente que el foro permita borrar con posterioridad las declaraciones efectuadas.

Una vez estudiado el régimen estadounidense en esta materia, cabe remitirse a lo dispuesto en el ámbito europeo. En este sentido, cabe partir de la idea de que frente al aperturismo de EEUU ante el fenómeno de los foros, el acogimiento en el continente europeo ha sido más frío. En relación con Francia, la *Commission des opérations de bourse -precursora de la AMF-*, en su recomendación número 2000-02, mostró su temor a que los foros de debate creados en las sociedades emisoras deviniesen en problemas de asimetrías en la difusión de información en los accionistas. Esta visión negativa se reiteró en el Informe Winter sobre modernización del derecho societario en Europa, donde los expertos se pronunciaron en contra de insertar foros de accionistas en

la página web, bajo el temor de que fuesen utilizados de forma indebida para manipular el precio de las acciones, a través de la provisión de información engañosa.²⁷

En el ámbito alemán, también se desarrolló una cierta normativa en relación con los foros, en la ley para la integridad de la empresa y la modernización del derecho de sociedades. Así, esta ley introduce una nueva sección denominada "Foros de accionistas" en la *AktG* -Ley de Sociedades Anónimas de Alemania-.²⁸ No obstante, cabe precisar que no se trata de un auténtico foro, ya que no se permite ni el debate ni el intercambio de opiniones, sino que se trata de un mero tablón de anuncios electrónico y accesible al público, en el que los accionistas pueden publicar invitaciones a otros accionistas en relación con el ejercicio del derecho de voto en la junta general, o en relación con el ejercicio de las acciones judiciales colectivas contra los integrantes del órgano de administración o del consejo de vigilancia.²⁹

2.2 Concepto y diferenciación de figuras afines

Se puede definir el foro electrónico de accionista como un punto de encuentro virtual entre los accionistas o incluso éstos y su sociedad, en el que los participantes pueden intercambiar información y comunicarse entre sí, debatir sobre temas diversos o coordinar su actuación con vistas a la celebración de una junta general o al ejercicio de un derecho de minoría. En este sentido, se señala que sólo son foros de accionistas aquellos que tienen por finalidad exclusiva posibilitar la comunicación entre los accionistas para que puedan plantear iniciativas o propuestas y, por ende, ejercitar sus derechos.³⁰

Para poder delimitar el marco conceptual de los foros de accionistas, cabe proceder a establecer su distinción con respecto a algunas figuras afines. En un primer sentido,

²⁷ AZOFRA VEGAS, F., "El Informe Winter sobre modernización del derecho societario en Europa", *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, nº 4, 2003, pp. 1-14.

²⁸ SEIBERT, U., "Aktionärsforum und Aktionärsforumsverordnung nach", *AG*, nº 2, pp 16 y ss.

²⁹ JUAN Y MATEU, F., "La reforma de la Aktiengesetz alemana por la UMAG de 22 de septiembre de 2005", *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 25, 2005, pp 187-202.

³⁰ ALONSO LEDESMA, C., "Las asociaciones de accionistas y los foros electrónicos", en CREMADES GARCÍA, J. (Dir.), *El accionista minoritario en la sociedad cotizada*, La ley, Madrid, 2012, pp. 723-747.

cabe precisar que los foros de discusión de corte científico o técnico que lidian con cuestiones relativas a los mercados de valores, no son foros de accionistas, ya que su objeto no es facilitar la coordinación entre los accionistas de una sociedad cotizada, sino que su fin es la divulgación de conocimientos en materia financiera y económica. En segundo lugar, tampoco son foros de accionistas los foros electrónicos de inversores, en los que los participantes comparten información sobre la evolución en la cotización de determinados valores. Esto es debido a que a su finalidad es suponer una mejora en la toma de decisiones de cara a la maximización de los beneficios de sus miembros, pero, en ningún momento, buscan una actuación coordinada por parte de los mismos, con lo que no pueden ser considerados como foros stricto sensu. En tercer lugar, también hay que diferenciar los foros de accionistas de los foros de empresa, teniendo en cuenta que éstos últimos, se insertan en la página web corporativa de determinadas sociedades cotizadas en orden a mejorar su transparencia y a facilitar la comunicación con los *stakeholders*. La diferencia esencial entre ambas instituciones radica en el hecho de que mientras que los foros de empresas se caracterizan por su apertura absoluta, de tal manera que cualquier *stakeholder* interesado en obtener información sobre la empresa puede acceder a ellos -aunque también en orden a conocer su gestión y evaluación-, en los foros de accionistas sólo participan los titulares de acciones de la sociedad y que, por ende, forman parte de la estructura orgánica de la sociedad. En suma, puede establecerse que mientras que los foros de empresa tienen un carácter eminentemente abierto, los foros de accionistas se caracterizan por su carácter cerrado. Por último, cabe añadir que, aunque uno de los objetivos de los foros es la reagrupación del *free float* o accionariado disperso -aquel que no detenta participaciones de control-, no pueden ser considerados, en ningún caso, como sociedades o asociaciones -en suma, como entidades de base asociativa-, puesto que los integrantes de los foros no actúan bajo la llamada '*affectio societatis*', en tanto en cuanto, no tienen la intención de asociarse a través de un contrato de sociedad o de asociación -recuérdese el concepto de *affectio societatis* que se infiere del artículo 1665 del Código Civil.³¹

2.3 Beneficios, inconvenientes y riesgos

³¹ El artículo 1665 del Código Civil reza así: La sociedad es un contrato por el cual dos o más personas se obligan a poner en común dinero, bienes o industria, con ánimo de partir entre sí las ganancias.

El continuo desarrollo de los foros electrónicos de accionistas trae causa de los beneficios que procura su constitución. En un primer sentido, permite gracias al apoyo de las nuevas tecnologías de la comunicación, conectar a un accionariado cada día más caracterizado por su dispersión e internacionalización. En este sentido, es especialmente relevante el hecho de que se favorece dicha comunicación con un coste bastante reducido, más teniendo en cuenta que si la interacción no tuviese lugar por medio de estos cauces electrónicos, se dispararían los costes asociados a la relación entre los accionistas. En segundo lugar, otro beneficio asociado a los foros es que permite a los asociados formular una solicitud de representación dirigida a la totalidad de accionistas e inversores, quebrando el monopolio que hasta ahora ejercían los propios administradores y los accionistas de control, en materia de representación del *free float*. En tercer lugar, supone fomentar la participación de los accionistas en la vida social, en tanto en cuanto, pueden incrementar su participación en la misma, a través de la captación de votos, de la proposición de nuevos puntos en el orden del día y a través de la proposición de proyectos de resolución. En cuarto lugar, los foros facilitan tanto el ejercicio de los derechos de minoría -puesto que a través del foro se pueden superar los requisitos de capital exigidos para el ejercicio de estos derechos- como de los derechos individuales, que se pueden ver potenciados a través de la actuación conjunta -supóngase el ejercicio de acciones judiciales colectivas para exigir responsabilidad a los administradores de la sociedad cotizada-. En quinto lugar, y en coherencia con el objeto de estudio del presente análisis, otra ventaja de los foros de accionistas es que favorecen la creación de asociaciones de accionistas, puesto que, considero que constituyen una primera puesta de contacto entre los accionistas, y pueden favorecer la canalización de las propuestas asociativas. En sexto lugar, los foros pueden no sólo reputar beneficios a los socios integrantes sino también a los propios administradores sociales, puesto que les permite conocer de primera mano las preocupaciones de los accionistas y, lo que es más relevante, la valoración que hacen los accionistas de la gestión de los administradores, de tal manera que los administradores pueden adelantarse a las preguntas que les formulen en la junta y así, estar preparados, en caso de acaecimiento de cualquier "imprevisto". En consecuencia, los foros pueden ser una herramienta adecuada, para favorecer la comunicación entre el órgano legislativo y el órgano ejecutivo, lo que permite que la relación pueda estrecharse durante todo el ejercicio y, que no quede supeditada a la mera celebración de las juntas generales.

No obstante, y a pesar del elenco de ventajas que se ha expuesto, no hay duda de que no todo son luces en relación con los foros de accionistas, con lo que hay que pasar a focalizar la atención en las eventuales sombras que rodean a los foros de accionistas. Uno de los primeros riesgos que pueden generar es el coste de los mismos, porque se incrementarán notablemente los costes de funcionamiento para la sociedad, ya que aunque el coste de insertar el foro en la página web corporativa de la compañía no es excesivamente elevado a priori, a posteriori se producirán costes elevados en materia de diseño y de seguridad, especialmente en esta última cuestión, ya que al ser especialmente sensible la información que se maneja en estos foros, parece conveniente que se dote de sistemas adecuados de seguridad que permitan conjurar los intentos de desestabilizar la sociedad por vías de agentes externos perniciosos. Otro riesgo inherente a la existencia de los foros es que pueden generar una desestabilización de la sociedad, ya que se corre el riesgo de que los foros se transformen en instrumentos de agresión continua hacia los administradores por parte de grupos de presión que con su actuación no busquen la tutela de sus derechos, sino la afectación al interés social en beneficio propio. No obstante, este riesgo se puede conjurar permitiendo una cierta injerencia de la sociedad en el ámbito material del foro, mediante actuaciones tales como el control y la proposición de debates, la selección de los temas de discusión o la reserva del derecho a eliminar determinados comentarios. No obstante, esta facultad de intervención debe sujetarse a la legalidad, ya que, si no se adoptan determinadas cautelas, podría extralimitarse la sociedad en la actuación y buscar teledirigir la actuación de los foros, por ejemplo, impidiendo la coordinación de los accionistas o dificultando la proposición de propuestas a la junta general. Un último riesgo evidente de la existencia de los foros, es la posibilidad de que generen abusos de mercado. Esto es debido a que la libertad de opinión inherente a los foros, puede generar que éstos sean utilizados para lanzar comentarios y propuestas que tengan como objetivo la manipulación de la cotización de la sociedad.³² No obstante, sobre esta cuestión quizás cabe matizar que el hecho de que el foro esté sujeto al cargo de la sociedad, no necesariamente implica una mayor posibilidad de abuso de mercado, sino más bien al contrario, puede suponer una reducción de las precitadas. A mi juicio, esto es debido a que si el foro está bajo el control de la sociedad y se restringe el acceso sólo a sujetos que sean efectivamente

³² BELANDO GARÍN, B., "La manipulación del mercado de valores a través de internet. Nuevas armas para problemas antiguos", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 90, abril-junio 2003, pp 53 y ss.

accionistas de la sociedad, se facilita la identificación de las personas afectadas, de tal manera que si un sujeto introduce información falseada con la finalidad de alterar la cotización, se le podrá sancionar con mayor facilidad, ya que se tendrá acceso al historial del mismo. Además, en caso de ejercicio de un adecuado control, la sociedad puede hacer desaparecer la información que puede alterar la cotización de la sociedad, y así evitar que los accionistas y potenciales inversores puedan entrar en confusión, teniendo en cuenta que la información que se proporciona desde los órganos de comunicación de la sociedad no es fidedigna.

2.4 Régimen previsto en la Propuesta de Código Mercantil

Una vez delimitadas las cuestiones precedentes, cabe proceder al estudio del régimen relativo a los foros electrónicos de accionistas en nuestro ordenamiento. En este sentido, la regulación prevista en la Propuesta de Código Mercantil no es una regulación ex novo, ya que los foros electrónicos ya se encontraban regulados en el artículo 539.2 del Real Decreto 1/2010 y, en este sentido, la Propuesta de Código Mercantil toma dicha regulación en su integridad. No obstante, debido a la relevancia de la cuestión, se va a proceder al estudio de la misma. A modo introductorio, cabe precisar que la citada Propuesta regula la presente materia en el artículo 283.30.³³

A nivel introductorio, y como cuestión preliminar, se puede afirmar que el régimen jurídico relativo a los foros electrónicos de accionistas tiene las siguientes características:

- Es obligatorio.
- Es de carácter privado.

³³ El artículo 283.30 de la Propuesta de Código Mercantil reza así: En la página web de la sociedad se habilitará un Foro electrónico de accionistas, al que podrán acceder con las debidas garantías tanto los accionistas individuales como las asociaciones voluntarias que puedan constituir, con el fin de facilitar su comunicación con carácter previo a la celebración de las juntas generales. En el Foro podrán publicarse propuestas que pretendan presentarse como complemento del orden del día anunciado en la convocatoria, solicitudes de adhesión a tales propuestas, iniciativas para alcanzar el porcentaje suficiente para ejercer un derecho de minoría previsto en la ley, así como ofertas o peticiones de representación voluntaria. propuestas que pretendan presentarse como complemento del orden del día anunciado en la convocatoria, solicitudes de adhesión a tales propuestas, iniciativas para alcanzar el porcentaje suficiente para ejercer un derecho de minoría previsto en la ley, así como ofertas o peticiones de representación voluntaria.

- Es específico de cada sociedad.
- Se configura, al menos a priori, como un simple tablón de anuncios sobre el que el socio puede ejercer un cierto poder dispositivo.

Con respecto a la obligatoriedad, cabe precisar que conforme a la regulación prevista en la Propuesta, se puede afirmar que toda sociedad cotizada debe alojar un foro de accionistas en su página web, ya que, de otro modo, se podría incurrir en un incumplimiento del artículo 100, apartado m) de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores.

En relación con el carácter privado, cabe precisar que en España se ha optado por dicho carácter a través de la creación y gestión del foro por parte de la sociedad, de tal manera que el hecho de que se aloje el foro en una página web corporativa oficial, lo que supone dotar de un adecuado régimen de publicidad al mismo, supone acrecentar el carácter mediador de la sociedad y, por ende, la neutralidad de dicho instrumento, de tal manera, que se eviten eventuales conflictos de interés en los accionistas y los administradores, de tal manera que se controlan mejor los riesgos que conllevan la implantación de este nuevo sistema de comunicación intracorporativo.

Sobre la especificidad del régimen en cada sociedad, cabe precisar que no es posible la creación de foros compartidos, como tampoco resultaría factible, crear una página web donde se agrupasen en varias secciones los foros de varias sociedades.

Por último, simplemente volver a referir que el foro se concibe como un simple tablón de anuncios en el que publicar solicitudes, propuestas o adhesiones, no obstante, nada obsta a que la sociedad pueda estructurarlo a modo de foro de discusión y de debate.

Sobre los eventuales participantes en el foro, se otorga legitimación para intervenir en el mismo tanto a los accionistas individuales como a las asociaciones de accionistas..

Con respecto a los primeros, podrán acceder tanto a los titulares de acciones con derecho a voto como los de acciones sin voto. No obstante, se establece que pueden concurrir los que sean propietarios de las acciones, pero se excluye a los meros detentadores de derechos reales sobre las mismas. En suma, se permite el acceso a toda clase de accionistas, con independencia del capital que ostenten, con lo que esto podría favorecer la entrada de titulares con participaciones significativas, lo que podría perjudicar al accionariado disperso.

Con respecto a las segundas, se atribuye el derecho a acceder a las asociaciones de accionistas cuyos miembros sean accionistas de la sociedad cotizada en cuestión. No obstante, resulta criticable la regulación contenida en la Propuesta con respecto a esta materia, ya que no define qué tipo de asociaciones de accionistas tienen dicha legitimación. Si bien únicamente aquellas que se constituyan conforme al nuevo régimen previsto en los artículos 283.23 al 283.29 de la Propuesta -régimen que ya se estudió con anterioridad- o, en una perspectiva extensiva, todas aquellas asociaciones que puedan constituirse conforme a la normativa sobre asociaciones. A pesar de que no se resuelve esta cuestión expresamente en el citado artículo, desde mi punto de vista, la opción más plausible, es que se limite este derecho a las asociaciones que se constituyan conforme al nuevo régimen jurídico *ex novo*, ya que, en principio, cabe afirmar el carácter constitutivo de este régimen. No obstante, cabe precisar que quienes no podrían acceder son los representantes de pactos parasociales o agrupaciones de accionistas, que no hayan adoptado la forma jurídica asociativa -cabe referir que la relación existe entre las asociaciones de accionistas y los pactos parasociales se estudiará in extenso en el siguiente apartado-.

Aunque nada se expresa en la presente regulación, sería positivo que, al igual que ocurre en el régimen alemán, los administradores de la sociedad pudieran tener acceso al foro, para manifestar su posición ante las propuestas que se hagan desde el mismo. No obstante, los administradores sociales deben actuar con cautela a la hora de emitir cierto tipo de informaciones, ya que si estas fueran de cierta relevancia de cara a potenciales inversores -supóngase la decisión del órgano ejecutivo de la sociedad de repartir o no dividendo en el presente ejercicio, o comunicar la salida a Bolsa de una filial de la compañía-, habría que aplicar el régimen relativo a la información relevante, regulado en el artículo 82 de la Ley 24/1988 -con las pertinentes comunicaciones a la Comisión Nacional del Mercado de Valores-.

En relación, con el contenido mínimo del foro, se regulan varios aspectos en el citado artículo.

En primer lugar, se debe permitir la publicación de propuestas que se presenten como complemento del orden del día de la junta general. Esta posibilidad supone favorecer la iniciativa de los accionistas para valorar los asuntos que se debatirán en la junta. Además, se favorece que puedan llevarse a cabo solicitudes de adhesión a dicha

propuesta, lo que permite que sea más fácil alcanzar los requisitos exigidos para la adopción de este tipo de propuestas. En este sentido, cabe referir que para el ejercicio de estos derechos, la Ley de Sociedades de Capital exigía un porcentaje del 5% en sociedades anónimas no cotizadas y de un 1% en las cotizadas. Cabe precisar que la Comisión de Expertos en Buen Gobierno Corporativo en su ya referido informe de 14 de octubre de 2013, solicitaba incluir un nuevo apartado tercero al artículo 495 del Real Decreto 1/2010, para elevar este porcentaje en las sociedades cotizadas a un 3%, en base a la normativa vigente en derecho comparado en relación con esta materia.

En segundo lugar, se permite que se puedan publicar en el foro iniciativas para alcanzar el porcentaje suficiente de cara al ejercicio del derecho de minoría, lo que supone un notable avance en la tutela de los derechos de los accionistas minoritarios ya que se hace un llamamiento de forma gratuita y sencilla para que todos los accionistas interesados puedan adherirse a la propuesta.

En tercer lugar, se permite publicar propuestas u ofertas de representación voluntaria, lo que permite salvar complejos obstáculos tales la dificultad de contactar con otros accionistas y los elevados costes de una comunicación *bis to bis* con otros accionistas, debido a la complejidad del sistema de apoderamientos individuales.

Sobre esta regulación, existen algunos aspectos controvertidos que merece la pena tratar de manera individualizada. En primer lugar, a la hora de regular el contenido del foro se establece un contenido mínimo, pero no se determina si además de incluir la propuesta como tal, se puede incluir otra información o valoración que vaya más allá de la mera proposición -cabe precisar que en algunos ordenamientos como el alemán, esto está prohibido-. A mi juicio, si se busca tutelar los derechos de los accionistas, cualquier medida destinada a mejorar el derecho de información de los mismos tendría que ser aceptada con los brazos abiertos, con lo que estimo que debería permitirse introducir estas justificaciones, en tanto en cuanto, suponen una mayor información para el accionista. En segundo lugar, ante la falta de previsión en el artículo referido, todo parece indicar que el hecho de que se determine el contenido mínimo del foro, no obsta a que la sociedad puede *motu proprio* ampliarlo con otro tipo de propuestas, o que pueda favorecerse un intercambio de opiniones en el seno del mismo o, incluso, que puede establecerse un diálogo continuo entre accionistas y administradores en relación con esta materia. En tercer lugar, parece que la Propuesta limita temporalmente la

vigencia del foro ya que el artículo reza: *"Con el fin de facilitar su comunicación con carácter previo a la celebración de las juntas generales"*. Del presente articulado, se viene entendiendo que el foro debe estar abierto desde el día de la convocatoria de la junta, hasta el día de efectiva celebración de la misma. Esta concepción deriva del hecho de que algunos de los derechos integrados en el contenido mínimo del foro -tales como la posibilidad de complementar el orden del día o solicitar la representación voluntaria-, sólo tienen sentido en el marco de la celebración junta general. No obstante, el hecho de que se reconozca la posibilidad de presentar iniciativas para recabar los porcentajes necesarios para el ejercicio de los referidos derechos de minoría, hace que se pueda cuestionar la anterior afirmación, ya que, existen algunos derechos de minoría que no están conectados con la celebración de la junta general -supóngase la solicitud de nombramiento de experto independiente en aportaciones no dinerarias (artículo 69 de la LSC), el ejercicio de acciones de responsabilidad contra los administradores (artículos 238 y 239 de la LSC), la impugnación de acuerdos del consejo (artículo 251 de la LSC) y el nombramiento de auditores en determinadas circunstancias (artículo 265 de la LSC)- y otros derechos que aún conectados con la junta general son previos a la misma -destáquese el propio derecho de solicitud de convocatoria de la junta (artículo 168 LSC)- y, en tanto en cuanto, existen determinados derechos que no están conectados con la celebración de la junta general, esto debería conducir a que los foros electrónicos permanecieran abiertos de manera permanente -y no sólo en el período comprendido entre convocatoria y celebración de la junta-, ya que sería la forma más adecuada de tutelar los derechos de los accionistas.

2.5 Responsabilidad de la sociedad

Cabe realizar un breve inciso ante la eventual responsabilidad de la sociedad como consecuencia de la información publicada en el foro. Después de haber estudiado en el artículo 283.30 de la Propuesta de Código Mercantil, las propuestas que pueden publicarse en el foro, cabe precisar que la sociedad como administradora del foro -o mediadora, según el supuesto del que se trate- tiene el derecho a no publicar las informaciones o comunicaciones a las que se refieren las cuestiones descritas en el artículo anterior, aunque, por otro lado, y a sensu contrario, nada obsta a que la sociedad pueda ampliar el elenco de materias susceptibles de proposición. No obstante, la sociedad puede negarse a permitir el acceso de aquellos usuarios que, estando debidamente registrados, incumplan la normativa vigente en esta materia o vulneren las

exigencias derivadas del principio de buena fe. No obstante, no se puede determinar la extensión de la responsabilidad de la sociedad por aquellas comunicaciones, informaciones u opiniones vertidas por los usuarios del foro bajo su exclusiva responsabilidad -se puede observar la influencia de la normativa de la SEC estadounidense en materia de foros electrónicos de accionistas-. No obstante, sí se requiere una cierta posición activa por parte de la sociedad, en tanto en cuanto, debe garantizar la seguridad de los datos personales proporcionados por los usuarios.

3. CONCLUSIONES

Tras haber realizado el presente estudio acerca de la evolución y el régimen actual de las asociaciones de accionistas y de los foros electrónicos, cabe valorar si estas instituciones resultan o no esenciales en el seno de nuestro tráfico jurídico y si, por tanto, está justificada su existencia o no.³⁴ Determinadas voces críticas ponen en duda que estas asociaciones supongan una mayor tutela de los derechos de los accionistas minoritarios y que supongan una mayor participación de los accionistas en la junta, ya que en muchos países europeos la normativa en materia de accionistas minoritarios no hace sino favorecer a los grandes accionistas, ya que se establecen elevadas barreras porcentuales para el ejercicio de los derechos de minoría, que hacen que sólo puedan ejercerse estos derechos si existe una efectiva agrupación entre los socios que ostentan participaciones más reducidas. No obstante, es precisamente por este motivo, por el que estimo que cobran un notable interés las asociaciones de accionistas, ya que son el único medio viable y con vocación de estabilidad -es clave esta cuestión, ya que hay descartar los pactos parasociales u otros acuerdos *ad hoc*, que si bien pueden tutelar los derechos de los accionistas minoritarios en una situación concreta, no pueden considerarse como instrumentos de vocación de carácter permanente y, por ende, útiles para una tutela general de los derechos de los accionistas minoritarios- que permite la agrupación de los derechos de voto del *free float* y, por ende, que permiten el ejercicio de los derechos de minoría. No obstante, podría plantearse si este tipo de actuaciones podría canalizarse a través de otros sistemas, lo que, hoy por hoy, parece una opción poco plausible, no obstante, habrá que estudiar la evolución de la materia en los próximos años.

³⁴ GUYON, I., "Faut-il des associations d'actionnaires et d'investisseurs?", *Revue des sociétés: journal des sociétés*, nº 2, 1998, pp 207 y ss

1. Es una realidad que el fenómeno del asociacionismo accionarial está en pleno auge. Ese notable desarrollo no sólo se debe a un incremento de las conductas contrarias al gobierno corporativo por parte de los administradores -supóngase el incumplimiento de los deberes fiduciarios regulados en los artículos 225 y siguientes del RD 1/2010-, sino también al desarrollo de las nuevas tecnologías de la información y de la comunicación que aportan un extenso abanico de posibilidades de cara a la reagrupación del *free float*, que, en su conjunto, contempla la posibilidad de retomar poderes de control sobre el órgano de administración, por la vía del ejercicio de los derechos de minoría. No obstante, el futuro de las asociaciones de accionistas y su expansión definitiva, no podrá garantizarse si éstas se limitan a defender los intereses de sus asociados *ad casum*, sino que su futuro pasa porque se erijan como auténticas instituciones de control de la gestión de la sociedad, que velen porque el bloque ejecutivo de la sociedad actúe de conformidad con la normativa de buen gobierno corporativo -lo que supondría una actuación similar a la que las asociaciones exigen a sus asociados en países tales como Nueva Zelanda-.

2. No obstante, el papel de las asociaciones de accionistas no puede limitarse al ejercicio de un asociacionismo vertical, ya que si estas instituciones desean convertirse en sujetos con auténtica relevancia en el tráfico jurídico, deben favorecer el tránsito hacia un asociacionismo horizontal que suponga la convergencia de intereses de accionistas pertenecientes a distintas sociedades cotizadas, sin olvidar, que la progresión natural tiende a la creación de asociaciones de segundo grado o confederaciones, que tengan como propósito la tutela de los intereses generales de los accionistas minoritarios, de tal manera que estas asociaciones se erijan como una suerte de sujetos especiales encargados de la protección del *free float* en un marco general, lo que, sin duda alguna, contribuirá a dotar de una mayor relevancia institucional al fenómeno del asociacionismo accionarial, que es, desde mi punto de vista, la frontera que aún tiene que atravesar. No obstante, en este sentido, se debe combinar este desarrollo con un mayor impulso por parte del legislador, que si bien, ha avanzado notablemente a la hora de dotar de un régimen jurídico propio tanto a las asociaciones como a los foros -visto previamente-, debe favorecer ese fenómeno de institucionalización de manera efectiva, ya que sin un apoyo por parte de las administraciones públicas, el desarrollo de estas instituciones puede verse notablemente limitado, lo que tampoco sería coherente con la actuación del propio legislador, que es obvio que asume este fenómeno como relevante

al haberle dotado de un sistema propio, que, en algunos aspectos, es incluso más completo que el de algunos ordenamientos del derecho comparado que se han estudiado previamente y donde estas figuras han tenido un desarrollo notablemente superior. Desde mi punto de vista, se requiere una mayor iniciativa por parte de las administraciones públicas a la hora de dotar de legitimación a estas instituciones, en aras a que se puedan constituir como auténticas protagonistas en el tráfico jurídico en materia de protección de los derechos de los accionistas.

3. Sin embargo, y a pesar de las dudas esgrimidas por ciertos sectores de la doctrina, existe cierta unanimidad en torno al hecho de que las asociaciones y foros de accionistas pueden incrementar la participación del *free float* en la vida societaria, lo que no sólo supondría revitalizar el muy cuestionado papel de la junta general -habitualmente criticada por su falta de efectividad- y reforzar su papel de órgano legislativo de la sociedad, sino que además, supondría una mayor y mejor tutela de los derechos de los accionistas minoritarios, ya que nadie va a velar mejor por sus intereses que el propio accionista, que el principal interesado.³⁵ No obstante, a pesar de que se trata de dos instituciones que conforme al régimen jurídico del que les dota la Propuesta de Código Mercantil, pueden contribuir notablemente a mejorar el gobierno de la sociedad cotizada, lo cierto es que si no existe una mayor iniciativa propia por parte de los propios accionistas, estos instrumentos serán ineficaces. Esto es debido a que, aunque las asociaciones y foros pueden favorecer la participación en la sociedad, no pueden combatir el absentismo de una notable parte del accionariado que no actúan bajo la *affectio societatis* -recuérdese el artículo 1665 del Código Civil-, y que se mantiene apartado de la gestión de la sociedad. Así, el asumir una conducta activa participativa en la vida social, es una decisión que sólo compete al propio accionista, ya que goza de libertad en esta materia, ya que sería inconcebible un régimen que obligase taxativamente al accionista a participar en la vida social. No obstante, en tanto en cuanto existe un número considerable de accionistas cuyos interés en la vida de la sociedad, se limita a los derechos económicos que les otorgan sus participaciones y que no buscan profundizar en los derechos políticos que dichas participaciones les otorgan, continúa imperando la figura del accionista-inversor que únicamente se centra en la cotización a

³⁵ FERNÁNDEZ TORRES, I., "La participación de los accionistas en la Junta por medios electrónicos: reactivación de la junta", *Jornada Internacional. Reflexiones sobre la junta general de las sociedades de capital*, Madrid, abril 2009, pp 1 y ss.

corto y a medio plazo de la sociedad, y cuyo interés por participar en la junta general y por ejercitar los derechos inherentes a sus títulos -excepto los económicos- es nulo.³⁶ Por tanto, aunque estos instrumentos pueden resultar muy útiles para canalizar la participación activa de los accionistas, estimo que si no existe un cambio de paradigma en los propios accionistas que asuman que, como propietarios de la sociedad -aunque en un ínfima parte-, deben participar en la toma de decisiones relativas a la gestión de la sociedad, por mucho que se dote de instrumentos jurídicos adecuados, no se logrará el principal objetivo que pretende el legislador. En este sentido, desde mi punto de vista, podría favorecerse esta participación social si se otorgasen determinados beneficios a aquellos accionistas que ejerciten sus derechos políticos en interés de la colectividad-evidentemente no cuando únicamente actúen en defensa de su propio interés individual-.

4. En relación con el ámbito práctico, considero que es más factible que exista un desarrollo mayor de los foros electrónicos de accionistas que de las asociaciones. Esto se debe, no tanto al hecho de que los foros contasen con una regulación legal previa ya definida, mientras que las asociaciones se han regulado *in extenso* por primera vez en la Propuesta de Código Mercantil, sino al hecho de que los foros permiten la agrupación del *free float* de una forma más efectiva y con un menor coste. Esto se debe a que los foros pueden alcanzar el objetivo de revitalizar la junta y reintegrar a los accionistas dispersos en la vida social, incluso a aquellos que ostentan participaciones ínfimas. Sin embargo, en el seno de las asociaciones, los costes temporales, organizativos y económicos son muy superiores, lo que determina que se excluya la participación de aquellos titulares de participaciones ínfimas, ya que el hecho de participar en la asociación, supone asumir unos costes muy elevados en proporción con el escaso capital social del que son titulares. Por este motivo, mientras que los foros pueden tener eficacia tanto para inversores a corto como a largo plazo, en el caso de las asociaciones, sólo tiene sentido la participación en las mismas cuando se trata de inversores a largo plazo y con una cierta entidad económica. Por este motivo, desde mi punto de vista se deberían adoptar ciertas medidas de flexibilización que hiciesen más atractivas las asociaciones de accionistas, tales como reducir el porcentaje de participación -adoptando el régimen italiano, de tal forma que no puedan formar parte de las mismas accionistas que tengan más de un 0'1% del accionariado- o mediante la reducción de

³⁶ TRIAS SAGNIER, M., *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, McGraw Hill, Madrid, 1998, pp 48-52.

costes para sus asociados, lo que pasaría porque, fuese la propia sociedad la que financiarse determinados gastos de las asociaciones, algo que, hoy por hoy, según el artículo 283.29 de la Propuesta de Código Mercantil, se plantea difícil.

5. El reciente desarrollo del fenómeno del asociacionismo accionarial ha puesto de relieve otra cuestión que ha sido objeto de tradicional debate en la doctrina como es la distribución de poder entre el órgano de administración y los accionistas de las sociedades cotizadas caracterizadas por una notable presencia de *free float*. Como se ha estudiado, éste se trata de un fenómeno reciente en España, ya que como se analizó en la parte introductoria, España no es un país que tradicionalmente se haya caracterizado por una estructura societaria compuesta mayoritariamente por sociedades de capital disperso. Sin embargo, este sí ha sido el caso de determinados países como es el caso de Reino Unido o de Estados Unidos. No obstante, es necesaria una reforma de la normativa en materia de gobierno corporativo, ya que la práctica societaria demuestra que el paradigma de que las sociedades cotizadas están compuestas por una masiva presencia de *free float* está cambiando. Supóngase, el caso de Reino Unido, si se estudia qué empresas salen en los últimos años a la *London Stock Exchange* -LSE-, vemos que hay compañías procedentes de países emergentes de Latinoamérica y Asia, en las que en muchas ocasiones existe un socio que controla más del 50% capital social, de tal forma que el *free float* no excede del 40%. Y así resulta que los autores ingleses se plantean si teniendo en cuenta el nuevo perfil societario del Reino Unido, no sería recomendable, adaptar la normativa en materia de gobierno corporativo, diseñada para situaciones de dominio del capital disperso, a esta nueva dimensión societaria.³⁷ En el caso de Estados Unidos, donde tradicionalmente se ha limitado la iniciativa de los accionistas en materia de asuntos relativos a gobierno corporativo, la doctrina señala que se debería el incrementar el poder accionarial en cuestiones tales como la exigencia de responsabilidad a los administradores, de tal manera que con esta acción se favorecería que los administradores adoptasen acuerdos que respetasen los postulados de buen gobierno corporativo, al estar sujetos a un mayor control por parte de los accionistas.³⁸

³⁷ VIVES RUIZ, F., "Sentido de la propuesta de reforma en el Estudio de la Comisión de Expertos", conferencia impartida en el *Seminario de la Cátedra de Garrigues de Modernización del Derecho de Sociedades*, ICADE, 27 de noviembre de 2013.

³⁸ BEBCHUK, L., "The case for increasing shareholder power", *Harvard Law Review*, nº 118, 2005, pp 833-914.

Además, se plantea que la dotación de un mayor poder decisorio a los accionistas podría generar mayores beneficios a la compañía y proporcionar un auténtico equilibrio en el seno de la estructura orgánica de la sociedad. En este sentido, considero que el legislador de cada país debe adecuar la normativa en materia de gobierno corporativo a la propia caracterización del tejido societario de su país, según esté caracterizado por una mayor o menor presencia *de free float*.

7. Además, desde mi punto de vista, una mejor tutela de los derechos de los accionistas minoritarios no sólo conlleva una adecuación y un respeto mayor a la normativa de buen gobierno corporativo, sino que, además, tiene un impacto notablemente positivo en los resultados económicos de la compañía. En relación con esta cuestión, cabe citar un estudio³⁹ que refleja los efectos de la normativa protectora de los derechos de los accionistas minoritarios en sociedades caracterizadas por la presencia de un notable capital disperso -cabe precisar que para este estudio se estudió la aplicación en más de quinientas compañías pertenecientes a los 27 países más desarrollados del mundo-, y se llegó a la conclusión de que la valoración más alta era de aquellas compañías pertenecientes a los países que gozaban de una mayor protección de los accionistas minoritarios y la de aquellas que tenían un mayor porcentaje de *free float*. No obstante, frente a estas tesis, pueden oponerse los postulados de otros sectores como es el caso de la doctrina danesa,⁴⁰ que asegura que una preponderancia de inversores institucionales frente a un accionariado disperso, supone una mayor eficiencia para la sociedad y un mayor respeto a la normativa de buen gobierno corporativo, en tanto en cuanto, se estima que los inversores institucionales tienden a asumir una participación más activa en la vida social que el *free float* y porque se afirma que el accionariado disperso ejerce un control efectivo menor sobre el órgano de administración que el que ejercen los inversores institucionales. Desde mi punto de vista, y aún estimando que las aseveraciones de la doctrina danesa son acertadas, me muestro disconforme ante la conclusión que se afirma, ya que una mayor eficiencia de cara a la gestión de la

³⁹ LA PORTA, R. (with F. LOPEZ DE SILANES and A. SHLEIFER), "Investor protection and corporate valuation", *Journal of Finance*, June 2002, pp 1-45.

⁴⁰ ROSE, C., "Can institutional investors fix the corporate governance problem?" Some Danish evidence, *Journal of Management & Government*, Volume 11, December 2007, pp 405-428.

sociedad, no necesariamente supone un mayor respeto a la normativa de buen gobierno corporativo y, además, porque el hecho de que la participación de los socios institucionales sea más activa que la del *free float*, es algo obvio, porque el accionariado disperso necesita de una agrupación para la defensa de sus intereses, algo que, los socios institucionales que ostentan notables porcentajes en el accionariado de la sociedad, no necesitan.

8. En suma, se puede afirmar de manera indubitada que el fenómeno del asociacionismo accionarial está en pleno auge, sobre todo en el caso de España. No obstante, desde mi punto de vista, se requieren tres objetivos para que el citado desarrollo alcance su plenitud. En primer lugar, se necesita la 'institucionalización' de las asociaciones, que se sitúen como auténticos sujetos de relevancia en el tráfico jurídico, que ejerzan una suerte de *vis attractiva* sobre la tutela de los derechos todos los accionistas minoritarios y no únicamente de los derechos de sus asociados. En segundo lugar, se requiere una actitud activa por parte de los propios accionistas minoritarios a la hora de participar en la vida social, lo que pasa por un cambio de mentalidad en los propios socios, que deben tener en la misma consideración tanto los derechos políticos como los derechos económicos que les otorgan sus participaciones, ya que, deben tomar conciencia de que, la única forma que tienen de proteger sus derechos económicos, es precisamente a través del ejercicio de sus derechos políticos. En tercer lugar, se requiere una 'fidelidad' de las propias asociaciones a su misión existencial, que es la tutela de los derechos de los accionistas minoritarios. En este plano se puede hablar de una suerte de justificación existencial, ya que si las asociaciones no son fieles a su esencia, serán, sin duda alguna, utilizadas por los socios de control para poder acrecentar su control en la sociedad de tal manera que si no justifican su existencia, acabarán bien por desaparecer, bien por convertirse en un instrumento más al servicio de los socios institucionales y de los socios de control.

4. BIBLIOGRAFÍA

a) Capítulos de libros

- ALONSO LEDESMA, C., "Las asociaciones de accionistas", en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. (Coord.), *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas: Estructura de Gobierno y Mercados*, Thomson Aranzadi, Cizur Menor 2006, pp. 503-539.

- ALONSO LEDESMA, C., "Las asociaciones de accionistas y los foros electrónicos", en CREMADES GARCÍA, J. (Dir.), *El accionista minoritario en la sociedad cotizada*, La ley, Madrid 2012, pp. 723-747.

- ENCISO ALONSO-MUÑUMER, M., "La experiencia italiana de las asociaciones de accionistas en las sociedades cotizadas", en A.A.V.V., *La modernización del derecho de sociedades de capital en España*, Tomo I, Thomson Aranzadi, Cizur Menor 2011, pp. 519-544.

- HERNÁNDEZ SÁINZ, E., "Las asociaciones y los foros de accionistas como instrumentos para la reagrupación y organización del accionariado disperso", en A.A.V.V., *La modernización del derecho de sociedades de capital en España*. Tomo I, Thomson Aranzadi, Cizur Menor, pp. 363-411.

- PELLEGRINO, G., "La nuova disciplina della rappresentanza dell'azionista nelle società quotate Profili organizzativi", *Giuffrè*, Milano, 2002, pp 25-78.

- RECALDE CASTELLS, A., "Los registros de accionistas creados por las sociedades cotizadas", en A.A.V.V., *Derecho de Sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Vol III, cap. 92, Madrid, págs 2897 y ss.

- TRIAS SAGNIER, M., "*Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*", McGraw Hill, Madrid, 1998, pp 48-52.

b) Revistas y conferencias

- AZOFRA VEGAS, F., "El Informe Winter sobre modernización del derecho societario en Europa", *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, nº 4, 2003, pp. 1-14.

- BALP, S., "Comentario al artículo 141", *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, D. Lgs. 24 febbraio 1998, nº 58.

- BEBCHUK, L., "Shareholders rights and the DGCL", *Delaware Lawyer*, nº 26, 2000, pp 16-17.

- BEBCHUK, L., "The case for increasing shareholder power", *Harvard Law Review*, nº 118, 2005, pp 833-914.

- BELANDO GARÍN, B., "La manipulación del mercado de valores a través de internet. Nuevas armas para problemas antiguos", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 90, abril-junio 2003, pp 53 y ss.
- FERNÁNDEZ TORRES, I., "La participación de los accionistas en la Junta por medios electrónicos: reactivación de la junta", *Jornada Internacional. Reflexiones sobre la junta general de las sociedades de capital*, abril 2009, Madrid, pp 1 y ss.
- GUYON, I., "Faut-il des associations d'actionnaires et d'investisseurs?", *Revue des sociétés: journal des sociétés*, nº 2, 1998, pp 207 y ss.
- IBÁÑEZ JIMENEZ, J., "Sobre la misión y evolución reciente de las asociaciones de accionistas de sociedades cotizadas", *Revista Icade*, nº 68, mayo-agosto 2006, pp. 123-141.
- IBAÑEZ JIMÉNEZ, J., "Derechos de asistencia y representación: la reforma española ante las corrientes globales de proxy voting law", conferencia impartida en el *Seminario de la Cátedra de Garrigues de Modernización del Derecho de Sociedades*, ICADE, 12 de febrero de 2014.
- JUAN Y MATEU, F., "La reforma de la Aktiensengetz alemana por la UMAG de 22 de septiembre de 2005", *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 25, pp 187-202.
- LA PORTA, R. (with F. LOPEZ DE SILANES and A. SHLEIFER), "Investor protection and corporate valuation", *Journal of Finance*, June 2002, pp 1-45.
- LE BARS, B., "La rénovation du statut des associations d'actionnaires et d'investisseurs un épiphénomène révélateur du besoin d'évolution en droit des sociétés", *Revue des sociétés: journal des sociétés*, nº 3, 2003, pp 428-441.
- LE CANNU, P., "Attributions et responsabilités des associations de défense des actionnaires et des investisseurs", *Revue des sociétés*, avril-juin 1995, pp 239 y ss.
- LOPEZ DE SILANES, F., "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, nº 58, 2000, pp 1-25.
- MORANDI, P., "Le associazioni di azionisti nelle società quotate", *CEDAM*, 2003, pp 278-279.
- ROMANO, R., "Less is more: Making shareholder activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance", *Yale Journal on Regulation*, nº 2, 2001, pp 174-252.

- ROSE, C., "Can institutional investors fix the corporate governance problem? Some Danish evidence", *Journal of Management & Government*, Volume 11, December 2007, pp 405-428.
- SEIBERT, U., "Aktionärsforum und Aktionärsforumsverordnung nach", *AG*, Nº 2, pp 16 y ss.
- SPERONELLO, F., "Deleghe di voto e associazione di azionisti nelle società con azioni quotate", *Tesi di Laurea*, 1998, pp 2-19.
- TORINO, R., "L'istituzionalizzazione delle minoranze azionarie. Le associazioni di azionisti in Francia e in Italia", *Rivista della società*", nº 43, 1998, pp 603-637.
- VIVES RUIZ, F., "Sentido de la propuesta de reforma en el Estudio de la Comisión de Expertos", conferencia impartida en el *Seminario de la Cátedra de Garrigues de Modernización del Derecho de Sociedades*, ICADE, 27 de noviembre de 2013.

c) Legislación

- Constitución Española.
- Código Civil.
- Comité Olivencia.
- Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas de la Comisión de Expertos en Materia de Gobierno Corporativo de 14 de octubre de 2013.
- Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) de 22 de septiembre de 2005.
- Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE. 29 de julio de 1988).
- Ley 12/2010 de 30 de junio (BOE 1 de julio de 2010).
- Loi 94-679, du août 1994 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.
- Propuesta de Código Mercantil presentada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación.
- Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se aprueba el Código de Comercio.

- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE. núm 161, de 3 de julio de 2010).
- Rule 14-17 a) de la Securities and Exchange Commission.
- Testo Unico della Finanza, Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n° 58

Nombre Gabriel

Apellido 1 López

Apellido 2 Samanes

LAS ASOCIACIONES DE ACCIONISTAS EN LA PROPUESTA DE CÓDIGO MERCANTIL



