

**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**

**FACULTAD DE DERECHO**

**Departamento de Derecho Mercantil**



**Máster Universitario en Derecho Privado**

**Especialidad en Derecho Mercantil**

**TRABAJO DE FIN DE MÁSTER**

**EL VOTO TRANSFRONTERIZO MEDIANTE INTERMEDIARIO  
FINANCIERO: EL ARTÍCULO 524 DE LA LEY DE SOCIEDADES  
DE CAPITAL**

**Autor: Ramón Hernández Peñasco**

**Tutora: Profesora Dra. María Teresa Martínez Martínez**

**Convocatoria: Septiembre 2012**

Integrantes del Tribunal:

D. Juan Sánchez-Calero Guilarte

D<sup>a</sup> Mónica Fuentes Naharro

D. Fernando Marín de la Bárcena

Calificación obtenida: 10



**Resumen:** A pesar de su creciente importancia económica, la regulación del voto transfronterizo no ha sido objeto de atención por parte de la doctrina ni de las autoridades nacionales y comunitarias hasta tiempos muy recientes, en el contexto de los trabajos tendentes a la mejora del gobierno societario desarrollados a partir del *Informe Winter*. El presente artículo analiza las principales dificultades a las que se enfrenta el voto transfronterizo y la trasposición al ordenamiento jurídico español del artículo 13 de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, efectuada a través del artículo 524 de la Ley de Sociedades de Capital.

**Palabras clave:** voto transfronterizo, cadena de custodia de valores, intermediarios financieros, representación del accionista, voto divergente, cesión de los derechos de voto.

**Abstract:** In spite of its increasing economic importance, cross-border voting regulation has not been the focus of attention by academics nor national and European authorities until very recently, in the context of the work aimed at improving corporate governance which has been developed as a result of the *Winter Report*. This article analyzes the main difficulties that cross-border voting is facing and the way in which article 13 of Directive 2007/36/CE of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007, on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, was incorporated into the Spanish legal system by means of article 524 of Capital Companies Act.

**Key words:** cross-border voting, chain of custody of securities, financial intermediaries, shareholder representation, divergent vote, voting rights transfer.



## ABREVIATURAS

<b>Código Olivencia</b>	Código de Buen Gobierno elaborado por la Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las sociedades, de 26 de febrero de 1998
<b>CNMV</b>	Comisión Nacional del Mercado de Valores
<b>CSD</b>	Depositorio Central de Valores ( <i>“Central Securities Depository”</i> )
<b>CUBG</b>	Código Unificado de Buen Gobierno elaborado por el Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, de 19 de mayo de 2006
<b>Directiva</b>	Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas
<b>Dodd-Frank Act</b>	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, de 21 de julio de 2010
<b>EMIR</b>	Reglamento (UE) N° 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones
<b>ESMA</b>	Autoridad Europea para los Mercados de Valores ( <i>“European Securities and Markets Authority”</i> )
<b>Grupo de Expertos</b>	Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades que elaboró el Segundo Informe Winter

<b>IBERCLEAR</b>	Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal
<b>Informe Aldama</b>	Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas
<b>Ley de Transparencia</b>	Ley 26/2003, de 17 de julio, de modificación de la LMV y la LSA
<b>LME</b>	Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles
<b>LMV</b>	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores
<b>LSA</b>	Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (“LSA”), aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre
<b>LSC</b>	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprobó la Ley de Sociedades de Capital.
<b>MIFID</b>	Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros.
<b>Plan de Modernización</b>	Comunicación al Consejo y al Parlamento Europeo de 21 de mayo de 2003 <i>“Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea. Un plan para avanzar”</i>
<b>R.D. 116/1992</b>	Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles

**RDBB**

Revista de Derecho Bancario y Bursátil

**RdS**

Revista de Derecho de Sociedades

**Segundo Informe Winter**

Informe del Grupo de Alto Nivel de expertos en Derecho de sociedades sobre un marco normativo moderno para el Derecho de Sociedades en Europa, 4 de noviembre de 2002

**UNIDROIT**

Instituto Internacional para la Unificación del Derecho Privado (*“International Institute for the Unification of Private Law”*)



## ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN	1
II. LA CRISIS DE LA JUNTA GENERAL DE LA SOCIEDAD COTIZADA Y SU NECESARIA REVITALIZACIÓN	4
1. Derecho español	6
2. Ámbito comunitario	14
3. El fomento del voto transfronterizo y la revitalización de la junta general	19
III. LA INVERSIÓN TRANSFRONTERIZA EN ACCIONES COTIZADAS DESDE LA PERSPECTIVA DEL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES	22
1. La globalización del acceso a los mercados de valores	22
2. La fragmentación de la regulación de los mercados de valores	24
3. Las actividades de post-contratación y sus infraestructuras	26
4. La custodia de valores en particular	33
A) La transición de los títulos físicos a las anotaciones en cuenta	34
B) Entidades intervinientes en los sistemas de anotaciones en cuenta	40
a) Los Depositarios Centrales de Valores	41
b) Los intermediarios financieros	42
C) Manifestaciones concretas de la fragmentación regulatoria existente	47
a) Diversidad de estructuras en los sistemas de anotaciones en cuenta.- Las titularidades fiduciarias de valores	47
b) Los intentos de armonización internacional del régimen aplicable a las anotaciones en cuenta	56

IV. LA REGULACIÓN DEL VOTO TRANSFRONTERIZO	60
1. Principales problemas a los que se enfrenta el voto transfronterizo	60
2. Ausencia de marco normativo anterior a la Directiva	63
A) Derecho español	63
B) Derecho comunitario	68
3. Análisis de la Directiva	77
A) La propuesta de Directiva de 5 de enero de 2006	77
B) La versión final de la Directiva	83
V. EL VOTO POR INTERMEDIARIO FINANCIERO EN LA DIRECTIVA	85
1. El artículo 13 de la Directiva	85
2. Principales cuestiones que plantea el artículo 13 desde la perspectiva del Derecho español	90
A) La cesión de legitimación	90
B) El voto divergente	93
C) Críticas a la regulación del voto por intermediario en la Directiva	93
VI. LA TRANSPOSICIÓN AL DERECHO ESPAÑOL: EL ARTÍCULO 524 DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL	94
VII. CONCLUSIONES	97
BIBLIOGRAFÍA	99



## I.- INTRODUCCIÓN

El presente Trabajo de Fin de Máster tiene por objeto analizar el régimen jurídico aplicable en nuestro país al ejercicio del derecho de voto mediante intermediarios financieros en la Junta General de la sociedad anónima cotizada, al que se refiere el vigente artículo 524 de la Ley de Sociedades de Capital (“LSC”). El citado precepto legal, que se incorporó a nuestro ordenamiento jurídico por medio de la Ley 25/2011, de reforma parcial de la LSC y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (“la Directiva”), presenta muy serias deficiencias técnicas, al no haber llevado a cabo la transposición del artículo 13 de la Directiva en términos adecuados, como tendremos ocasión de analizar en este Trabajo.

El fenómeno de la inversión transfronteriza en acciones cotizadas plantea numerosas cuestiones e incertidumbres desde distintos ámbitos del Derecho, como consecuencia de la interposición entre el emisor y el inversor final de sucesivos intermediarios que, de forma gráfica, se dice que forman una “cadena” en la que cada uno de ellos aparece vinculado exclusivamente al anterior y al siguiente eslabón de la misma.

Dado que la cadena de intermediarios atraviesa distintas jurisdicciones (en otro caso, no hablaríamos de inversión “transfronteriza”), corresponderá al Derecho Internacional Privado la determinación de la ley aplicable a los derechos de los sucesivos titulares de las anotaciones contables en cada una de las jurisdicciones por las que transita la cadena de intermediarios; el Derecho Civil, por su parte, deberá analizar si los derechos derivados de dichas anotaciones contables constituyen un auténtico derecho de propiedad sobre las acciones o, por el contrario, si los derechos que ostenta el titular de la cuenta de valores frente al intermediario financiero que mantiene aquélla son meros derechos de crédito o de otra naturaleza; a su vez, el Derecho del mercado de valores será el que determine las reglas aplicables a la negociación de las acciones y a la

ejecución y liquidación de las operaciones sobre las mismas en el correspondiente mercado; y al Derecho de sociedades corresponderá, en fin, determinar quién debe ser reconocido como accionista por parte de la sociedad y la forma en la que podrá ejercitar los correspondientes derechos de socio.

Dado el carácter multinacional que presenta la inversión transfronteriza, una regulación adecuada de la misma exigiría que las citadas disciplinas jurídicas se encontrasen armonizadas en los distintos países a través de los cuales circulan los valores a lo largo de la cadena de intermediación, pues en otro caso la regulación no sería eficiente. Se trata sin duda de una tarea compleja, habida cuenta de los distintos sistemas jurídicos aplicables en cada una de las jurisdicciones, complejidad ésta que quizás justifique la lentitud y escaso éxito, hasta la fecha, con la que tanto en el ámbito de la Unión Europea como en otros más amplios se ha llevado a cabo dicha armonización.

Al contrario de lo que acontece con el Derecho del mercado de valores, el de sociedades no se ha adaptado a la realidad económica derivada de la inversión transfronteriza en acciones cotizadas, pues las reglas del Derecho societario no contemplan la posibilidad de que existan terceros interpuestos entre el emisor y el accionista, lo que se traduce en la falta de legitimación de éste de conformidad con la *lex societatis*. Se da la paradoja de que en numerosas ocasiones el accionista “aparente” (el intermediario) no tiene ningún interés en ejercitar el derecho de voto, mientras que el accionista “económico” (el inversor) sí está interesado en dicho ejercicio, pero no puede hacerlo efectivo como consecuencia de las dificultades existentes para ello.

Los efectos negativos de esta situación, desde el punto de vista del gobierno societario, son evidentes, puesto que la falta de ejercicio del derecho de voto por parte de los accionistas transfronterizos incide negativamente en la ya conocida pérdida de funcionalidad de la junta general de las sociedades cotizadas. De ahí que la Directiva reclame (Considerando 3) la necesidad de suprimir los obstáculos que disuaden a los accionistas de votar, debiéndose facilitar y fomentar el ejercicio del derecho de voto por su parte.

Así expuesto el problema, la solución al mismo dista de ser sencilla, pues a la heterogeneidad de los sistemas de tenencia transfronteriza de valores y a la fragmentación de la regulación aplicable, ya citadas, debe añadirse el muy elevado coste económico que requeriría la implantación de un sistema eficaz de voto transfronterizo de ámbito global, lo que dificulta el interés en modificar el actual *status quo* en esta materia.

La estructura del presente Trabajo intenta abordar cada una de las cuestiones apuntadas en esta Introducción. Así, en primer lugar trataremos de explicar las razones por las que el fomento del voto transfronterizo forma parte de las iniciativas dirigidas a reforzar los derechos de los accionistas y, con ello, del proceso de revitalización de la junta general iniciado en los últimos años.

A continuación, haremos una necesaria incursión en la operativa de las cadenas de tenencia transfronteriza de valores, exponiendo de una forma global su funcionamiento y el papel que las mismas desempeñan dentro de los procesos inherentes a la negociación de los instrumentos financieros en los mercados de valores. Este ejercicio nos ayudará a ubicar el voto transfronterizo en su contexto, más amplio, de la inversión transfronteriza en valores y, con ello, a entender mejor algunas de las formulaciones legales establecidas a nivel comunitario y nacional en estas materias.

Posteriormente, nos centraremos específicamente en la regulación del voto transfronterizo contenida en la Directiva, analizando algunos aspectos generales de la misma pero, sobre todo, el régimen contenido en su artículo 13, relativo al voto a través de intermediarios financieros.

Por último, procederemos a analizar la forma en la que se ha llevado a cabo la transposición en nuestro país del referido artículo 13, plasmada en el artículo 524 de la LSC. Finalizaremos exponiendo las principales conclusiones alcanzadas con motivo de la elaboración del presente Trabajo, que esperamos resulte de interés para los interesados en el voto transfronterizo.

## II. LA CRISIS DE LA JUNTA GENERAL DE LA SOCIEDAD COTIZADA Y SU NECESARIA REVITALIZACIÓN

La necesidad de dotar a la sociedad cotizada de un estatuto especial como consecuencia principalmente de las particularidades que se derivan de la negociación bursátil de sus acciones, fue admitida ya hace años por la doctrina y por el legislador, al ser evidente que el régimen general de la sociedad anónima resultaba insuficiente para una regulación adecuada de este subtipo societario.

En un primer momento, el legislador español siguió la orientación dominante en los países occidentales, llevando a cabo una “superposición” del Derecho del mercado de valores sobre el Derecho de sociedades<sup>1</sup>, de forma que la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores (“LMV”) acogió en su Título X «*De las sociedades cotizadas*» diversas normas dirigidas a regular tanto aspectos informativos aplicables a las sociedades cotizadas, como otros ordenadores de su actividad y organización. En el resto de materias, las sociedades cotizadas se regían por el régimen común de las sociedades anónimas establecido en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (“LSA”), aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

Posteriormente, con motivo de la refundición normativa para la que se habilitó al Gobierno mediante la Disposición final séptima, apartado 1, de la Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (“LME”), el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprobó la Ley de Sociedades de Capital (“LSC”), integró en su Título XIV una parte de la normativa previamente contenida en la LMV<sup>2</sup>. A pesar de la citada integración, en la actualidad se mantiene la

---

<sup>1</sup> SÁNCHEZ CALERO, Fernando, en «Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español», en VV.AA, *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, La Ley, Madrid, 1994, págs. 2.361 a 2.385, en pág. 2369.

<sup>2</sup> La citada integración se llevó a cabo, no obstante, con un cierto grado de provisionalidad, tal y como se hizo constar en el apartado V de la Exposición de Motivos de la LSC, que alude a la necesidad de llevar a cabo en el futuro una «*más detallada regulación de las sociedades cotizadas*».

dualidad normativa aplicable a la sociedad cotizada, aspecto éste del que encontramos un referencia implícita en el párrafo 2 del artículo 495 LSC cuando determina que esta clase de sociedades se regirá también por «... *las demás normas que les sean de aplicación*»<sup>3</sup>.

La razón última de dicha dualidad normativa es la concurrencia en el accionista de la sociedad cotizada de la doble condición de socio y de inversor en búsqueda de la rentabilidad y liquidez inherentes a los valores negociados en los mercados de valores, aspectos ambos que deben ser objeto de tutela por el ordenamiento jurídico<sup>4</sup>.

Así, en las últimas décadas el Derecho del mercado de valores ha incorporado un buen número de normas dirigidas a tutelar al accionista en su faceta de inversor, principalmente mediante el incremento de la transparencia y la seguridad de las operaciones realizadas en los mercados financieros.

Con ser ello importante, la doctrina nacional y extranjera<sup>5</sup> ha reclamado la necesidad de aumentar la tutela del accionista de la sociedad cotizada en su consideración de socio. No hacerlo así supondría la inoperatividad de la junta general como órgano supremo de la sociedad y, con ello, la ruptura *de facto* de la distribución de competencias existente entre los órganos societarios.

Es precisamente en este contexto en el que debe situarse la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio (la “**Directiva**”), que forma parte de las iniciativas adoptadas por el legislador comunitario para reforzar los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas,

---

<sup>3</sup> Para una visión general del régimen que la LSC dispensa a la sociedad cotizada puede consultarse SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan, «Sociedades cotizadas y Ley de Sociedades de Capital», *RdS*, 36 (2011), págs. 259 a 280.

<sup>4</sup> En palabras de SPINDLER, “*la sociedad anónima cotizada no puede ser comprendida como una institución cerrada en sí misma, al margen del mercado de valores*” (SPINDLER, Gerald en «Los derechos de los accionistas en relación con el Derecho europeo. La Directiva sobre los derechos de accionistas y sus implicaciones en el Derecho alemán», en VV.AA., *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2011.

<sup>5</sup> Por todos, ALONSO LEDESMA, Carmen, en «El papel de la Junta General en el gobierno corporativo de las sociedades de capital», en *El Gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 615 a 664, en pág. 629, que cita a su vez a Preite en «*Il conflitto di interessi del socio*».

mediante la remoción de algunas de las barreras que impiden o dificultan su participación en la junta general, especialmente en el caso del voto transfronterizo.

Por ello, como intentaremos justificar seguidamente, la Directiva formaría parte de los intentos dirigidos a «revitalizar» la junta general de la sociedad cotizada, objetivo éste al que se han dedicado importantes esfuerzos en las últimas décadas, tanto en el ámbito español como en el comunitario.

## 1. Derecho español

Es opinión común en nuestra doctrina la de que la junta general de las sociedades cotizadas no cumple con su papel de órgano supremo de la sociedad encargado, entre otros aspectos, de ejercer el debido control sobre la actividad de los administradores, quienes han asumido de hecho el poder de decisión sobre los principales asuntos de la sociedad. Se produce con ello un fracaso del deber de supervisión inherente a la denominada relación de *mandato o agencia* que vincula a los administradores (*agentes*) con los accionistas, en tanto que propietarios de la sociedad (*principales*)<sup>6</sup>.

Esta pérdida de funcionalidad de la junta general en las sociedades cotizadas no es, ni mucho menos, un fenómeno novedoso, resultando posible que se remonte incluso a los propios orígenes de la sociedad anónima, de acuerdo con la cita que efectúa VELASCO

---

<sup>6</sup> La terminología en cursiva es la utilizada en *The modern corporation and private property* por BERLE, Adolf y MEANS, Gardiner C., 1932, obra a la que se considera pionera en materia de *Gobierno Corporativo* y en la que los autores defendieron la necesidad de alinear o hacer coincidir los intereses de los propietarios y de los gestores de la empresa, así como de establecer mecanismos de control de la actuación de estos últimos por parte de aquéllos.

Dentro de la doctrina norteamericana, otros autores que han estudiado igualmente la separación entre propiedad y gestión han sido JENSEN y MECKLING, “Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, págs. 305 a 360.; FAMA, E.F., “Agency problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Law and Economics*, vol. 88, núm. 2, 1980, págs. 288 a 307; y FAMA, E.F. y JENSEN, M.C., “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 1983, págs. 301 a 325.

En opinión de SÁNCHEZ CALERO, fueron precisamente los autores americanos los primeros en destacar la ineficacia de la junta general como organismo de control societario (SÁNCHEZ CALERO, en «Presente y futuro de la Junta General: propuestas de reforma», en VV.AA., *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, pág. 124.

SAN PEDRO<sup>7</sup> a DE LA VEGA (1688). En cualquier caso, ya en los primeros años del siglo pasado se dejó constancia de este fenómeno por parte de nuestra doctrina, siendo frecuentes las alusiones en este sentido a OSSORIO y GALLARDO (1917), GARRIGUES (1933) y CALVO SOTELO (1935)<sup>8</sup>.

Entre las causas principales de este fracaso de la junta general de las sociedades cotizadas, la primera en importancia a nuestro juicio es el desinterés del denominado “accionista-inversor”, entendiendo como tal a aquél que persigue una finalidad puramente financiera con la adquisición de acciones. Este accionista-inversor no tiene vocación de permanencia en la condición de socio ni voluntad de intervenir en la gestión de la compañía, careciendo por tanto de *affectio societatis*. Esto no significa que renuncie a su derecho de voto, sino que la obtención de beneficio por su parte no va ligada al ejercicio de dicho derecho, sino al puro resultado económico derivado de la tenencia de las acciones<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> VELASCO SAN PEDRO, Luis Antonio, «El gobierno de las sociedades cotizadas (*Corporate Governance*) en España: el “Informe Olivencia”», en VV.AA., *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, Volumen III, pág. 3007;

<sup>8</sup> Citados por SÁNCHEZ CALERO, en «El declinar de la Junta y el buen gobierno corporativo», *RDBB*, 104 (2006), págs. 9 a 35.

La bibliografía española sobre la crisis de la junta general es muy numerosa, pudiéndose citar, entre otros autores, a ALONSO LEDESMA, en «El papel de la Junta General .....»; RECALDE CASTELLS, Andrés, «Incidencia de las tecnologías de la información y comunicación en el desarrollo de las juntas generales de las sociedades anónimas españolas», en *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, Marcial Pons, Madrid, 2007, Tomo II, págs. 1059 a 1088; RODRÍGUEZ ARTIGAS, Fernando, en «La Junta General en la encrucijada», en RODRÍGUEZ ARTIGAS / FARRANDO / GONZÁLEZ CASTILLA / TENA ARREGUI (Coord.) *La Junta General de las sociedades de capital (cuestiones actuales)*, Colegio Notarial de Madrid, 2009, págs. 19 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, *La Junta General en las sociedades de capital*, Cívitas, Cizur Menor (Navarra), 2007, págs. 631 a 648; y «Presente y futuro de la Junta General: propuestas de reforma», en VV.AA., *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs.121 a 135; VELASCO SAN PEDRO, Luis Antonio, «El gobierno de las sociedades cotizadas (*Corporate Governance*) en España: el “Informe Olivencia”», en VV.AA., *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, Volumen III, págs. 3003 a 3029.

<sup>9</sup> En relación con el comportamiento del accionista-inversor, RODRÍGUEZ ARTIGAS alude a «... una actitud, no pocas veces deliberada y consciente, del accionista que prefiere la condición de inversor a la de socio/propietario» (RODRÍGUEZ ARTIGAS, en «Ejercicio a distancia de los Derechos de Socio y de Minoría en el marco de la crisis de la Junta General», en ALONSO LEDESMA / ALONSO UREBA / ESTEBAN VELASCO (Dir.) *La modernización del Derecho de Sociedades de Capital en España*, Tomo I, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, pág. 229).

En realidad, desde un punto de vista estrictamente económico podría ponerse en duda la condición de socio del accionista-inversor, pues su postura le asemeja más a la figura de un obligacionista. De hecho, la figura del accionista-inversor surgió íntimamente ligada a los mercados de valores, entendidos éstos como centros de negociación de las acciones de las sociedades anónimas. Por todo ello, compartimos la opinión de MARTÍNEZ ROSADO<sup>10</sup> cuando afirma que lo ideal sería que el accionista-inversor pudiera devenir titular de un instrumento pensado precisamente para captar dinero y proporcionar una (alta) rentabilidad a fondo perdido, esto es, sin necesidad de convertirse en acreedor de la sociedad. La realidad demuestra, sin embargo, que los intentos realizados hasta ahora en búsqueda de un activo o instrumento financiero de estas características no han tenido el éxito deseado<sup>11</sup>.

Dada la falta de interés en intervenir en la marcha de la sociedad de la que adolece el accionista-inversor y siendo éste consciente, además, de la irrelevancia de su voto en términos de influencia sobre la gestión de los administradores como consecuencia de la dispersión del accionariado-inversor, la realidad demuestra que estos accionistas ni siquiera se toman la molestia de asistir a la junta general, expresando su desacuerdo con la gestión social mediante la venta de sus acciones en el mercado<sup>12</sup>. Esta clase de

---

<sup>10</sup> MARTÍNEZ ROSADO, Javier, en «Algunas propuestas relativas a la convocatoria de la Junta General de las Sociedades Cotizadas a la luz del Informe del Ministerio de Justicia sobre el Anteproyecto de Ley de transposición de la Directiva 2007/36/CE», en RODRÍGUEZ ARTIGAS / FARRANDO / GONZÁLEZ CASTILLA / TENA ARREGUI (Coord.) *La Junta General de las sociedades de capital (cuestiones actuales)*, Colegio Notarial de Madrid, 2009, págs. 141 y ss.

<sup>11</sup> Nos referimos a las acciones sin voto reguladas en los artículos 98 a 103 LSC y, en caso de que su emisor sea una sociedad cotizada, en el artículo 499.2 LSC, cuyo fracaso en la práctica deriva de su alto coste para la sociedad, que viene obligada a retribuir tales acciones con un dividendo fijo y adicional al satisfecho a las acciones ordinarias.

De acuerdo con experiencias recientes, tampoco las denominadas participaciones preferentes, reguladas en la Disposición Adicional Segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, parecen ser un instrumento adecuado para el cumplimiento de los objetivos del accionista-inversor, al menos en relación con los inversores minoristas.

<sup>12</sup> Se suele aludir a esta actitud del accionista-inversor con las expresiones “*votar con los pies*” y “*Wall Street rule*”.

decisiones se basan en criterios económicos, pues el accionista considera que el coste derivado de tomar una posición activa en la junta general es superior al beneficio que obtendría a cambio de ello.

Una posible solución a este fenómeno, conocido como *apatía racional* del accionista-inversor y que ha sido objeto de intenso estudio por la doctrina norteamericana, podría pasar por la agrupación de los accionistas-inversores, posibilidad ésta que, procedente de Estados Unidos, comienza a tener cabida en Europa como consecuencia de la entrada en escena de los denominados *proxy solicitors*, que poco a poco van adquiriendo mayor significación en la práctica<sup>13</sup>. Es de suponer que se colmará con ello una de las aspiraciones de nuestra doctrina en relación con la solicitud pública de representación, esto es, que se incremente la competencia en la captación de poderes de representación de los accionistas minoritarios, mediante la incorporación de nuevos sujetos que puedan atraerse la confianza de los accionistas<sup>14</sup>.

En segundo término, se cita también de forma recurrente como causa del fracaso de la junta general de la sociedad cotizada el hecho de que en estas compañías, si bien la junta mantiene desde el punto de vista formal buena parte de sus competencias, son los propios administradores y altos cargos de la sociedad quienes controlan en la práctica el funcionamiento de la junta, con lo que *de facto* el colectivo a supervisar se estaría

---

<sup>13</sup> Distinta del *proxy solicitor*, aunque con influencia también en la lucha contra el absentismo accionarial, es la figura del *proxy advisor*, cuya función consiste en asesorar a los accionistas-inversores, principalmente a los inversores institucionales, sobre el sentido de su voto respecto de cada una de las propuestas de acuerdos sometidas a la consideración de los accionistas en las juntas generales.

Recientemente, la Autoridad Europea para los Mercados de Valores (“**ESMA**”) ha formulado una consulta en relación con la conveniencia de regular esta clase de entidades. En abril de 2012, un Grupo de Expertos constituido por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“**CNMV**”) y por representantes de sociedades emisoras, de la industria financiera y de firmas de abogados ha elaborado un informe en relación con los *proxy advisors* que se puede consultar en:

<http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/InformeProxyAdvisors.pdf>

<sup>14</sup> En este sentido, RONCERO SÁNCHEZ, Antonio, en «Asistencia y representación en las juntas generales», en VV.AA., *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, pág. 55.

supervisando a sí mismo<sup>15</sup>. La idea subyacente en este argumento es, en definitiva, la de que se habría producido un desplazamiento del poder de la junta general hacia el órgano de administración, situación ésta que se agudiza cuanto mayor es la dispersión del capital. De este modo, en las sociedades cotizadas la junta general habría dejado de ser un órgano de decisión o control efectivo, limitando su función real a la mera ratificación de las decisiones adoptadas previamente por los administradores y, por tanto, viendo reducido su papel al de un mero trámite formal exigido por las normas imperativas que regulan el funcionamiento de las sociedades de capital.

Otras causas del fracaso de la junta general están relacionadas con la propia organización de la junta (la forma de efectuar el recuento de los votos, que incluye como favorables a las propuestas de acuerdos formuladas por el consejo de administración los votos correspondientes a los accionistas asistentes a la junta que, sin embargo, abandonan ésta antes del momento de la votación; el tratamiento inadecuado de las abstenciones; la necesidad de que el accionista que quiera votar en contra tenga que significarse haciendo constar su oposición expresa al Notario presente en la junta, etc...)<sup>16</sup>.

La falta de funcionalidad de la junta general de la sociedad cotizada ha sido motivo de reflexión por parte de nuestra doctrina durante los últimos años, con enfoques diversos. Así, podríamos hablar de la existencia de algunas opiniones drásticas, principalmente en los momentos iniciales de este debate, que abogaron por la búsqueda de otro modelo alternativo que garantizase realmente todos los intereses concurrentes en las sociedades cotizadas, por considerar que el modelo organizativo tradicional de la sociedad anónima estaba superado en relación con estas sociedades y sin posibilidad de recuperación<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> De acuerdo con la doctrina mayoritaria, entre los mecanismos utilizados con esta finalidad ocupa un lugar destacado la captación de delegaciones de voto por parte del consejo de administración, haciendo uso del régimen de la solicitud pública de representación prevista en el artículo 526 de la LSC.

<sup>16</sup> En nuestra opinión, algunas de estas prácticas resultan inevitables para la buena organización de un acto tan complejo como la junta general de una sociedad cotizada, que involucra a muchas personas y que podría convertirse en interminable sin unas mínimas reglas organizativas. Lógicamente, siempre que con ello no se vulneren los derechos de los accionistas.

<sup>17</sup> Así, RODRÍGUEZ ARTIGAS, en «La Junta General en la encrucijada», pág. 35., si bien el mismo autor se muestra posteriormente más favorable a soluciones menos traumáticas en «Ejercicio a distancia de los Derechos .....», pág.230; también alude a las citadas soluciones drásticas, salvo que se apueste

Otro enfoque doctrinal ha sido el de plantearse si tiene sentido que exista un único régimen común aplicable a la Junta General de accionistas en la sociedad anónima, con independencia de que se trate de sociedades abiertas o cerradas y, sobre todo, de cotizadas<sup>18</sup>.

A su vez, de la mano de experiencias foráneas a las que luego haremos referencia, fue emergiendo poco a poco una tendencia que concentraba sus esfuerzos en la revitalización de la junta general, al resultar difícil pensar en alternativas consistentes a dicho órgano social. A este respecto, se ha dicho<sup>19</sup> que la recuperación del tradicional papel de la junta general se podría producir por dos vías distintas: la ampliación de las competencias de ésta en ámbitos que la ley no contemplaba expresamente pero que pueden afectar a los accionistas<sup>20</sup> y la intensificación de los derechos de los accionistas, facilitando el ejercicio de sus derechos individuales y de minoría.

---

decididamente por la revitalización de la junta general, modificando para ello el régimen de representación de los accionistas, RONCERO SÁNCHEZ, en «Asistencia y representación...», pág. 50.

<sup>18</sup> En este sentido, SÁNCHEZ CALERO, *La Junta General en las sociedades de capital*, Cívitas, Cizur Menor (Navarra), 2007, pág. 632.

En realidad, las reflexiones doctrinales a este respecto van más allá, llegando a abogar por la regulación separada, no sólo de la junta general, sino de los distintos tipos societarios, que quedarían así clasificados en tres categorías: la “cotizada”, cuyas acciones son objeto de negociación en mercados regulados); la “abierta” no cotizada, que cuenta con una cierta dispersión de la propiedad y cuyas acciones son libremente transmisibles, aunque no se negocian en un mercado regulado; y las “cerradas”, con restricciones a la transmisibilidad de las acciones y, por lo general, un grupo accionarial reducido.

El Capítulo II del Segundo Informe Winter, al que se hará referencia más adelante y cuyo objetivo era efectuar recomendaciones y sentar propuestas de bases y pautas de actuación en relación con el proceso de creación del Derecho comunitario en materia societaria, así lo recogió, recomendando un grado decreciente de intervención legislativa en relación con los tres tipos citados, de tal forma que las sociedades cotizadas estarían sujetas a un cuerpo normativo más uniforme, detallado e imperativo, con objeto de proteger de forma más eficiente a accionistas y acreedores, mientras que las cerradas deberían gozar de mayor autonomía para concretar su estructura y funcionamiento. Las sociedades abiertas no cotizadas, por su parte, deberían tener un régimen intermedio entre las otras dos clases de sociedades.

<sup>19</sup> Así, RECALDE CASTELLS, en «Incidencia de las tecnologías de la información .....», págs. 1063 a 1065.

<sup>20</sup> En referencia al conocido fallo del Tribunal Supremo alemán en el caso *Holz Müller*, que exigió el acuerdo de la junta general para la adopción de medidas de reestructuración relevantes para la sociedad.

Las soluciones propuestas inicialmente en relación con la revitalización de la junta general se situaron dentro del ámbito de las recomendaciones de Buen Gobierno, por lo que quedaban sometidas al principio de *cumplir o explicar*.

Se consideraba, con ello, que debía ser el mercado el que premiara o castigara a las sociedades en función de su grado de cumplimiento de las normas éticas<sup>21</sup> contenidas en los Códigos de Buen Gobierno, lo que se reflejaría en el precio de cotización de sus acciones<sup>22</sup>.

En general, los primeros Códigos de Buen Gobierno<sup>23</sup> se centraron fundamentalmente en el papel del consejo de administración y de algunos controles externos a su gestión, en concreto la auditoría de cuentas, sin perjuicio de realizar algunas apelaciones de carácter genérico a los accionistas y a los consejos de administración para que promoviesen la participación de aquéllos en las juntas, pero sin proponer fórmulas concretas para conseguir dicho objetivo. Otros trabajos de esta clase, sin embargo, dieron una mayor relevancia a la participación efectiva de los socios en las juntas generales, como fue el caso de los *Principios de Gobierno Corporativo* de la OCDE (1999, revisados posteriormente en 2004), aludiendo a la misma en la detallada relación de derechos de los accionistas que incluyeron en su texto.

En España, los Códigos de Buen Gobierno siguieron esta misma tendencia de centrarse inicialmente en la composición y funcionamiento de los consejos de administración, con la finalidad de intentar alinear los intereses de los administradores con los de los accionistas, al tiempo que abogaban por el reforzamiento de controles externos a la

---

<sup>21</sup> ALONSO LEDESMA («El papel de la Junta General .....», pág. 619) se planteaba ya en 1999 si en un sistema jurídico como el nuestro, es decir, europeo continental, los códigos éticos de buen gobierno eran los instrumentos más idóneos para llevar a cabo reformas en el funcionamiento de las sociedades, al ser dudoso que dichos códigos pudieran sustituir aquí a las normas jurídicas en sentido propio, como acontece en el sistema jurídico anglosajón.

<sup>22</sup> Se apelaba, en definitiva, a la utilidad de la transparencia como herramienta de mejora de la gestión de las empresas, invocando la célebre frase que se atribuye al jurista norteamericano Louis Brandeis de que «*la luz del sol es el mejor desinfectante*».

<sup>23</sup> Así, el *Informe Cadbury* (1992), el *Informe Greembury* (1995) y, en menor medida, el *Informe Hampel* (1998), todos ellos en el Reino Unido; y los *Principios de Gobierno Corporativo* del American Law Institute (1994), en Estados Unidos.

propia sociedad, como los derivados de la auditoría de cuentas o de la supervisión a través de los órganos de vigilancia del mercado, todo ello con la finalidad de garantizar el debido cumplimiento por parte de los administradores de sus deberes fiduciarios. En un momento posterior, los Códigos españoles comenzaron a incluir recomendaciones específicas en relación con la necesidad de que la junta general recuperase su papel de órgano supremo de la sociedad y de incentivar la participación en la misma de los accionistas<sup>24</sup>.

Sin embargo, los sucesivos escándalos producidos desde finales de la década de 1990, dentro y fuera de España, han puesto de manifiesto que el control por parte del mercado no protege adecuadamente a los pequeños accionistas-inversores cuando éstos detentan una proporción pequeña del capital social<sup>25</sup>, por lo que tanto en España como en los países de nuestro entorno económico se ha considerado que la revitalización de la junta general debe llevarse a cabo mediante la adopción de auténticas normas legales y no de recomendaciones éticas<sup>26</sup>.

---

<sup>24</sup> En España, el **Código Olivencia** no dedicó gran atención a la revitalización de la junta general, al centrarse más en el consejo de administración.

Por su parte, el **Informe Aldama**, influenciado sin duda por el Segundo Informe Winter, sí que afrontó el problema de la pérdida de funcionalidad de la junta general, abogando por la aprobación de un Reglamento de la junta, por la publicación del Informe Anual de Gobierno Corporativo y por una mayor transparencia informativa de las sociedades cotizadas (impulso de la página web y de la publicación de hechos relevantes en la página web de la CNMV).

Finalmente, el Código Unificado de Buen Gobierno (“**CUBG**”) también pretendió incrementar la transparencia y el buen funcionamiento de la junta general, al recomendar mejoras en la información a ofrecer a los accionistas con motivo de la celebración de la misma, la votación separada de las propuestas de acuerdos y la admisibilidad del voto fraccionado de los intermediarios financieros que aparecieran legitimados como accionistas pero que actuaran por cuenta de sus clientes. Adicionalmente, el CUBG también pretendió reforzar los poderes de la junta, en línea con lo antes señalado, al recomendar que, aunque no lo exigieran las normas legales vigentes, se sometieran a la aprobación de la junta las operaciones que entrañasen una modificación estructural de la sociedad.

<sup>25</sup> En este sentido, entre otros, RECALDE CASTELLS, ANDRÉS, «Incidencia de las tecnologías de la información .....», pág. 1063.

<sup>26</sup> Este es también el enfoque por el que abogó la Comisión Europea en su Comunicación de 21 de mayo de 2003 titulada “*Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea. Un plan para avanzar*”, al que luego haremos referencia, al señalar que el enfoque de autorregulación del mercado “*basado únicamente en recomendaciones no vinculantes, obviamente no siempre resulta suficiente para garantizar la aprobación de prácticas de gobernanza empresarial sólidas*”.

Como consecuencia de este nuevo enfoque más «regulatorio» se promulgó en nuestro país la Ley 26/2003, de 17 de julio (“**Ley de Transparencia**”), de modificación de la LMV y la LSA. La citada Ley de Transparencia incorporaba algunas de las sugerencias del Informe Aldama y del Segundo Informe Winter, principalmente relativas al aumento de la transparencia de las sociedades cotizadas<sup>27</sup>, así como también lo hizo, de forma anticipada, respecto de algunas medidas relacionadas con la revitalización de la junta general que la Directiva incluyó en su redacción final<sup>28</sup>.

En resumen, en España se optó finalmente por apostar a favor de la revitalización de la junta general mediante la implantación de reformas legales, solución ésta que como veremos a continuación no difiere especialmente de la alcanzada, algo más tarde, en el seno de la Unión Europea.

## **2. Ámbito comunitario**

Para nuestra tranquilidad, y como comentario previo, no debemos pensar que la pérdida de funcionalidad de la junta general en las sociedades cotizadas es un fenómeno privativo de nuestro país<sup>29</sup>. Por el contrario, la necesidad de revitalizar la junta general y de incentivar la participación en ella de los accionistas surgió hace ya algunos años en el ámbito de la Unión Europea, destacando en este sentido los dos textos que reseñaremos brevemente a continuación, a los que podríamos calificar de antecedentes directos de la Directiva puesto que fueron los que llevaron a las autoridades comunitarias a adoptar la decisión política de acometer su redacción.

---

<sup>27</sup> Para un análisis detallado de la Ley de Transparencia, puede consultarse MATEU DE ROS CEREZO, RAFAEL, *La Ley de Transparencia de las Sociedades Anónimas Cotizadas*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2004.

<sup>28</sup> Nos referimos en concreto a la ampliación del plazo que debe mediar entre el anuncio de la convocatoria y la celebración de la junta general, a la posibilidad de otorgamiento de la representación del accionista por correspondencia postal, telegráfica o cualquier otro medio de comunicación y a la posibilidad del ejercicio del derecho de voto a distancia.

<sup>29</sup> RONCERO hace referencia a recientes reformas legislativas introducidas en Alemania e Italia, con esta misma finalidad de promover la participación de los accionistas en la junta general, en «Asistencia y representación .....», págs. 41 y 42.

### *El Segundo Informe Winter*

En primer lugar, es obligado hacer referencia al denominado “Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades” (“**el Grupo de Expertos**”), presidido por el profesor de la Universidad de Rotterdam Jaap Winter, al que la Comisión Europea encargó, por un lado, la presentación de un informe en relación con las principales cuestiones que habían impedido la aprobación de la 13ª Directiva en materia de Derecho de sociedades, relativa a las ofertas públicas de adquisición; y, por otra parte, la elaboración de algunas recomendaciones destinadas a crear un marco regulador sobre el Derecho de sociedades en la Unión Europea, que abordara distintos aspectos de la organización y funcionamiento de las sociedades de capital, entre los que destacaban los relativos al gobierno de las sociedades cotizadas.

En cumplimiento del mandato recibido, el Grupo de Expertos entregó su primer informe el 10 de enero de 2002, en relación con las ofertas públicas de adquisición, haciendo lo propio con el segundo, relativo a la modernización del Derecho de sociedades, el 4 de noviembre de 2002 (el “**Segundo Informe Winter**”)<sup>30</sup>.

Más adelante analizaremos con detenimiento las referencias concretas que el Informe Winter realizó al voto transfronterizo. Ahora interesa destacar que respecto de la necesidad de revitalizar la junta general de las sociedades cotizadas y de incentivar la participación de los accionistas en la misma, el apartado 3 del Capítulo III, titulado “Gobierno Societario”, del Segundo Informe Winter, se refirió de forma expresa a la necesidad de que los accionistas, a los que gráficamente calificaba de “acreedores residuales”, dispusieran de medios efectivos para ejercer de manera activa una influencia sobre la sociedad. El Informe resaltaba que hasta la fecha dicha influencia se había venido ejerciendo a través de la junta general, donde los accionistas podían

---

<sup>30</sup> Una visión general del Segundo Informe Winter, no limitada al ámbito del presente Trabajo, es la realizada por uno de los integrantes del Grupo de Expertos, el catedrático de Derecho Mercantil José María Garrido, en GARRIDO, José María, «El informe Winter y el gobierno societario en la Unión Europea», *RdS*, 20 (2003), págs. 111 a 133.

debatir con los administradores y entre ellos mismos y votar sobre las resoluciones que les eran presentadas.

No obstante, el Informe Winter dejó constancia expresa, en línea con lo ya apuntado anteriormente, de que la junta general tradicional, en cuanto reunión física de accionistas, no podía en su forma presente cumplir con su función de órgano de control e influencia de los socios. Las causas de esta situación las situó el Informe en la apatía racional del accionista minoritario, ya comentada, y en las dificultades que encuentra el accionista transfronterizo, tanto institucional como privado, para ejercitar su derecho de voto.

Para tratar de resolver el problema, el Informe Winter hacía un llamamiento a la utilización de las modernas tecnologías para el desarrollo de nuevos métodos relativos a la información de los accionistas y a la toma de decisiones por su parte. Tan convencido parecía estar el Grupo de Expertos de las indudables ventajas de la tecnología, que el Informe dejó en manos de las legislaciones nacionales admitir en el futuro la posibilidad de que las sociedades acuerden, por una mayoría “*adecuadamente cualificada*”, prescindir de la reunión física de la junta general y dar paso a la denominada “junta virtual”, esto es, la convocada y celebrada de forma completamente telemática y, por lo tanto, sin presencia física de los accionistas ni de los titulares de posiciones orgánicas en la junta (presidente y secretario)<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> La posibilidad de llevar a cabo juntas “virtuales” con arreglo a nuestro ordenamiento societario ha sido objeto de análisis por parte de la doctrina, que en general duda de su viabilidad legal en estos momentos principalmente por la exigencia del artículo 175 LSC de que la junta se celebre en un *lugar* dentro del término municipal donde la sociedad tenga su domicilio y por las dudas que plantea la posibilidad de imponer a los socios, incluso con el respaldo de los estatutos sociales, la junta virtual.

Entre otros, se han ocupado de la junta virtual, AGUILAR TORRES, Jorge I., «El voto electrónico societario ante la transposición de la Directiva 2007/36/CE», *Derecho de los Negocios*, 245 (2011), págs. 22 y 23; ALCOVER GARAU, Guillermo, «Aproximación al régimen jurídico del voto electrónico», en VV.AA., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, págs. 395 y 396; IBÁÑEZ JIMÉNEZ, Javier W., «El ejercicio telemático de los derechos del accionista en las sociedades cotizadas españolas», *RDM*, 249 (2003), págs. 1033 a 1035; ILLESCAS ORTIZ, Rafael, «El ejercicio electrónico de los derechos del socio de la sociedad anónima», en *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal, Libro Homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Marcial Pons, Madrid, 2007, pág. 824; MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, Fernando, «Participación a distancia en la Junta», en RODRÍGUEZ ARTIGAS/FARRANDO MIGUEL/GONZÁLEZ CASTILLA (Dir.) *Las reformas de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto-ley 13/2010, Ley 2/2011, Ley 25/2011 y Real Decreto-ley 9/2012)*, Editorial Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2012, págs. 543 a 545;

No obstante lo anterior, consciente sin duda el Grupo de Expertos de los problemas derivados de la tenencia transfronteriza de valores, el Informe descarta recomendar que se exija a las sociedades, de forma obligatoria, el ofrecimiento a todos los accionistas (“o los intermediarios designados por ellos”) de mecanismos para votar en ausencia, tanto de forma directa como por representación, mediante medios electrónicos, hasta tanto se hayan encontrado y aplicado soluciones para los citados problemas.

### *Comunicación de la Comisión Europea de 21 de mayo de 2003*

En su Comunicación al Consejo y al Parlamento Europeo de 21 de mayo de 2003 y bajo el título de “*Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea. Un plan para avanzar*”<sup>32</sup> (el “**Plan de Modernización**”), la Comisión hizo suyas las propuestas contenidas en el Segundo Informe Winter y decidió poner en marcha un plan de acción en materia de Derecho de sociedades con la finalidad de conseguir la mejora en el buen gobierno de las sociedades cotizadas dentro de la Unión Europea. En línea con lo antes señalado respecto de nuestro país, el Plan de Modernización optó por el reforzamiento o adaptación de los institutos jurídicos tradicionales del Derecho de sociedades, frente a la opción de política legislativa antes señalada de fomentar la autorregulación por la vía de los códigos éticos o de buen gobierno.

En la Comunicación, la Comisión explica las razones por las que, a su juicio, debería modernizarse el marco normativo comunitario en materia de Derecho de sociedades y

---

MUÑOZ PAREDES, José María, *Nuevas tecnologías en el funcionamiento de las juntas generales y de los consejos de administración*, Cívitas, Madrid, 2005, págs. 202 a 209; RODRÍGUEZ ARTIGAS, «Ejercicio a distancia de los Derechos de Socio y de Minoría en el marco de la crisis de la Junta General», en ALONSO LEDESMA/ALONSO UREBA/ESTEBAN VELASCO (Dir.) *La modernización del Derecho de Sociedades de Capital en España*, Tomo I, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 253 y 254; RECALDE CASTELLS, «Incidencia de las tecnologías ....», pág. 1076, 1077 y 1086; *La Junta General en las sociedades de capital*, Cívitas, Cizur Menor (Navarra), 2007, págs. 49 a 51; VAÑÓ VAÑÓ, María José, «Información y gobierno electrónico en las sociedades cotizadas», *RDBB*, 95 (2004), págs. 104 a 118; y VEIGA COPO, Abel B., «El voto transfronterizo en las sociedades. Hacia la revitalización de las Juntas. A propósito de la Propuesta de Directiva de 5 de enero de 2006», *La Ley*, núm.6471 (27.04.2006), págs. 1594 a 1604s.

<sup>32</sup> Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:ES:PDF>

gobernanza empresarial, con definición de los principales objetivos que deberían guiar cualquier iniciativa futura de la Unión Europea en estos ámbitos. La Comunicación incluye también un plan de acción con las prioridades a corto, medio y largo plazo, con indicación de los instrumentos normativos concretos que deberían utilizarse y de un calendario para su implantación.

En línea con lo señalado en el Segundo Informe Winter, el Plan de Modernización recoge expresamente la necesidad de que la futura legislación societaria establezca las distinciones oportunas entre las diversas categorías de compañías, previendo en particular un marco más estricto y detallado para las sociedades cotizadas, en particular en lo relativo a la provisión de información a los accionistas y al mercado en general. El Plan de Modernización aboga expresamente por la necesidad de que las sociedades cotizadas cuenten con un marco legislativo europeo más armonizado y coherente, que permita a los inversores tener la seguridad de que las empresas en las que invierten se rigen por normas de gobierno similares<sup>33</sup>.

Dos son los objetivos principales del Plan de Modernización: de un lado, reforzar los derechos de los accionistas y la protección de terceros (acreedores y otros *stakeholders*) y, de otro, promover la eficacia y la competitividad de las empresas.

En relación con el primero de dichos objetivos, y en perfecta sintonía con el Segundo Informe Winter, el Plan de Modernización alude al importante papel que las modernas tecnologías pueden tener para conseguir un ejercicio más efectivo de los derechos de socios y de terceros, por lo que el Derecho de sociedades debería posibilitar y fomentar el recurso de las sociedades a las modernas tecnologías de la información y la comunicación en sus relaciones con socios y terceros. No obstante, considera la Comisión que aún no es el momento de permitir que las empresas impongan el empleo de las nuevas tecnologías a socios y terceros sin las protecciones necesarias.

---

<sup>33</sup> No obstante lo anterior, el Plan de Modernización descarta expresamente la elaboración de un Código Europeo de Gobernanza Empresarial, por entender que las principales divergencias entre Estados miembros, de cara a la pretendida armonización de la normativa comunitaria, se sitúan en el Derecho de sociedades y en la legislación sobre los valores mobiliarios, y no en los códigos de gobernanza empresarial que, a pesar de su elevado número en aquel momento (unos 40 en toda la Unión Europea, según la Comunicación) mostraban en general una gran convergencia.

En cualquier caso, el Plan de Modernización destacó la necesidad de que todos los accionistas de las empresas cotizadas de la Unión Europea (incluidos, por tanto, los transfronterizos) dispusieran de medios electrónicos que les permitiesen acceder a la información pertinente antes de la celebración de las juntas generales, así como que se reconociese expresamente por la legislación de todos los Estados miembros los derechos de los accionistas a hacer preguntas, a votar *in absentia* y a participar en la junta general utilizando medios electrónicos.

### **3. El fomento del voto transfronterizo y la revitalización de la junta general**

Como acabamos de mencionar, el fomento del voto transfronterizo formaba parte del reforzamiento de los derechos de los accionistas perseguido por las autoridades comunitarias, con la finalidad última de revitalizar la junta general.

Ahora bien, quizás resulte conveniente que antes de continuar con nuestro Trabajo nos preguntemos qué debe entenderse exactamente por *voto transfronterizo* y por *accionista transfronterizo*, pues de otra forma no será posible entender en su debido sentido las alusiones que la normativa española y comunitaria efectúan a tales conceptos. A estos efectos, será útil hacer un previo y somero repaso de cuáles son los principales obstáculos o “barreras” a los que cualquier accionista no residente debe hacer frente en el momento de ejercitar sus derechos de asistencia y voto en la junta general.

En términos generales, tales barreras se pueden agrupar en dos grandes grupos. En el primero de ellos se englobarían aquellas dificultades que derivan de la distancia física existente entre el lugar de residencia del accionista no residente y el de celebración de la junta general, de las diferencias lingüísticas a las que dicho accionista debe hacer frente, del desconocimiento por su parte de la mecánica propia de la junta general en un país extranjero, etc.... Por su propia naturaleza, estas barreras son aplicables a todos los accionistas no residentes. Podríamos decir, además, que cualquier inversor medianamente informado será consciente de su existencia en el momento de decidir la adquisición de acciones de una sociedad extranjera, por lo que son barreras previsibles

para el inversor. Cuestión distinta es la importancia que éste quiera dar a dichos obstáculos al ejercicio del derecho de voto, que será prácticamente nula si estamos ante un típico accionista-inversor cuya única motivación es obtener una alta rentabilidad financiera.

Las barreras a incluir en el segundo grupo, sin embargo, no son tan previsibles por parte de un inversor medio, pues derivan de la concreta estructura de la cadena de tenencia o custodia en la que se vayan a integrar las acciones adquiridas. Al menos en el plano teórico, no son barreras necesariamente aplicables a todos los accionistas no residentes, aunque en la práctica afecten a la inmensa mayoría de ellos. Cuando estas barreras hacen acto de presencia, su efecto se “superpone” al de las barreras del primer grupo, haciendo muy difícil el ejercicio del derecho de voto en la junta general por parte del inversor no residente por cualquiera de los medios previstos legalmente, esto es, ya sea mediante asistencia personal, por medio de representante o a través de los medios de participación a distancia, tal y como intentaremos explicar más adelante.

Pues bien, es precisamente al accionista sujeto a las barreras del segundo grupo al que los textos normativos y las recomendaciones en materia de gobierno corporativo aluden, en sentido general, como *accionista transfronterizo*, de forma que el accionista con residencia en otro país que sólo esté sujeto a las barreras del primer bloque será considerado como *accionista no residente* pero no, en puridad, como *accionista transfronterizo*<sup>34</sup>.

Por ello, ante la ausencia de una definición legal o doctrinal de *voto transfronterizo*, a los efectos de este Trabajo entenderemos por *voto transfronterizo el que correspondería ejercitar a quien no estando legitimado como accionista de acuerdo con la ley nacional de la sociedad emisora de las acciones, figura como beneficiario de los derechos*

---

<sup>34</sup> En ningún caso cabe deducir de la citada distinción que el accionista no residente, entendido conforme al criterio expuesto en este Trabajo, no deba enfrentarse a dificultades a la hora de ejercitar su derecho de voto y, por lo tanto, que no resulte necesario que el legislador facilite su participación en la junta general, sino simplemente que el accionista transfronterizo cuenta con obstáculos añadidos a este respecto. De hecho, la Directiva ha intentado resolver los problemas derivados de los dos citados grupos de barreras, objetivo éste que ha cumplido con desigual grado de éxito tal y como expondremos más adelante.

*económicos derivados de aquéllas en los registros en el extranjero del último intermediario en la cadena de custodia de las acciones.*

En la anterior definición ha quedado reflejado el principal problema que aqueja al voto transfronterizo, que no es otro que *un problema de legitimación* frente a la sociedad para el ejercicio de los derechos de asistencia y de voto a la junta general derivado de *la divergencia existente entre la condición de “accionista económico”, esto es, quien asume los riesgos derivados de la adquisición de acciones, y la de “accionista formal”* y, por lo tanto, *legitimado frente a la sociedad para el ejercicio del derecho de voto*. Se dice por ello que en el voto transfronterizo se rompe la relación riesgo-beneficio-poder, puesto que el riesgo económico recae sobre el inversor, mientras que el poder frente a la sociedad lo ostenta quien aparece legitimado formalmente para el ejercicio de los derechos sociales<sup>35</sup>.

Como ya señalamos anteriormente, el segundo grupo de barreras a las que debe enfrentarse el voto transfronterizo derivan de las prácticas y reglas aplicables a las actividades propias de los mercados de negociación de las acciones cotizadas. Con ello, se estaría produciendo de alguna manera una “intromisión” del Derecho del mercado de valores en el ámbito propio del Derecho de sociedades, pues las estructuras reguladas por aquél estarían condicionando o, incluso, amenazando seriamente, el ejercicio del derecho de voto del accionista transfronterizo<sup>36</sup>.

En consecuencia, cualquier estudio del voto transfronterizo debe adentrarse, siquiera mínimamente, en el Derecho del mercado de valores y en la realidad económica subyacente a su regulación, tratando de conocer determinadas prácticas utilizadas en la inversión transfronteriza en acciones que se encuentran en el origen de buena parte de las normas que el Derecho del mercado de valores ha establecido en esta materia.

---

<sup>35</sup> Así, GARCIMARÍN ALFÉREZ, Francisco Javier, en «La propuesta de Directiva sobre el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto», *RDS*, 26 (2006), págs. 203 a 217, en pág. 207.

<sup>36</sup> Por ello, podría decirse que la inversión trasfronteriza en acciones cotizadas no es ajena a la “penetración y desplazamiento que desde hace años viene sufriendo el Derecho de sociedades por parte del Derecho del mercado de valores” a que se refiere SÁNCHEZ CALERO en *La Junta General en las sociedades de capital*, pág. 632.

Así lo haremos nosotros en las páginas siguientes, en la confianza de que ello nos permitirá, por un lado, conocer la realidad sobre la que la Directiva ha pretendido incidir con el objetivo de fomentar el voto transfronterizo y, por otra parte, comprender mejor algunas razones ocultas que quizás pueden justificar los criterios adoptados por el legislador comunitario para intentar restablecer la relación riesgo-beneficio-poder antes citada.

### **III. LA INVERSIÓN TRANSFRONTERIZA EN ACCIONES COTIZADAS DESDE LA PERSPECTIVA DEL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES**

#### **1. La globalización del acceso a los mercados de valores**

La inversión transfronteriza en valores cotizados ha experimentado un crecimiento extraordinario en las últimas décadas. Según el informe *Share ownership structure in Europe*<sup>37</sup>, a diciembre de 2007 la inversión extranjera en acciones cotizadas en los mercados de valores de la Unión Europea ascendía a un 37%, porcentaje éste que representó un incremento del 4% respecto de finales de 2005. De acuerdo con el mismo informe, los datos relativos a España eran prácticamente coincidentes con la media, ascendiendo el porcentaje de inversión extranjera en acciones cotizadas en nuestros mercados al 36,8%, con un crecimiento del 4,2% sobre el mismo dato a finales de 2005.

Las causas del aumento de la inversión transfronteriza en valores hay que buscarlas en la interconexión existente en la actualidad entre las economías y los mercados financieros de los distintos países y en los avances tecnológicos, que han permitido cambios muy importantes en el acceso a la información y, con ello, en la mentalidad de los inversores. Por ello, la inversión en valores ha dejado de ser una actividad reservada

---

<sup>37</sup> Emitido por la *Federation of European Securities Exchanges* en 2008, con base en los datos facilitados por los organismos rectores de las bolsas de valores de los respectivos mercados de la Unión Europea.

El informe está disponible en: [http://www.fese.be/lib/files/Share\\_Ownership\\_Survey\\_2007\\_Final.pdf](http://www.fese.be/lib/files/Share_Ownership_Survey_2007_Final.pdf)

a clientes especialmente sofisticados de las entidades de crédito, con grandes conocimientos y experiencia financiera, con independencia de que el mercado de negociación de los valores esté situado en España o en el extranjero, pues la tecnología hace posible que el inversor pueda realizar transacciones en ambos casos. Tan solo necesita tener acceso a los servicios de Banca por Internet de su entidad financiera.

Como veremos más adelante, en la actualidad el inversor transfronterizo puede llevar a cabo su inversión con razonable confianza, pues los denominados *sistemas de registro, compensación y liquidación* que operen en el correspondiente mercado le garantizan, en circunstancias normales, la correcta ejecución de su orden, por lo que en un breve plazo de tiempo el inversor recibirá en su cuenta de valores el correspondiente abono de las acciones adquiridas. Igualmente, los citados mecanismos de liquidación están diseñados para hacer llegar al inversor transfronterizo, a través de su entidad financiera, cualquier importe que se devengue en su favor como consecuencia de la tenencia de las acciones, ya sea su pagador la sociedad emisora de éstas (dividendos, primas de asistencia a juntas generales, etc...) o un tercero (por ejemplo, el precio de liquidación de una OPA formulada sobre las acciones de la sociedad y que ha sido aceptada por el inversor). Otro tanto cabe decir de la entrega a su favor de nuevas acciones resultantes de un aumento de capital de la sociedad o de cualquier otro valor que se deba entregar al accionista por título de canje u otro concepto, que también serán registrados en la cuenta de valores del inversor sin mayor dificultad.

Sin embargo, incluso después de la promulgación de la Directiva, rara vez un inversor transfronterizo, en la mayoría de países de la Unión Europea, recibe a través de los citados mecanismos de liquidación alguna información relacionada con la convocatoria de la junta general de accionistas de la sociedad en la que ha invertido una parte de su patrimonio, como tampoco recibe dicha información directamente de la entidad emisora de las acciones, por lo que muy difícilmente podrá ejercitar los derechos políticos derivados de sus acciones.

Se ve claramente, por lo tanto, que en la ordenación legal de este proceso de globalización financiera los *aspectos o derechos económicos del inversor* han sido objeto de atención prioritaria respecto de los *aspectos o derechos políticos* derivados de

su posición de accionista, que no cuentan con el mismo grado de desarrollo que aquéllos.

## 2. La fragmentación de la regulación de los mercados de valores

Antes de iniciar nuestra anunciada incursión en el Derecho del mercado de valores, conviene anticipar que actualmente sólo existen algunos atisbos de una auténtica “regulación transfronteriza de los valores”, al no haberse podido superar aún el principal problema existente en esta materia, que no es otro que la fragmentación de la regulación (una por cada Estado), lo que contrasta fuertemente con la globalidad de la inversión financiera, a la que acabamos de hacer referencia<sup>38</sup>. Por ello, resulta imprescindible una armonización legislativa en esta materia, como la doctrina nacional y extranjera viene reclamando y de cuyos intentos, un tanto frustrantes hasta la fecha, daremos cuenta en este Trabajo.

Es importante tener en cuenta que la necesidad de superar la citada fragmentación regulatoria con objeto de atender los requerimientos de los inversores transfronterizos dio lugar, como anticipamos anteriormente, a la adopción de determinadas *prácticas de mercado*<sup>39</sup> por parte de los intervinientes en esta actividad financiera. Creemos que no sería exagerado afirmar que dichas prácticas han podido desempeñar un papel similar al de nuestros usos de comercio del artículo 2 del Código de Comercio, en concreto, a los denominados *usos de comercio normativos*, que constituyen una auténtica fuente de nuestro Derecho Mercantil (STS 9 de octubre de 1981 y 21 de junio de 1985, entre otras). Así, las citadas prácticas habrían nacido para suplir las lagunas normativas derivadas de la inexistencia de una regulación transfronteriza de los valores. En muchos casos, ha sido precisamente sobre dichas prácticas sobre las que se ha ido construyendo

---

<sup>38</sup> En opinión de BENJAMIN (*The Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws: Overview*, 1998, pág. 3), citada por PAZ-ARES, Cándido y GARCIMARTÍN ALFÉREZ, en «Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros», *RDM*, 238 (2000), pág. 1479, “*Finance is global, but financial law is fragmented*”.

<sup>39</sup> La conveniencia de profundizar en el conocimiento de las prácticas del mercado en esta materia, para un mejor entendimiento de la regulación, se condensa en la expresiva frase de BLACKSTONE “*Knowledge of these things would be much easier learnt in the City than in the courts*”, citada por BENJAMIN, JOANNA, en *The Law of Global Custody*, Butterworths, Edimburgo, 1999, pág. 1.

la aún escasa regulación transfronteriza de los valores, bajo la atenta mirada de los supervisores, sobre todo en tiempos recientes como consecuencia de los escándalos financieros que hemos vivido<sup>40</sup>.

Por ello, resulta justificado que prestemos alguna atención en nuestro Trabajo a aquellos aspectos prácticos de la inversión transfronteriza que, habiendo superado el correspondiente juicio de idoneidad por parte del regulador y, por tanto, habiendo sido incorporados al Derecho positivo, han condicionado o justificado, en mayor o menor medida, la regulación finalmente adoptada por la Directiva en materia de voto transfronterizo. Un ejemplo a este respecto podría ser el de las denominadas *cuentas ómnibus* o *cuentas combinadas*, de utilización cotidiana en las estructuras de tenencia de valores transfronterizas, cuyo régimen de funcionamiento tiene una incidencia práctica indiscutible en el ejercicio del voto transfronterizo.

La tensión entre la tendencia hacia la globalización de la inversión financiera y la subsistente fragmentación regulatoria hace que la asunción por parte del Derecho del mercado de valores de las citadas prácticas surgidas para dar solución a la inversión transfronteriza dé lugar a situaciones paradójicas e incluso, si se nos permite la expresión, un tanto incongruentes. Así sucede, por ejemplo, con las citadas cuentas ómnibus, que no se encuentran permitidas en nuestro país, al menos de forma expresa, pero que, sin embargo, han sido objeto de regulación en cuanto se refiere a su utilización por parte de nuestros intermediarios financieros. Volveremos más adelante sobre este punto, por las claras implicaciones que tiene en materia de legitimación del accionista.

---

<sup>40</sup> Es más, como expondremos más adelante, el propio derecho de voto era ya objeto de ejercicio por parte de los grandes inversores transfronterizos (aunque prácticamente limitado a aquéllos que ejercían el control de las sociedades participadas y a algunos [pocos] inversores institucionales), tanto en nuestro país como en otros de la Unión Europea, mucho antes de que esta materia despertara el interés de los legisladores comunitarios. Es decir, también el voto transfronterizo fue ejercitado, en sus orígenes, en base a prácticas de mercado y, en definitiva, participando del carácter “consuetudinario” a que nos venimos refiriendo.

### 3. Las actividades de post-contratación y sus infraestructuras

A partir de su introducción en el mercado, una orden de adquisición de valores atraviesa por distintas fases que, de forma simplificada, pueden agruparse en dos: la fase de negociación o contratación y la fase de post-contratación. Cada una de dichas fases cuenta con sus respectivas “infraestructuras”, entendiéndose por tales el conjunto de mecanismos o procedimientos que sirven de soporte a las mismas.

Así, las infraestructuras de negociación serían los foros físicos o electrónicos<sup>41</sup> en los que se encuentran la oferta y la demanda de los valores objeto de negociación y se acuerdan los términos de la contratación. La normativa del mercado de valores es la encargada de fijar, en relación con las infraestructuras de negociación, los requisitos que deben reunir los valores para poder ser objeto de negociación (la denominada *admisión a negociación*), las reglas que deben gobernar dicha negociación (variaciones máximas de precios, forma de fijación de los precios de inicio y cierre de sesión, etc...)<sup>42</sup>, los agentes que pueden introducir órdenes en el mercado (intermediarios financieros autorizados a ser *miembros del mercado*), etc....

Es importante destacar que para ser designado miembro del mercado se deben cumplir determinados requisitos de habilitación establecidos por la regulación local. Como

---

<sup>41</sup> La infraestructura de negociación tradicional de las acciones cotizadas o, en terminología bursátil, de las operaciones de “*renta variable*”, ha sido la Bolsa de Valores, si bien tras la aprobación de la MIFID se han incluido también como tales foros de negociación a los internalizadores sistemáticos de órdenes y a los sistemas multilaterales de negociación.

A efectos del presente trabajo, entendemos por “**MIFID**”, conjuntamente, la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros; la Directiva 2006/73/CE de la Comisión de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la anterior en lo relativo a los requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva; y el Reglamento 1287/2006 de la Comisión de 10 de agosto de 2006 por el que se aplica la primera de dichas Directivas en lo relativo a las obligaciones de las empresas de servicios de inversión de llevar un registro sobre operaciones, la transparencia de mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

<sup>42</sup> En nuestro país, las normas fundamentales que regulan la negociación de las operaciones de renta variable son la LMV y el Reglamento de Bolsas de Comercio, aprobado por Decreto 1506/1967, de 11 de agosto.

luego se señalará, es posible que en ciertos casos una entidad inicialmente interesada en asumir la condición de miembro del mercado, acabe designando para ello a otra entidad financiera que cumpla los aludidos requisitos. En ese caso, la entidad objeto de la designación recibirá las órdenes que le transmita la otra entidad y las introducirá en el mercado, a cambio lógicamente de la correspondiente retribución<sup>43</sup>.

Centrándonos ya en la fase de post-contratación, diremos de ella que su finalidad básica es garantizar la correcta ejecución de la orden en las condiciones en que ésta ha sido negociada en el mercado, hasta conseguir que la transacción se complete.

La post-contratación se integra por tres fases o procesos básicos: (i) la compensación, (ii) la liquidación y (iii) el registro-custodia<sup>44</sup> de los valores. Estas tres actividades pueden ser realizadas por una sola entidad o por entidades diferentes, especializadas en cada una de ellas, dependiendo de cada país o, incluso, de cada mercado dentro de un mismo país<sup>45</sup>. Posteriormente, al tratar de la actividad de registro-custodia de los valores, haremos una referencia a las entidades que intervienen habitualmente como responsables de la llevanza del registro de los valores.

De forma simplificada, podemos decir que las fases de compensación y liquidación comprenden un conjunto de mecanismos técnicos que se desarrollan entre intermediarios financieros y que se dirigen a conseguir un resultado final: que se

---

<sup>43</sup> El artículo 63.1, apartado a), de la LMV considera como servicio de inversión “*la recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros*”, quedando reservado el desarrollo con carácter profesional de dichas actividades a las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito, en los términos señalados en los artículos 64.7 y 65.1 LMV.

<sup>44</sup> La denominación de “registro-custodia” hace referencia a la evolución experimentada por esta actividad integrada en la post-contratación de los valores, como consecuencia del cambio en el objeto de la misma, que, de forma mayoritaria en la práctica, ha pasado de los títulos-valores físicos a las anotaciones contables.

No obstante, en lo sucesivo utilizaremos también las palabras “**custodia**” o “**tenencia de valores**” como sinónimos del registro-custodia, por ser aquéllas las utilizadas mayoritariamente en la práctica transfronteriza de valores y en los textos comunitarios que tratan sobre ella.

<sup>45</sup> En el mercado de renta variable español, las citadas tres actividades se llevan a cabo por parte de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal “IBERCLEAR”, con las particularidades en materia de registro que luego comentaremos, derivadas del sistema español de “doble escalón”.

produzca satisfactoriamente el correspondiente intercambio de activos (valores y efectivo) entre vendedor y comprador<sup>46</sup>. Se trata, por tanto, de mecanismos dirigidos a mitigar los riesgos existentes en las operaciones negociadas en los mercados (riesgos de insolvencia, de iliquidez, etc....). El hecho de que en dichas operaciones participen numerosas entidades financieras, interrelacionadas entre sí, unido a la circunstancia de que en la mayoría de las operaciones el comprador y el vendedor no se conocen, hace que tales riesgos se multipliquen<sup>47</sup>.

Para facilitar las operaciones de liquidación, los mercados organizados exigen a sus miembros (los intermediarios financieros habilitados para poder participar en la negociación de las correspondientes operaciones) que asuman también la función de *liquidadores* de dichas operaciones (para lo que se les exige que cuenten con la habilitación legal y con la infraestructura necesaria en el país donde esté situado el mercado) o, en caso contrario, que designen para el desempeño de la función de liquidador<sup>48</sup> a otra entidad financiera que cuente con las citadas habilitaciones.

---

<sup>46</sup> En nuestro país, las normas fundamentales que regulan las actividades de post-contratación de la renta variable son la LMV y el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles (“**R.D. 116/1992**”).

<sup>47</sup> Ello justifica la existencia de un principio básico en la liquidación de las operaciones negociadas en los mercados de valores, cual es el denominado *principio de entrega contra pago*, en cuya virtud la transferencia de los valores se efectuará únicamente si se efectúa su pago y viceversa.

También fue la necesidad de eliminar riesgos derivados de la post-contratación de las operaciones la que dio lugar hace años al surgimiento de las *entidades gestoras de los sistemas de compensación y liquidación*, a quienes se atribuye la función de velar por el correcto funcionamiento de estos sistemas. En España, a finales de 1992 se constituyó con ese carácter el *Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A.*, si bien con funciones limitadas a las operaciones de renta variable. Las funciones de dicho Servicio fueron atribuidas posteriormente a IBERCLEAR, tras la introducción del artículo 44 bis en la LMV en virtud de la reforma de la misma efectuada mediante la Ley 44/2002, de 22 de noviembre.

En la actualidad existen diversas iniciativas legislativas, tanto en el ámbito de la Unión Europea como en Estados Unidos, dirigidas igualmente a reducir los riesgos inherentes a las operaciones efectuadas en los mercados financieros. Así, cabe destacar el Reglamento sobre Derivados OTC, Entidades de Contrapartida Central y Almacenes de Información de Operaciones (“**EMIR**”) y los desarrollos normativos que se están llevando a cabo en la actualidad en relación con la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (“**Dodd-Frank Act**”).

<sup>48</sup> Al aceptar su designación como tal, el liquidador asume frente al organismo rector del correspondiente mercado determinadas obligaciones dirigidas, en general, a garantizar la entrega del efectivo y/o de los valores correspondientes a las operaciones en las que ha intermediado el miembro-negociador.

Por lo tanto, nos encontramos ya con un primer requerimiento técnico derivado del funcionamiento de los mercados que condiciona la estructura de la custodia transfronteriza: una entidad financiera que quiera intermediar en la negociación de operaciones en un determinado mercado tendrá que decidir si asume el papel de miembro negociador y, en caso afirmativo, el de liquidador de dichas operaciones o si designa a una entidad local o multinacional con presencia en dicho mercado para asumir ambas funciones o sólo la de liquidador. El correspondiente análisis de coste-beneficio será el que determinará la opción por la que se decante la entidad pero, en principio, podemos decir que la opción más favorable para la entidad será la de designar a otra para asumir ambas funciones, salvo que el elevado volumen de operaciones a intermediar en el mercado pueda justificar su presencia directa en el mismo. En el caso de que se produzca la designación de una tercera entidad, será muy probable que, por razones de eficiencia de costes, la tercera fase del proceso de post-contratación, esto es, la de registro, se lleve a cabo también por parte de dicha entidad liquidadora, lo que supondrá la inclusión de los valores adquiridos en una “cadena de custodia transfronteriza” de las que posteriormente analizaremos y que están en el fondo del problema del voto transfronterizo.

Terminaremos las referencias en este Trabajo a la compensación y a la liquidación de las operaciones sobre valores con dos comentarios: en primer lugar, que también en estas materias nos encontramos con el ya citado fenómeno de la fragmentación regulatoria, al resultar aplicables en cada mercado sus propias reglas nacionales, si bien las diferencias existentes entre los distintos países de la Unión Europea en estas materias no son tan relevantes, desde el punto de vista jurídico, como las existentes en materia de registro-custodia de valores, a las que luego nos referiremos. La razón de ello puede encontrarse a que las principales cuestiones de índole legal implícitas en la compensación y liquidación de valores, tales como el reconocimiento de la firmeza de los pagos, de la compensación contractual o “*netting*” y de las garantías financieras, ya fueron objeto de armonización a nivel comunitario<sup>49</sup>, limitándose los aspectos

---

<sup>49</sup> Nos referimos a la Directiva 98/26/CE, de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, cuya transposición al Derecho español se llevó a cabo mediante la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, de sistemas de pagos y de liquidación de valores; y a las

pendientes de armonización a temas un tanto accesorios en términos legales (aplicación de distintos plazos de liquidación de las operaciones o de diferentes momentos para el aseguramiento de la entrega y la asignación de su firmeza, en función de cuál sea el mercado de negociación dentro de la Unión Europea, etc...)<sup>50</sup>, si bien algunos de ellos tienen una gran relevancia económica al afectar a la eficiencia de los mercados europeos.

Esta situación no hubiera sido posible sin la enorme inversión en términos económicos y de grupos de trabajo y de expertos que la Unión Europea ha dedicado a intentar construir un marco europeo para la compensación, liquidación y registro de valores, aunque en este último ámbito no se haya alcanzado el mismo grado de éxito que en los otros dos. El punto de partida de este proceso de mejora de la post-contratación europea puede situarse en el Plan de Acción de Servicios Financieros adoptado por el Consejo Europeo celebrado en Lisboa en marzo de 1999. A dicho Plan le sucedió el *Informe Lamfalussy*, de Febrero de 2001, que puso de manifiesto el alto grado de fragmentación del sector y sus consecuencias de costes muy elevados para las operaciones transfronterizas, falta de acceso abierto y no discriminatorio a los diferentes mercados existentes en la Unión Europea y falta de unas normas reguladoras comunes en el ámbito europeo.

Por último, queremos concluir nuestros comentarios sobre la compensación y liquidación de valores haciendo referencia a una iniciativa que, aunque ubicada en los

---

Directivas 96/10/CE, de 21 de marzo, y 2002/47/CE, de 6 de junio, cuya transposición a nuestra normativa interna se encuentra contenida en el Capítulo II del Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.

<sup>50</sup> En estos momentos, cabe destacar dos iniciativas importantes en el ámbito de la Unión Europea, ambas de gran trascendencia para la compensación y liquidación de valores: la primera es el proyecto denominado *Target2-Securities* o *T2S*, que, bajo la dirección del Eurosistema, se dirige a la creación de una plataforma técnica que provea un servicio de liquidación de valores centralizado en toda la Unión Europea. La reciente reforma de la LMV, operada mediante Ley 32/2011, de 4 de octubre, tiene precisamente como principal finalidad sentar las bases para la reforma de nuestros sistemas de post-contratación, armonizándolos con las prácticas internacionales en estas materias, así como facilitar que “IBERCLEAR” participe en el citado proyecto *T2S* y que se pueda interconectar con otros Depositarios Centrales de Valores. El segundo proyecto en curso en relación con las actividades de post-contratación es el dirigido a la armonización de las actividades de los Depositarios Centrales de Valores, que juegan un papel fundamental en la post-contratación de las operaciones sobre valores y a los que luego nos referiremos en relación con su intervención en el registro-custodia de los mismos.

desarrollos del Informe Lamfalussy y, por tanto, en el campo del Derecho del mercado de valores y no en el del Derecho de sociedades propiamente dicho, es previsible que tenga importancia práctica en el desarrollo del voto transfronterizo. Nos referimos a los trabajos del denominado *Grupo Giovannini*, formado en 1996 para asesorar a la Comisión Europea en relación con cuestiones diversas relativas a la integración y a la eficiencia de los mercados de valores en la Unión Europea.

El Grupo Giovannini presentó sendos informes en Noviembre de 2001 y Abril de 2003, respectivamente, conocidos como Giovannini I y II<sup>51</sup>, en los que señalaba la existencia de quince barreras que dificultaban la eficiente compensación y liquidación de operaciones a nivel europeo. Dichas barreras fueron categorizadas en tres grupos, en función de su naturaleza. El primer bloque comprendía las barreras basadas en la aplicación de diferentes requerimientos técnicos y prácticas de mercado en cada país; el segundo agrupaba las barreras que procedían de la aplicación de diferencias en la normativa fiscal; y el tercer bloque aglutinaba las barreras que tenían su origen en aspectos relacionados con la seguridad jurídica. Centrándonos en el último bloque señalado, el Grupo identificó la existencia de tres barreras legales: la ausencia de un régimen jurídico paneuropeo en relación con la titularidad de los valores, las diferencias nacionales en el tratamiento de la compensación contractual o “*netting*” en las transacciones financieras y la desigual aplicación de las normas nacionales sobre conflictos de leyes<sup>52</sup>.

---

<sup>51</sup> Disponibles en: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/communication\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_en.htm)

<sup>52</sup> Sin perjuicio de que abordemos esta importante cuestión más adelante, al tratar de la custodia de valores, podemos señalar que tras la recepción por su parte de los Informes Giovannini, la Comisión Europea publicó la “*Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo. Compensación y liquidación en la Unión Europea – El camino a seguir*”, de 28 de abril de 2004, en la que acordó la creación del denominado *Legal Certainty Group*, integrado por expertos de los medios académicos, de las autoridades públicas y de la profesión jurídica, con objeto de analizar más profundamente la necesidad de una legislación europea sobre valores anotados y, en relación con ello, proponer soluciones y ayudar a elaborar propuestas legislativas específicas.

La citada Comunicación, así como los dos informes emitidos hasta la fecha por el Legal Certainty Group (Agosto de 2006 y Agosto de 2008, respectivamente) están disponibles en: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/communication\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/communication_en.htm)

Tras la publicación de los Informes Giovannini, distintos intervinientes en la industria de los servicios financieros (emisores, Depositarios Centrales de Valores, Bolsas, entidades depositarias e inversores) promovieron la creación de unos grupos de trabajo dirigidos a la implantación de unas prácticas de mercado uniformes en dos ámbitos concretos: el primero tiene por finalidad mejorar la seguridad y la eficiencia de las operaciones financieras derivadas de los valores (pagos de dividendos y cupones, ampliaciones y canjes de acciones u otros títulos, amortizaciones, etc...), tratando de poner fin a algunos obstáculos operativos que subsisten aún en el ámbito europeo; por su parte, el objeto del segundo grupo es incentivar la participación de los accionistas en las junta generales en el actual entorno transfronterizo, eliminando los obstáculos operativos al libre flujo de información entre los emisores y los inversores finales. Se trataría de aprovechar, en la medida de lo posible, los circuitos operativos diseñados para la ejecución de las operaciones financieras antes señaladas, con objeto de poner en conocimiento del inversor final la noticia de la convocatoria de la junta general, así como de recabar sus instrucciones respecto de la misma<sup>53</sup>.

Más adelante volveremos a hacer referencia a esta iniciativa, que una vez implantada constituirá un valioso instrumento para la aplicación efectiva del voto transfronterizo. No obstante, no queremos dejar de señalar en este momento que sin duda estamos ante una manifestación concreta de la interrelación entre las dos áreas normativas a las que nos venimos refiriendo en este Trabajo, el Derecho del mercado de valores y el de sociedades, cuyos respectivos contornos se vuelven confusos a la hora de regular los distintos aspectos de las acciones cotizadas, tanto en el ámbito nacional como en el transfronterizo.

---

<sup>53</sup> En relación con las operaciones financieras y las juntas generales se redactaron unos *Estándares del Mercado para operaciones financieras* y *Estándares del mercado para juntas generales*, disponibles en: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/clearing/cesame2\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/cesame2_en.htm)

#### 4. La custodia de valores en particular

La fase de post-contratación debe entenderse completada cuando se lleva a cabo el cambio de titularidad de los valores en favor de su nuevo adquirente.

La adopción de la *anotación en cuenta* como forma de representación de los valores negociables por parte de los países cuyos mercados de valores son más activos y, por tanto, con mayor participación en la inversión transfronteriza<sup>54</sup>, se hizo realidad ya hace años, en mayor o menor medida<sup>55</sup>, siendo también común la técnica contable utilizada para el registro de las operaciones sobre los valores (abonos o adeudos en una cuenta).

Ello podría hacernos pensar que en esta materia no tiene sentido hablar de fragmentación regulatoria, puesto que con carácter general se reconoce la existencia de la anotación en cuenta y se aplican criterios operativos similares en relación con las mismas. Y sin embargo no es así, puesto que más allá de esas similitudes entre los distintos regímenes legales, comienzan las grandes diferencias entre ellos. Así, las formalidades necesarias para la creación de las anotaciones en cuenta, el régimen legal aplicable a las cuentas en las que se recogen las anotaciones o, sobre todo, los efectos legales derivados de la titularidad de las anotaciones en cuenta difieren abiertamente en las distintas jurisdicciones<sup>56</sup>.

---

<sup>54</sup> En concreto, los países de la Unión Europea, Estados Unidos, Japón o China.

<sup>55</sup> No obstante lo anterior, como señalaremos más adelante, en algunos países europeos como Reino Unido y Suiza existe la posibilidad de que una parte de las acciones emitidas por una sociedad cotizada no se representen mediante anotaciones en cuenta. Esta medida va dirigida a evitar que los accionistas con una mayor vocación de permanencia en la sociedad incurran en gastos de custodia y administración de los valores.

<sup>56</sup> Son muy ilustrativas a este respecto las palabras de SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal, en «Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta», *RMV*, 1 (2007), págs. 3 a 38, en pág. 37, cuando afirma que «... en unos sistemas los valores siguen siendo cosas (porque el título no desaparece aunque se inmovilice) mientras que en otros han dejado de serlo sustituidos por verdaderas anotaciones y en otros parecen anotaciones pero no lo son porque el uso de la informática no ha modificado su régimen jurídico, ....».

Trataremos de explicar seguidamente estas cuestiones, que tienen una incidencia notable en la legitimación para el ejercicio del derecho de voto por parte del accionista transfronterizo.

#### **A) La transición de los títulos físicos a las anotaciones en cuenta**

Uno de los aspectos que más han contribuido al crecimiento de la actividad de los mercados de valores y a los cambios experimentados en los mismos ha sido la desincorporación de los títulos-valores respecto del soporte físico al que habían venido vinculados desde hacía siglos. De acuerdo con PAZ-ARES<sup>57</sup>, la desincorporación agruparía *todos aquellos fenómenos, tanto fácticos como normativos, por virtud de los cuales la existencia, la transmisión o el ejercicio del derecho se desgajan o independizan, en mayor o menor medida, de la producción, de la tradición o de la presentación del título en que tradicionalmente se hallaba documentado*<sup>58</sup>.

El origen de la desincorporación se sitúa por parte de la doctrina en el denominado *paper crunch* o crisis del papel vivida en la Bolsa de Nueva York a finales de la década de 1960, como consecuencia de la negociación en masa de ingentes cantidades de títulos que debían ser manipulados y trasladados físicamente a diario hacia el domicilio de sus nuevos propietarios, tras su negociación en el mercado de acciones. De forma expresiva, el profesor OLIVENCIA se refirió a la situación creada en aquellos momentos diciendo que *“las ventajas del papel han desembocado en los inconvenientes del papeleo”*<sup>59</sup>.

---

<sup>57</sup> PAZ-ARES, Cándido, en «La desincorporación de los títulos-valor», *RDM*, 219 (1996), págs. 7 a 34, en págs. 16 y 17.

<sup>58</sup> Además del citado artículo de PAZ-ARES, en relación con el proceso de desincorporación en España y en Derecho comparado, pueden consultarse, entre otros, GARCÍA-PITA Y LASTRES, José Luis, «Posesión, registro contable y valores negociables tabulares», *RDBB*, 119 (2010), págs. 7 a 52; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, Alfonso, *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Aranzadi, Pamplona, 1997; GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco, *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999; OLIVENCIA RUIZ, Manuel, «La incorporación del derecho al título y su desincorporación (análisis histórico y dogmático)», en *VVAA Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Centro de Formación del Banco de España, Madrid, 1987, págs. 13 y ss.; ROBLES MARTÍN-LABORDA, Antonio, «Algunas consideraciones sobre la naturaleza jurídica de los valores depositados en un intermediario», *RDBB*, 117 (2010), págs. 9 a 38; y SÁNCHEZ ANDRÉS, «Valores anotados y construcción .....».

<sup>59</sup> OLIVENCIA RUIZ, «La incorporación del derecho .....», pág. 18.

Los ordenamientos jurídicos de los países occidentales hicieron frente a esta crisis del papel mediante distintos sistemas de desincorporación en función de su propia tradición jurídica. No obstante, podríamos decir que, en general, en un primer momento se hizo uso de alguno de los procedimientos que se han dado en llamar *sistemas correctores*. Los orígenes de estos sistemas de desincorporación los sitúa la doctrina en la práctica financiera alemana de finales del siglo XIX, con la finalidad de evitar los riesgos de robo y extravío de los títulos, especialmente de los emitidos al portador. El sistema no tuvo consagración legal hasta 1937, con la aprobación de la Ley sobre Depósito y Adquisición de Títulos-valores "*Depotsgesetz*" y la posterior centralización de los depósitos colectivos en los denominados *bancos colectores de títulos-valores*.

Bajo este sistema, los títulos se seguían emitiendo pero eran depositados inmediatamente en una entidad bancaria. Con objeto de dotarles de la condición de fungibles<sup>60</sup>, la emisión debía realizarse al portador o a la orden, en cuyo caso eran endosados en blanco a favor del banco. El depositante renunciaba al derecho a exigir la devolución de los mismos títulos depositados, por lo que debía admitir la devolución de otros de la misma especie y calidad.

En consecuencia, los títulos dejaron de ser necesarios tanto para el ejercicio de los derechos, como para su transmisión. Así, tanto para la asistencia a la junta general de la sociedad anónima, como para el ejercicio de los derechos económicos derivados de las acciones, era suficiente con la presentación de un certificado de depósito expedido por el banco<sup>61</sup>. Por su parte, la transmisión de los valores se realizaba mediante una *transferencia o anotación contable sin movimiento de los títulos*. Para ello, se creó un *depósito central de valores*, en el que los bancos depositarios eran los únicos que podían

---

<sup>60</sup> Es importante destacar que este carácter «*fungible*» de los títulos-valores se mantiene vigente tras el proceso de desincorporación de los mismos, constituyendo un concepto fundamental en los actuales sistemas de registro de las anotaciones en cuenta. Así lo establece, en relación con el sistema español, el artículo 17 del R.D. 116/1992.

<sup>61</sup> En relación con la asistencia a la junta general, el sistema evolucionó posteriormente hacia la expedición por parte del banco (o de la propia sociedad emisora de las acciones, en algunos casos) de una *tarjeta de asistencia*, cuya utilización en la práctica se mantiene al día de hoy.

ser titulares de cuentas de valores, estableciendo dichos bancos depositarios, a su vez, las correspondientes cuentas de valores a nombre de los particulares<sup>62</sup>.

En nuestro país, el primer hito en el proceso de desincorporación se produjo con la instauración del *sistema de depósito colectivo*, incorporado a nuestro Derecho positivo por medio del Decreto de 25 de abril de 1974 y la Orden de 20 de mayo del mismo año dictada en su desarrollo, que tomaron como referencia precisamente el modelo alemán antes descrito. El citado depósito colectivo fue calificado por la doctrina como *depósito regular especial*<sup>63</sup>, habida cuenta de que en virtud del mismo, según establecía el propio Decreto, la entidad depositaria no adquiriría “en ningún caso” la propiedad de los títulos ni podía utilizarlos para fines distintos de los permitidos legalmente.

De esta manera, se creaba una especie de *comunidad* formada por todos los depositarios de títulos de una misma especie, a los que se atribuían cuotas de copropiedad sobre el conjunto, en función del volumen de títulos que cada uno de ellos mantenía en depósito. Tales cuotas de copropiedad eran objeto de transmisión posterior a los clientes de cada entidad bancaria interesados en invertir en los valores, quedando aquéllos protegidos en caso de quiebra del banco por el correspondiente derecho de separación. Al no moverse los títulos como consecuencia de dichas transmisiones, éstas no precisaban de *traditio*, quedando registradas mediante sendos apuntes contables de cargo y abono en las respectivas cuentas de los clientes establecidas en las entidades bancarias. Como veremos, este papel de las entidades financieras como “registradores” de los titulares de los valores se mantiene en nuestro actual sistema legal, habiéndose reforzado incluso, puesto que las entidades financieras cumplen una función fundamental en la acreditación de la propiedad sobre los valores y, con ello, en la legitimación de su titular frente al emisor<sup>64</sup>.

---

<sup>62</sup> Además de Alemania, otros países que hicieron uso inicialmente de sistemas correctores de desincorporación fueron Francia (1941), Italia (1986, aunque ya se venía aplicando anteriormente), Suiza (1970) y Estados Unidos (1966).

<sup>63</sup> En este sentido, GARRIGUES, Joaquín / URÍA, Rodrigo, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, Imprenta Aguirre, Madrid, 1976, Pág. 413.

<sup>64</sup> Así resulta de lo dispuesto en los artículos 11 LMV y 15 del R.D. 116/1992.

De lo anterior cabe deducir que en los sistemas correctores la desincorporación no era absoluta, sino simplemente *funcional*, a los efectos de impedir la movilización de los títulos, conservando éstos una incorporación genérica<sup>65</sup>.

En la actualidad, tanto Estados Unidos como algunos países de la Unión Europea tienen aún sistemas correctores, en los que el título se emite e inmoviliza de forma inmediata, procediéndose a continuación a la creación de las anotaciones en cuenta, que son las que registran los movimientos derivados de las transmisiones realizadas en el mercado.

Frente a los anteriores sistemas correctores, la desincorporación de los títulos-valores también se ha llevado a cabo en otros casos mediante la puesta en funcionamiento de los denominados *sistemas sustitutivos*. En algunos países, la introducción de estos sistemas sustitutivos se produjo como una evolución de previos sistemas correctores, superando así una clara situación de incoherencia en la que incurirían éstos, pues no de otra manera podía calificarse la emisión de los títulos-valores seguida de su inmediata inmovilización con la finalidad de evitar los inconvenientes de su tratamiento.

En los sistemas sustitutivos, por el contrario, la desincorporación no sólo se aplica en relación con el ejercicio y la transmisión de los derechos, sino también respecto del propio nacimiento de éstos. Ya no se procede a la emisión del título-valor, sino que ésta resulta sustituida por la creación de anotaciones contables en los registros de las entidades que administran el sistema<sup>66</sup>. Por ello, en estos sistemas se produce una completa *desmaterialización*<sup>67</sup>.

---

<sup>65</sup> Así, GARRIGUES / URÍA, en «Comentario a la Ley .....», pág. 411, en referencia al sistema español de depósito colectivo ya comentado.

<sup>66</sup> Así lo establece con toda claridad en nuestro Derecho el artículo 8 LMV: “*Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable, que, en su caso, será el de carácter central, y desde entonces quedarán sometidos a las disposiciones de este capítulo... Los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrán derecho a que se practiquen a su favor, libre de gastos, las correspondientes inscripciones ...*”.

<sup>67</sup> El primer país occidental que optó por un sistema sustitutivo, total y obligatorio fue Dinamarca (1980), extendiéndose en años sucesivos a otros países escandinavos (Noruega, 1985).

En España, el sistema de desincorporación completa fue adoptado por nuestro Derecho de sociedades mercantiles como consecuencia de la adaptación de su régimen legal a las Directivas de la Comunidad Europea en materia de sociedades, efectuada mediante la Ley 19/1989, de 25 de julio, y se concretó en diversas referencias que fueron incluidas en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (“LSA”) aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre<sup>68</sup>.

En la actualidad, los artículos 118.1 y 412.3 LSC establecen que en los casos en que las acciones y las obligaciones se representen mediante anotaciones en cuenta, les resultará de aplicación lo dispuesto en la normativa reguladora del mercado de valores. Dentro de ésta, la regulación de las anotaciones en cuenta se encuentra contenida actualmente en los artículos 5 a 12 bis LMV y en el Real Decreto 116/1992<sup>69</sup>.

---

<sup>68</sup> En concreto, la LSA aludía a esta forma de representación en los artículos 51 y 60 respecto de las acciones y en el artículo 290 en relación con las obligaciones emitidas por las sociedades anónimas. A su vez, la Disposición Adicional 1ª, apartado 5, de la LSA exigía la representación mediante anotaciones en cuenta de las acciones y obligaciones que pretendieran acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial.

En la actualidad, los preceptos de la LSC equivalentes a los antes señalados son los artículos 92 y 118, respecto de las acciones, 412 en relación con las obligaciones y 496 respecto de la obligatoriedad de la representación mediante anotaciones en cuenta para el acceso o mantenimiento de la negociación en un mercado secundario oficial de valores.

En el Reglamento del Registro Mercantil encontramos también referencias a la representación mediante anotaciones en cuenta en los artículos 122.2 y 4, respecto de las acciones, y 310.1.2º en relación con las obligaciones

<sup>69</sup> Las anotaciones en cuenta no fueron establecidas en nuestro ordenamiento de forma novedosa por la LMV, pues ya el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, posibilitó la implantación con carácter general de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado, aunque la LMV introdujo la posibilidad de su aplicación por parte de los emisores privados.

En la actualidad, la representación por medio de anotaciones en cuenta resulta obligatoria, además de respecto de las acciones y obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial (artículo 496 LSC), a los contratos de futuros y opciones negociados en los mercados secundarios oficiales regulados por el Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre, conforme establece el artículo 2.3 de dicho Real Decreto.

Por el contrario, resulta de aplicación facultativa (y prácticamente nula en la práctica, hasta donde conocemos) en el caso de las participaciones en Fondos de Inversión (artículos 7.1 de la Ley 35/2003 y 4.2, apartado b) del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio) y de las acciones no cotizadas (artículos 3 y 45 a 54 del Real Decreto 116/1992). En este último supuesto, la representación mediante anotaciones en cuenta es también muy escasa, limitándose en la mayoría de los casos a acciones de sociedades que, habiendo sido objeto de negociación en Bolsa en su momento, fueron posteriormente excluidas de la

A pesar de la decidida apuesta que nuestro ordenamiento jurídico ha efectuado en favor de la anotación en cuenta<sup>70</sup>, al abandonar cualquier forma de representación cartular respecto de los valores cotizados, nuestra doctrina ha puesto de manifiesto su extrañeza por la ausencia de una definición legal de *valor anotado en cuenta*, concepto éste al que no aluden ni la LMV ni el R.D. 116/1992. Ante ello, y en base a las principales características que nuestro ordenamiento atribuye a las anotaciones en cuenta y a los principios por lo que éstas se rigen, MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA propone la siguiente definición: «*valor negociable inscrito en un registro contable a nombre de aquél al que le corresponda la titularidad real plena, quien, en virtud de su legitimación registral, podrá ejercer los derechos que del valor se deriven, así como constituir derechos reales limitados o gravámenes sobre éste*»<sup>71</sup>.

Conviene señalar, por último, que el artículo 5 del R.D. 116/1992 establece una reserva de denominación para las expresiones «*valores representados por medio de anotaciones en cuenta*», «*anotaciones en cuenta*» u otras que puedan inducir a confusión con ellas, que sólo podrán utilizarse con referencia a valores negociables que sean objeto de representación por medio de anotaciones en cuenta con arreglo a lo establecido en el propio Decreto o en las disposiciones a que se refiere la Sección Tercera de su Capítulo II.

---

misma y que, por una u otra razón, no solicitaron la reversión a títulos físicos en los términos previstos en el artículo 3 del citado Real Decreto.

La doctrina justifica la escasa utilización de las anotaciones en cuenta respecto de acciones no cotizadas en diversas razones, tales como la inercia del sistema tradicional de representación mediante títulos físicos, que en muchos casos ni siquiera se emiten, el desconocimiento del sistema de anotaciones en cuenta por parte del gran público y, sobre todo, los costes asociados a este sistema de representación, tanto para la sociedad como para los accionistas (gastos de custodia, etc...).

<sup>70</sup> La doctrina señala que el legislador ha primado la representación mediante anotaciones en cuenta, por una lado, por su carácter irrevocable salvo excepciones (arts. 5.2 LMV y 3 del R.D. 116/1992) y, por otra parte, por imponer esta forma de representación como obligatoria para todos los valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Por todos, VARA DE PAZ, Nemesio, en «Acciones anotadas en cuenta», en *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro Homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 1633 a 1654, en págs. 1635 y 1636.

<sup>71</sup> MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, en «El concepto de valor anotado en cuenta - una aportación a su construcción dogmática-», en VV.AA., *Homenaje a D. Íñigo Cavero Lataillade*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2005, págs. 629 a 669, en pág. 664.

De lo anterior se deduce, por lo tanto, que las anotaciones contables representativas de valores extranjeros que figuren en los registros de los intermediarios españoles y que no se ajusten a las disposiciones del R.D. 116/1992 no podrían denominarse en puridad, a efectos de nuestra legislación nacional, «anotaciones en cuenta».

No resulta posible efectuar aquí un estudio completo del régimen legal español de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, por lo que iremos haciendo referencia a lo largo de este Trabajo a algunos aspectos generales del mismo y a otros más específicos que guarden relación con la legitimación para el ejercicio de los derechos por parte de los accionistas. Para un análisis más completo del sistema español, nos remitimos a la extensa bibliografía disponible<sup>72</sup>.

## **B) Entidades intervinientes en los sistemas de anotaciones en cuenta**

Uno de los factores que añaden confusión al análisis legal de la custodia transfronteriza de valores es la muy diversa naturaleza y funciones de las entidades que intervienen en la misma, algunas de las cuales asumen todas las funciones incluidas en la fase de post-

---

<sup>72</sup> Como obras de contenido general sobre el régimen legal de las anotaciones en cuenta, pueden citarse, entre otras, GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco, *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999; LÓPEZ SANTANA, N., *El contrato bancario de administración de valores*, Universidad de Sevilla, Secretariado de Publicaciones, Sevilla, 2002; MARTÍ SÁNCHEZ, J.N., «La representación de valores mediante anotaciones en cuenta en el Derecho español», *RDBB*, 74 (1999), págs. 65 a 93; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, Alfonso, *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Aranzadi, Pamplona, 1997, y «El concepto de valor anotado en cuenta, una aportación a su construcción dogmática», en VV.AA., *Homenaje a D. Íñigo Cavero Lataillade*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2005, págs. 629 a 669; RAMOS GASCÓN, Francisco Javier, *Régimen jurídico de los valores*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1990; RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel, *El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta*, Marcial Pons, 2004, y «La colaboración bancaria en la administración de valores anotados en cuenta», *RDBB*, 98 (2005), págs. 7 a 33; ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Ángel, «El sistema español de anotaciones en cuenta», en VVAA *Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Centro de Formación del Banco de España, Madrid, 1987, págs. 85 a 127; SÁNCHEZ ANDRÉS, Anibal, «Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta», *RMV*, 1 (2007), págs. 3 a 38; SÁNCHEZ CALERO, Fernando, «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», en VV.AA., *El nuevo mercado de valores*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 1993, págs. 89 a 110; VARA DE PAZ, Nemesio, «Acciones anotadas en cuenta», en *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro Homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 1633 a 1654; y ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando, «El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico», *RDBB*, 56 (1994), págs. 825 a 870.

contratación de valores (compensación, liquidación y registro), mientras que otras sólo intervienen en alguna de ellas. A continuación intentaremos mostrar brevemente el papel que cada una de dichas entidades desempeña en el proceso de registro de los valores, como paso previo a la exposición de los distintos métodos de organización de los sistemas de anotaciones en cuenta, aspecto éste que tiene gran incidencia en el ejercicio del voto transfronterizo.

#### a) Los Depositarios Centrales de Valores

Al margen de otras funciones que suelen desempeñar en relación con la compensación y la liquidación de las operaciones realizadas sobre los valores cotizados, en el registro o custodia de los mismos adquiere una importancia muy relevante el *Depositario Central de Valores* (“CSD”)<sup>73</sup>. Los CSD pueden ser nacionales, como IBERCLEAR en España, MONTE TITOLI en Italia o DTCC en Estados Unidos; o internacionales, como es el caso de EUROCLEAR y CLEARSTREAM. Las funciones básicas de los CSD son las siguientes:

1.- Creación de las anotaciones en cuenta en sus sistemas: en aquéllos países en que su legislación sustantiva mantiene la exigencia de la emisión de los títulos-valores (sistemas de desincorporación incompleta o correctores, antes comentados), el CSD se convierte también en depositario de los títulos físicos, que quedan inmovilizados en sus cámaras.

2.- Mantenimiento de las cuentas de valores: dependiendo del régimen legal al que esté sometido cada CSD, a veces pueden estar reconocidas en sus registros como titulares de los valores las entidades participantes en el sistema de anotaciones en cuenta (ya sea en una única cuenta por la totalidad de los valores de su titularidad o en dos cuentas diferentes, una por los valores propios de la entidad y otra por los que mantiene por cuenta de terceros) o, en otras ocasiones, los titulares finales de los mismos.

---

<sup>73</sup> Iniciales en inglés de *Central Securities Depositary*.

3.- Control de la integridad de cada una de las emisiones registradas en sus sistemas, labor ésta que lleva a cabo junto con las entidades participantes en el CSD, que son quienes tienen la relación directa con el cliente adquirente de los valores.

4.- Suministro de información para facilitar la gestión de los derechos económicos y, en algunos países, políticos, derivados de las acciones registradas en sus sistemas.

Como antes se apuntó, se encuentra en fase de discusión un futuro Reglamento comunitario sobre Depositarios Centrales de Valores, que pretende armonizar sus actividades<sup>74</sup>. En relación con las actividades de registro asignadas a estas instituciones, uno de los aspectos que se están revelando polémicos en la negociación del texto del Reglamento es la pretendida obligatoriedad de representar mediante anotaciones en cuenta (ya sea con base en títulos-valores inmovilizados o desmaterializados) todos los valores negociables que se admitan a negociación en los mercados de la Unión Europea (artículo 3 del proyecto de Reglamento), ante la pretensión de algunos países, Reino Unido en particular, de que se permita la coexistencia de las anotaciones en cuenta con los títulos-valores físicos, tal y como admite actualmente su legislación.

#### **b) Los intermediarios financieros**

En segundo lugar, ocupan un papel destacado en los sistemas de anotaciones en cuenta las entidades financieras, que se constituyen en la mayoría de las jurisdicciones en auténticos «registradores» de la titularidad de los valores anotados, resultando necesaria su colaboración para el ejercicio de los derechos derivados de aquéllos<sup>75</sup>.

Las entidades financieras pueden desempeñar el papel de participantes en el correspondiente CSD o de custodios y administradores de valores por cuenta de sus

---

<sup>74</sup> Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52012PC0073:es:PDF>

<sup>75</sup> Hasta tal punto esto es así que mantiene su plena vigencia en la actualidad la afirmación de HUECK y CANARIS (*Derecho de los Títulos Valor*, Barcelona, 1988) de que «*hoy los valores mobiliarios no se rigen ya por las reglas de los títulos-valor, sino por las formas jurídicas creadas específicamente por los bancos*», según cita de SANTILLÁN FRAILE, Ignacio, en «Cuentas ómnibus y régimen de separación del art. 80 LC», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, 10 (2009), págs. 215 a 240, en pág. 221.

clientes<sup>76</sup>. Aunque en nuestro país ambas actividades suelen coincidir en la práctica en la misma entidad, desde el punto de vista normativo son independientes entre sí, en el sentido de que en nuestro Derecho no se exige que las entidades prestadoras del servicio de custodia y administración de valores ostenten también la condición de participantes en los sistemas de IBERCLEAR<sup>77</sup>.

Las funciones concretas desempeñadas por las entidades participantes en la custodia de valores pueden diferir de unos sistemas a otros. Así, en algunas jurisdicciones la custodia se encuentra centralizada en el CSD, que delega la operativa en las entidades participantes pero reteniendo aquél la responsabilidad del sistema de registro. Por el contrario, en otros países las entidades participantes tienen atribuida directamente la llevanza del registro, ejerciendo el CSD labores de control de la integridad de las emisiones. A su vez, en ciertas jurisdicciones los valores de terceros custodiados por las entidades participantes se encuentran contabilizados fuera de su balance, por lo que en caso de insolvencia de éstas los valores son susceptibles de traslado a otra entidad<sup>78</sup>.

---

<sup>76</sup> De acuerdo con lo previsto en el artículo 76 del R.D. 116/1992 pueden adquirir la condición de entidad participante en los sistemas gestionados por IBERCLEAR las entidades que ostenten la condición de miembros de los correspondientes mercados secundarios oficiales; las Entidades de Crédito y Sociedades y Agencias de Valores que no ostenten la condición de miembros; el Banco de España; y las entidades extranjeras o nacionales que desarrollen actividades análogas a las de IBERCLEAR.

Por su parte, los artículos 64 y 65 LMV establecen que tanto las Sociedades y las Agencias de Valores como las Entidades de Crédito se encuentran habilitadas para realizar el servicio auxiliar de inversión consistente en la *“custodia y administración por cuenta de clientes de los instrumentos previstos en el artículo 2 [LMV]”*.

<sup>77</sup> El régimen de protección de los valores de los clientes de entidades financieras en caso de concurso de éstas también distingue entre ambas actividades (artículos 12 bis, 44 bis. 9 y 58.5 LMV en relación con el concurso de una entidad encargada de la llevanza del registro de anotaciones en cuenta y 70 ter.1 f) LMV en el caso de concurso de una entidad depositaria de valores).

<sup>78</sup> Es el caso español, tal y como establecen los artículos 12 bis, 44 bis.9 y 58.5 LMV en relación con el concurso de una entidad encargada de la llevanza del registro de anotaciones en cuenta y 70 ter.1 f) LMV en el caso de concurso de una entidad depositaria de valores.

No obstante, es de señalar que el artículo 12 bis, recientemente incorporado a la LMV en virtud de la Ley 32/2011, de 4 de octubre, mencionada anteriormente, es criticable en su redacción por varias razones. En primer lugar, por conferir a los titulares de los valores anotados un *«derecho de separación»* respecto de los mismos cuando, en nuestro sistema, los valores de terceros no forman parte del patrimonio de las entidades encargadas de la llevanza del registro de anotaciones. Y en segundo lugar, por disponer que el citado derecho de separación se ejercitará por parte de los titulares de los valores *«... solicitando su traslado a otra entidad ...»*, posibilidad ésta que ya tienen reconocida, en cualquier momento, por el artículo 41 del R.D. 116/1992.

Existen también países donde los valores de terceros forman parte del patrimonio de los intermediarios financieros pero los titulares de los valores están protegidos en caso de insolvencia de la entidad mediante el ejercicio de un derecho de separación<sup>79</sup>.

En relación con el ejercicio de los derechos derivados de los valores incluidos en el sistema de anotaciones en cuenta, la circunstancia de que en las funciones de registro estén involucrados (e interconectados informáticamente) el CSD y las entidades participantes facilita notablemente el ejercicio de los derechos económicos por parte de los tenedores de los valores. Basta para ello que el emisor transfiera el importe correspondiente a tales derechos al propio CSD (o a la entidad o entidades financieras participantes en el mismo que se designen a estos efectos), procediéndose a continuación a la canalización de dicho importe hacia las entidades financieras custodias de cada uno de los inversores, los cuales percibirán en sus cuentas bancarias el importe correspondiente a cada uno de ellos sin necesidad de llevar a cabo gestión alguna con el emisor. Por ello, en relación con el caso español, cuyo régimen legal se contiene en el artículo 25 del R.D. 116/1992, se ha dicho que los derechos económicos se ejercitan “*a través*” de las entidades que llevan los registros contables<sup>80</sup> y que en el ejercicio de los derechos económicos no existe una relación directa entre el emisor y el titular de los valores, debiendo contar éste, forzosamente, con la colaboración de los intermediarios financieros<sup>81</sup>.

---

Quizás la intención de los redactores del precepto fue «reforzar» la legitimación de los titulares de los valores para solicitar el traslado de los valores en el caso concreto del concurso de la entidad de llevanza del registro, de forma similar a lo establecido respecto del Banco de España y de la CNMV en los artículos 44 bis.9 y 58.5 LMV, pero tan loable intención no está reñida con las deficiencias técnicas señaladas.

<sup>79</sup> Así está previsto en la Sección 8-503 del *Uniform Commercial Code* norteamericano, tal y como señala LATELLA, Dario, en «El sistema estadounidense de circulación de las investment securities en la disciplina del artículo 8 del Uniform Commercial Code», *RDBB*, nº 94 (2004), págs.43 a 86, en pág.67. De acuerdo con este autor, en el sistema norteamericano los acreedores de la entidad financiera no pueden satisfacerse sobre los instrumentos financieros provenientes de la actividad desarrollada por cuenta de los clientes.

<sup>80</sup> VARA DE PAZ, «La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta», en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid*, nº 2007/12, Junio 2007, disponible en <http://eprints.ucm.es/>, en pág. 9.

<sup>81</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando, en «El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico», *RDBB*, 56 (1994), págs. 825 a 870, en pág. 857.

Por lo que se refiere al ejercicio de los derechos políticos, al menos en la normativa española sobre anotaciones en cuenta no se establece ninguna obligación concreta a cargo de las entidades participantes en IBERCLEAR, puesto que el citado artículo 25 del R.D. 116/1992 se refiere exclusivamente al ejercicio de los derechos económicos de los valores anotados. Sí se puede encontrar una referencia implícita a los derechos políticos en el artículo 18 de dicha norma, reguladora de los *certificados de legitimación*, cuando establece que la transmisión y *el ejercicio de los derechos derivados de los valores anotados en cuenta* o de los derechos reales limitados o gravámenes constituidos sobre los mismos *podrá acreditarse cuando se considere necesario* mediante la exhibición de tales certificados, cuya expedición corresponde a las entidades participantes en IBERCLEAR (artículo 19 R.D. 116/1992).

No obstante, en la práctica de nuestras sociedades cotizadas la utilización de los certificados de legitimación para el ejercicio de los derechos políticos es prácticamente inexistente<sup>82</sup>, habida cuenta de los inconvenientes que se derivan de su expedición, principalmente la inmovilización registral de los valores prevista en el artículo 21 del Real Decreto. En su lugar, el documento utilizado para facilitar la legitimación del accionista a efectos del ejercicio de sus derechos de asistencia y voto en las juntas generales, es la denominada *tarjeta de asistencia* a la que ya aludimos anteriormente, que expiden las entidades participantes o la propia sociedad emisora<sup>83</sup>. En este último caso, la tarjeta se emite en ocasiones con base en los datos contenidos en un fichero creado por el emisor en base a la información recibida de las entidades participantes al

---

<sup>82</sup> La doctrina pronosticó desde la implantación de nuestro sistema de anotaciones en cuenta una escasa utilización de los certificados de legitimación en relación con el ejercicio de los derechos políticos. Así, por todos, SÁNCHEZ CALERO, «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», en VV.AA., *El nuevo mercado de valores, Publicaciones del Real Colegio de España*, Bolonia, 1993, págs. 89 a 110, en págs. 103 y 104.

<sup>83</sup> En relación con las tarjetas de asistencia puede consultarse, entre otros autores, GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco, *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999, en págs. 549 a 553, y en «La legitimación para asistir a la Junta General y su acreditación en el sistema de anotaciones en cuenta», en VV.AA., *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 269 a 282, en págs.280 a 282; y VARA DE PAZ, en «La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta», en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid*, nº 2007/12, Junio 2007, disponible en <http://eprints.ucm.es/>, en págs. 30 a 33.

amparo de lo dispuesto en el artículo 22 del R.D. 116/1992. Dicho fichero carece de la función legitimadora que tienen tanto el libro-registro de acciones nominativas previsto en el artículo 116 LSC, como el registro de anotaciones en cuenta (artículos 11 LMV y 15 del R.D. 116/1992), cuyo contenido prevalece sobre el del citado fichero, pero facilita a la emisora la comprobación de la legitimación para el ejercicio de los derechos de asistencia y voto a la junta general<sup>84</sup>.

Las entidades participantes en IBERCLEAR, por su parte, proceden a la emisión de las tarjetas de asistencia en base a su obligación de administración derivada del artículo 308 del Código de Comercio<sup>85</sup> y de las prácticas mercantiles<sup>86</sup> posteriormente incorporadas a los contratos de custodia y administración de valores<sup>87</sup>, cumpliendo con ello con su

---

<sup>84</sup> En relación con esta clase de ficheros puede consultarse RECALDE CASTELLS, en «Publicidad de los datos personales incluidos en los registros de accionistas», *RdS*, 18 (2002), págs. 77 a 98; y en «Los registros de accionistas creados por las sociedades anónimas cotizadas», en VV.AA., *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, págs. 2897 a 2916.

<sup>85</sup> «Los depositarios de títulos, valores, efectos o documentos que devenguen intereses quedan obligados a realizar el cobro de éstos en las épocas de sus vencimientos, así como también a practicar cuantos actos sean necesarios para que los efectos depositados conserven el valor y los derechos que les correspondan con arreglo a las disposiciones legales».

<sup>86</sup> RODRÍGUEZ MARTÍNEZ considera que las comunicaciones por escrito que las entidades administradoras dirigen a sus clientes para anunciar la convocatoria de juntas generales no tuvieron como fuente ninguna regulación normativa concreta, sino una práctica mercantil, consolidada y aceptada en general sobre el carácter documental de dichas comunicaciones, que permitía exigir a las entidades administradoras el cumplimiento de su obligación de comunicación a través de esta forma (RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel, en *El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta*, Marcial Pons, 2004, pág. 138).

<sup>87</sup> Tras la desincorporación de los títulos-valores, el tradicional contrato de custodia y administración evolucionó hacia su fórmula actual, en la que priman sus aspectos de administración y gestión de los valores sobre los relativos a su custodia. Por ello, el actual contrato de custodia de valores puede entenderse comprendido en lo que DÍEZ PICAZO califica como “negocios de administración”, dirigidos a la conservación y a la defensa de los bienes que forman un patrimonio, así como a la obtención de los rendimientos derivados de los mismos (DÍEZ PICAZO, Luis, en *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, Cívitas, Madrid, 1993, en págs.79 y 80).

Por su parte, TAPIA HERMIDA califica el contrato de custodia y administración de valores como un contrato mixto de depósito y comisión, en el que el elemento de administración sirve para cualificar el depósito como un depósito administrado, sin que pierda el carácter de depósito, al ser la administración de los valores una obligación accesoria respecto a la fundamental de custodia y carecer de autonomía propia (TAPIA HERMIDA, Alberto Javier, en «Los contratos bancarios de depósito, administración, llevanza del registro contable y gestión de valores», en *Contratos bancarios y parabancarios*, Lex Nova, 1998, págs. 1009 a 1059, en pág.1021).

obligación de informar al accionista de la convocatoria de la junta general por parte de la sociedad emisora.

En relación con el ejercicio de los derechos políticos, es importante destacar dos ideas a los efectos del presente trabajo: la primera es que las entidades participantes en IBERCLEAR remiten las tarjetas de asistencia a los accionistas que resultan legitimados con arreglo a sus registros, con independencia de su condición de residentes o no residentes en nuestro país; la segunda idea a tener en cuenta, y aun a riesgo de que se considere que se trata de una obviedad, es la de que la participación de las entidades financieras en la comunicación al accionista de la convocatoria de la junta general no supe las obligaciones a las que venga sujeto el emisor con arreglo a la *lex societatis*, que van mucho más allá de las asumidas por el intermediario financiero frente a su cliente en virtud del contrato de custodia y administración de valores.

### **C) Manifestaciones concretas de la fragmentación regulatoria existente**

#### **a) Diversidad de estructuras en los sistemas de anotaciones en cuenta.- Las titularidades fiduciarias de valores**

El hecho de que los intervinientes habituales en las estructuras de registro de las anotaciones sean los anteriormente citados, no puede llevarnos a concluir que existe una única estructura posible para la organización de los sistemas de anotaciones en cuenta.

Así, en referencia al caso español, ROJO<sup>88</sup> expuso en su día los tres modelos teóricos para la organización de nuestro sistema de anotaciones en cuenta: el de registro único, el de pluralidad de registros y el de sistema mixto o combinado en el que, además de un registro central, existen otros registros conexiónados a él, del que de una u otra forma son complemento o auxiliares. El primero de ellos era considerado por ROJO como el más seguro, máxime cuando, como en el caso de la Deuda del Estado, su llevanza está a

---

<sup>88</sup> ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Ángel, «El sistema español de anotaciones en cuenta», en VVAA Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado, Centro de Formación del Banco de España, Madrid, 1987, págs. 99 y 100.

cargo de un ente público, lo que eliminaba el riesgo de fraude. Sin embargo, su organización y funcionamiento conllevaba un elevado coste, derivado del alto número de titulares de las anotaciones en cuenta, a quienes se debía pagar los intereses de la Deuda anotada, atender su amortización, anotar las transmisiones, prendas, embargos, etc...

Por ello, el sistema finalmente adoptado por el legislador español fue el mixto, en el que, respecto de los valores cotizados, coexisten un registro central, cuya llevanza se asignó al entonces Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, antecesor de la actual IBERCLEAR, y unos registros de detalle a cargo de las entidades participantes en el sistema, conformando así un sistema de *doble escalón*<sup>89</sup> en el que IBERCLEAR mantiene respecto de cada entidad participante, de un lado, el saldo del que es titular en cada momento la propia entidad participante y, de otro, el saldo global de los valores que la entidad participante tiene registrados en sus cuentas a nombre de terceros (sus clientes), con arreglo a lo dispuesto en el artículo 31 del R.D. 116/1992<sup>90</sup>.

En el ámbito internacional, existe una gran heterogeneidad con respecto a los modelos organizativos de llevanza del registro y a la consideración legal de las anotaciones en cuenta, si bien la doctrina<sup>91</sup> ha reconducido las diferencias existentes entre los distintos sistemas a dos grandes modelos de tenencia de los valores anotados:

---

<sup>89</sup> Por el contrario, en el caso de los valores no cotizados el sistema es de *escalón único*, correspondiendo la llevanza del registro a la sociedad o agencia de valores que designe el emisor (artículo 45.1 del R.D. 116/1992).

<sup>90</sup> Esta opción por el sistema de doble escalón no se opone a la unidad del registro contable, conforme señala la Exposición de Motivos del R.D. 116/1992 y su artículo 30.1, que alude a la llevanza “*del registro contable*”, en singular, por parte del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y de las entidades adheridas al mismo.

<sup>91</sup> Se han ocupado de estas cuestiones, entre otros, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco Javier y GÓMEZ-SANCHA, Ignacio, «Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador internacional», *RMV*, 1 (2007), págs. 75 a 129; PAZ-ARES, Cándido y GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco Javier, «Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros», *RDM*, 238 (2000), págs. 1479 a 1517; y ROBLES MARTÍN-LABORDA, Antonio, «Algunas consideraciones sobre la naturaleza jurídica de los valores depositados en un intermediario», *RDBB*, 117 (2010), págs. 9 a 38.

1.- Los denominados sistemas de *tenencia directa*, más propios de países de Derecho civil. Se trata de sistemas de custodia en los que el inversor mantiene una relación directa con el emisor, de tal forma que el intermediario financiero que actúa por cuenta de aquél lo hace como mero depositario o comisionista, sin alterar la relación de *propiedad* que ostenta sobre los valores su legítimo titular y sin interferir en la legitimación de éste frente al emisor. Estos sistemas, en definitiva, intentan aplicar a las anotaciones en cuenta el régimen tradicional de los títulos-valores, “cosificando” aquéllas e intentando que el adquirente de los valores anotados siga recibiendo una protección equivalente a la del adquirente de los títulos-valores<sup>92</sup>.

El régimen legal aplicable en cada país<sup>93</sup> establece las correspondientes reglas de legitimación del titular de los valores frente al emisor, que en el Derecho español vienen determinadas por el contenido del registro de anotaciones en cuenta<sup>94</sup>. En general, es habitual que en los sistemas de tenencia directa el emisor conozca la identidad de los tenedores de los valores, al menos de los nominativos, bien de forma continuada a lo largo del tiempo o en determinados momentos (por ejemplo, con

---

<sup>92</sup> Es la denominada “*equivalencia funcional entre anotaciones y títulos*” sobre la que está basado el sistema español de anotaciones, de acuerdo con nuestra doctrina mayoritaria, pudiéndose citar en este sentido, entre otros, a ROBLES MARTÍN-LABORDA, «Algunas consideraciones ....», págs. 21 y 25; GONZÁLEZ CASTILLA, «Representación de acciones ...», págs. 415 a 424; RECALDE CASTELLS, «En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad», *RDBB*, 50 (1993), págs. 361 a 403, en pág. 381; y SÁNCHEZ ANDRÉS, en «Valores anotados y construcción jurídica ...», págs. 3 a 38, en pág. 7.

<sup>93</sup> Países que han adoptado sistemas de tenencia directa son Grecia, los países escandinavos, China y España.

El hecho de que el sistema español sea de doble escalón no altera su calificación como sistema de tenencia directa, sin perjuicio de que la identidad del inversor sólo aparezca en los registros de detalle de las entidades participantes en IBERCLEAR y de que toda la relación entre el emisor y los inversores se canalice a través de las entidades participantes, características éstas que son más propias, en principio, de los sistemas de custodia indirecta. La razón que justifica esta afirmación es que el registro español, a pesar del doble escalón, es un *registro único*, aunque compartido entre IBERCLEAR y las entidades participantes, y quien aparece en los registros de detalle es considerado legalmente el auténtico accionista y, por lo tanto, mantiene una relación directa frente a la sociedad emisora de las acciones. En este sentido, GARCIMARTÍN ALFÉREZ y GÓMEZ-SANCHA, en «Los valores depositados en un intermediario .....», pág. 88.

<sup>94</sup> En España, los artículos 11 LMV y 15 del R.D. 116/1992 presumen la legitimación del titular registral frente a la entidad emisora para el ejercicio de los derechos derivados de los valores. A su vez, el emisor que realice de buena fe y sin culpa grave la prestación a favor del legitimado, se liberará aunque éste no sea el titular del valor.

ocasión de la celebración de la junta general), lo que facilita la legitimación de los accionistas para el ejercicio de los derechos sociales<sup>95</sup>.

2.- Por el contrario, en los denominados *sistemas de tenencia indirecta*, más propios de regímenes con tradición jurídica de *common law*, los intermediarios se interponen en la relación emisor-inversor, de forma que es el primer intermediario en la cadena (normalmente, un CSD) el único que mantiene dicha relación (y la consiguiente legitimación) frente al emisor, que generalmente ignora la identidad del inversor final. En este modelo, cada participante en la cadena de custodia sólo consta en los registros de su intermediario y sólo con él guarda una relación directa<sup>96</sup>. Por su parte, los inversores son los beneficiarios de los derechos derivados de los valores, pero no son propietarios de los mismos, manteniendo una legitimación limitada frente a su intermediario en base a la relación contractual que les vincula<sup>97</sup>. El contenido y efectos de dicha relación vendrán determinados por la normativa y los pactos que resulten aplicables<sup>98</sup>.

---

<sup>95</sup> En el caso español, es sobradamente conocido que el régimen de comunicación de titularidades regulado en el artículo 22 del R.D. 116/1992 ha sido objeto de innumerables críticas doctrinales, al establecer restricciones que van más allá de lo previsto en la Disposición Adicional 1ª, apartado 6º, LSA. El contenido de dicha Disposición Adicional pasó a constituir el artículo 497 LSC, habiéndose modificado su redacción por Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, de forma que en la actualidad se reconoce expresamente el derecho del emisor a solicitar de las entidades encargadas de la llevanza de los registros, “*en cualquier momento que lo solicite y con independencia de que sus acciones tengan o no que ser nominativas por disposición legal, los datos necesarios para la identificación de los accionistas, incluidas las direcciones y medios de contacto de que dispongan, para permitir la comunicación con aquéllos*”. El párrafo final del artículo 497 alude a un posterior desarrollo reglamentario para concretar los aspectos técnicos y formales necesarios para el ejercicio de este derecho por parte de la sociedad emisora. Si bien hasta la fecha no se ha llevado a cabo dicho desarrollo reglamentario, que entendemos pasaría por la modificación del artículo 22 del R.D. 116/1992, IBERCLEAR viene atendiendo ya las solicitudes que las entidades emisoras realizan al amparo de la nueva redacción del artículo 497 LSC.

<sup>96</sup> PAZ-ARES y GARCIMARTÍN ALFÉREZ, en «Conflictos de leyes y garantías ...», pág. 1487.

<sup>97</sup> En los sistemas de tenencia indirecta se producen unos mayores *riesgos de custodia*, pues cada intermediario en la cadena, así como el inversor final, asumen los riesgos de incumplimiento de los intermediarios anteriores, además del riesgo de incumplimiento del emisor. Estos riesgos aumentan en la medida en que se incrementa el número de intervinientes en la cadena.

<sup>98</sup> Se citan habitualmente como referencias de los sistemas de tenencia indirecta a Estados Unidos y Reino Unido.

En el primero de dichos países, el sistema de tenencia indirecta está regulado en el artículo 8 del *Uniform Commercial Code*, de acuerdo con el cual el inversor no adquiere el propio valor sino un activo financiero

En los sistemas de tenencia indirecta, las anotaciones en cuenta suelen tener como base la emisión de *títulos-valores inmovilizados*, a los que hemos hecho ya algunas referencias anteriormente. Las principales consecuencias que produce dicha inmovilización del título-valor son las siguientes: (i) el inversor no adquiere la propiedad de los valores sino que deviene titular de una cuenta, adquiriendo determinados derechos sobre unos valores fungibles; (b) en consecuencia, los derechos del inversor dimanar de la cuenta con el intermediario y no de los valores en sí mismos; y (iii) la situación física de los títulos-valores resulta irrelevante a efectos de las operaciones a realizar sobre las anotaciones en cuenta (transmisiones, constitución de garantías reales, etc...) <sup>99</sup>.

Los sistemas de tenencia indirecta son una evolución natural de los de tenencia directa, ante la inadecuación de éstos para atender las necesidades derivadas de la inversión transfronteriza en valores. Surgieron como *práctica de mercado*, con el objeto de evitar que el inversor no residente debiera establecer una relación de clientela, generalmente de custodia de valores, con una entidad financiera extranjera con la que el inversor no tenía (ni quería tener) vinculación contractual. Con el paso del tiempo las estructuras de custodia indirecta se fueron haciendo más complejas, dando lugar a los denominados *sistemas multinivel o piramidales*, en los que existen más de dos niveles o eslabones en la cadena, cada uno de los cuales se corresponde normalmente con un Estado, lo que da lugar a conflictos sobre la ley aplicable.

---

denominado *securities entitlement* que le confiere un haz de derechos tanto de propiedad sobre el valor como de crédito frente al intermediario. Así, se establece expresamente que sobre los valores custodiados por cuenta de los clientes el intermediario no adquiere ningún derecho de naturaleza real y que los acreedores del intermediario no pueden satisfacerse con cargo a los mismos.

En relación con el sistema norteamericano de tenencia indirecta puede consultarse LATELLA, en «El sistema estadounidense ....», *RDBB*, nº 94 (2004), págs.43 a 86.

Por lo que respecta al Reino Unido, y de acuerdo con la explicación de ROBLES MARTÍN-LABORDA, («Algunas consideraciones ....», pág. 20), su sistema de tenencia indirecta se basa en la institución del *trust*, actuando como *trustees* el CSD y los intermediarios en la cadena de custodia, cada uno de ellos en beneficio del siguiente interviniente, hasta llegar al inversor final que es el beneficiario último de los derechos derivados de los valores.

<sup>99</sup> Así, GOODE, Roy, en «The nature and transfer of rights in dematerialised and immobilised securities», en *Journal of International Banking and Financial Law*, nº 4 (1996), págs. 167 a 176, en pág. 168.

En cualquier caso, no debemos considerar que los sistemas de tenencia directa e indirecta sean compartimentos estancos o que resulten incompatibles entre sí, pues es posible que tras el titular registrado en un sistema de tenencia directa existan otros eslabones hasta llegar al inversor final, de forma que, en la práctica, la originaria tenencia directa haya devenido en indirecta. A este fenómeno se refiere GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, al afirmar que la tenencia directa se convierte necesariamente en indirecta desde el momento en que la legislación del foro no reconoce efectos jurídicos a los terceros y subsiguientes eslabones de la cadena<sup>100</sup>. Así sucede en nuestro país cuando los valores inicialmente registrados en IBERCLEAR “salen” de España para ser objeto de custodia en el extranjero, pues ello no altera la regla de legitimación prevista en los artículos 11 LMV y 15 del R.D. 116/1992 y, por lo tanto, en estos casos el inversor final carece de legitimación registral<sup>101</sup>. Y otro tanto puede suceder cuando los valores “entran” en España procedentes del extranjero al haber sido adquiridos por un inversor español, si bien en este caso habrá de estarse, en cuanto al reconocimiento de la legitimación de este último, a lo que disponga la normativa de emisión de dichos valores<sup>102</sup>.

---

<sup>100</sup> GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, «Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro, compensación y liquidación de valores», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 17 (2006), págs. 139 a 162, en pág. 146.

<sup>101</sup> En opinión de GARCIMARTÍN ALFÉREZ y GÓMEZ-SANCHA («Los valores depositados en un intermediario .....», pág.82), España estaría entre los países que reaccionan de forma «pasiva» ante la realidad de nuevos eslabones indirectos a partir del titular registral directo, al haber rehusado reconocer legalmente esta realidad y, con ello, negar aparentemente eficacia jurídica a las tenencias exteriores al sistema directo.

A nuestro juicio, esta actitud pasiva del legislador español resulta un tanto incongruente con la posibilidad prevista en el artículo 66.4 del R.D. 116/1992 de realizar transferencias transfronterizas de valores anotados en cuenta bajo el sistema español, a la que haremos referencia seguidamente, y con lo dispuesto, entre otros casos, en nuestra normativa de Instituciones de Inversión Colectiva, que contempla la posibilidad de que el Depositario de las mismas confíen la custodia de los activos de la Institución a un tercero situado en el extranjero (artículos 62.2 de la Ley 35/2003 y 127.2 del Real Decreto 1082/2012).

<sup>102</sup> En la práctica, existen dos procedimientos para realizar la transferencia transfronteriza de valores anotados en cuenta con arreglo a la ley española. El primero consiste en la apertura en los registros de una entidad participante en IBERCLEAR de una cuenta de valores a nombre de un intermediario financiero, normalmente extranjero, que actúa a su vez por cuenta de sus clientes no residentes en España. Se trata, por lo tanto, de un procedimiento que únicamente requiere del acuerdo entre los dos intermediarios financieros para su implantación, sin necesidad de que intervengan los CSD de cada uno de los países en los que operan las respectivas entidades financieras.

Por otra parte, tanto en los sistemas de tenencia directa como en los de tenencia indirecta se producen inevitablemente *titularidades fiduciarias* en relación con la custodia de los valores, aunque ello sea más frecuente en los sistemas de tenencia indirecta<sup>103</sup>.

Como en cualquier otra relación fiduciaria, en las cuentas de valores utilizadas en la custodia transfronteriza coexisten, por un lado, un titular aparente (el intermediario financiero) y, por otro, uno o varios titulares económicos o beneficiarios finales (el siguiente intermediario en la cadena de custodia o los inversores finales), por cuya cuenta actúa el titular aparente. En función del número de beneficiarios finales que

---

Aunque sin duda éste es el principal procedimiento utilizado en la práctica, es importante señalar que nuestro Derecho positivo no regula la naturaleza y los derechos de un titular de valores anotados en un intermediario de nuestro país al margen de los registros establecidos en el R.D. 116/1992, como sería el caso de las anotaciones que “ingresasen” en la cuenta de valores de un inversor mediante este primer procedimiento. Dichas anotaciones, además, al no ajustarse a las disposiciones del R.D. 116/1992 no podrían en puridad denominarse, a efectos de nuestra legislación nacional, «anotaciones en cuenta», como consecuencia de la reserva de denominación establecida en el artículo 5 del R.D. 116/1992.

Por el contrario, la segunda posibilidad sí requiere la colaboración de los CSD. Nos referimos al sistema previsto en el artículo 66.4 del R.D. 116/1992, en cuya virtud IBERCLEAR puede proceder a la apertura de cuentas de valores en otros CSD y, a través de ello, posibilitar la entrada de valores extranjeros en nuestro país. Si dichos valores extranjeros van a ser objeto de negociación en las Bolsas de Valores españolas, debe tenerse en cuenta lo dispuesto en el artículo 35 del propio R.D. 116/1992, que establece la aplicación a aquéllos del mismo sistema de registro de los valores cotizados españoles, si bien, señala el precepto, ello no determinará, en relación con los valores extranjeros, «..... *cambio en su sistema de representación y, por consiguiente, con independencia de que los mismos permanezcan incorporados a títulos o desmaterializados de acuerdo con la legislación de origen respectiva*». A pesar de la dicción literal del precepto, en la práctica se aplica el mismo sistema de registro a los valores extranjeros no cotizados en España que ingresen a través de este procedimiento de enlace entre distintos CSD.

El desarrollo de los aspectos técnicos y operativos del procedimiento previsto en el artículo 66.4 del R.D. 116/1992 se contiene en las Circulares 5/1999 y 4/2010, así como en la Instrucción 4/2011, todas ellas de IBERCLEAR. Haciendo uso de este procedimiento, actualmente existen acuerdos entre IBERCLEAR y algunos CSD de diversos países (Holanda, Francia, Italia, Alemania, Austria, Brasil y Argentina), con mayor o menor alcance en cuanto a la clase de valores a los que resulta de aplicación este sistema. En algunos de estos casos, las operaciones se canalizan a través de la plataforma *Link Up Markets*, en la que participan IBERCLEAR y los CSD de algunos de los citados países.

<sup>103</sup> En los países que tienen adoptados sistemas de tenencia indirecta, situados en el entorno del *common law*, existe una regulación más exhaustiva de estas estructuras fiduciarias que en los países de cultura jurídica continental, tanto por la tradición histórica existente en aquéllos (la figura del *trust*, por ejemplo, en Reino Unido) como por haber incluido estas estructuras en la regulación del propio sistema de custodia indirecta (es el caso del Derecho norteamericano).

existan en cada una de las cuentas de valores que se suceden a lo largo de la cadena de custodia, en la práctica financiera se habla de «*cuentas segregadas o individuales*», cuando existe sólo uno, o de «*cuentas globales, ómnibus o combinadas*» si existe una pluralidad de ellos.

Al analizar el artículo 13 de la Directiva haremos referencia a la eficacia de estas estructuras fiduciarias desde la perspectiva de nuestro Derecho de sociedades y, en concreto, respecto de la legitimación para el ejercicio de los derechos de socio. En este momento, corresponde analizar si nuestro Derecho del mercado de valores otorga eficacia a estas estructuras fiduciarias y, en su caso, cuál es la regulación aplicable a las mismas. A estos efectos, por simplificar el análisis, nos vamos a centrar en las cuentas globales, puesto que la existencia de una pluralidad de beneficiarios finales «detrás» del intermediario financiero que actúa como titular aparente les confiere algunas dificultades adicionales respecto de las cuentas segregadas que inciden en el voto transfronterizo objeto de nuestro Trabajo<sup>104</sup>.

---

<sup>104</sup> La doctrina cita como ventajas principales de la utilización de cuentas globales las siguientes: (i) permiten la existencia de un único interlocutor, que actúa por cuenta de un colectivo, en las relaciones entre los intermediarios financieros que intervienen en la cadena de custodia; (ii) agilizan el buen funcionamiento de los sistemas de pagos y de liquidación y compensación de valores, reduciendo las cargas derivadas de la post-contratación de las operaciones; (iii) evitan que cada uno de los intermediarios revele la identidad de sus clientes a los demás intermediarios de la cadena, lo cual es muy importante desde el punto de vista comercial; (iv) facilitan la internalización de operaciones entre clientes de una misma entidad, sin necesidad de efectuar el registro de las mismas en otros eslabones de la cadena de custodia; y (v) evitan mayores costes de mantenimiento de las cuentas de valores, al agrupar en una única cuenta los correspondientes a diversos clientes. En algunos casos, incluso, la utilización de cuentas globales viene exigida por la normativa local de algunos mercados, con la finalidad de no multiplicar las operaciones de liquidación.

Sin embargo, no todo son ventajas, pues también existen algunos aspectos negativos en la utilización de las cuentas globales. Así, los reguladores critican la posibilidad de que sean instrumentos al servicio de la opacidad, impidiendo identificar adecuadamente al titular final de los valores, a efectos fiscales, regulatorios y fiscales. También pueden utilizarse para sustraer operaciones de los mercados regulados, al poderse ejecutar éstas dentro del ámbito de un mismo intermediario financiero y, por tanto, sin cumplir las obligaciones de transparencia exigibles en los mercados organizados.

Entre los autores españoles que han estudiado con detenimiento las cuentas globales puede citarse a DIAZ RUIZ, Emilio, «El depósito de valores y otros instrumentos financieros de las IIC en cuentas ómnibus», *Noticias de la Unión Europea*, 283 (2008), págs. 3 a 14; y SANTILLÁN FRAILE, Ignacio, «Cuentas ómnibus y .....».

En nuestra normativa del mercado de valores, las cuentas globales no son objeto de definición ni de una regulación sistemática. Como hemos señalado anteriormente, el sistema español de tenencia de valores es directo y presume que el titular registral de las anotaciones en cuenta es su propietario, legitimando a éste para el ejercicio de los derechos derivados de los valores (artículo 11 LMV). No se contempla en ningún momento por parte de nuestra normativa en materia de registro de valores que la actuación del titular registral sea por cuenta ajena.

Sin embargo, nuestro Derecho del mercado de valores sí ha regulado algunos aspectos concretos relacionados con la utilización de cuentas globales, con lo que asume expresamente su utilización generalizada en la custodia internacional de valores y, en relación con esta clase de cuentas, establece algunas reglas exigibles en nuestro país. En general, se trata de normas dirigidas a proteger al inversor desde distintos puntos de vista: (i) impidiendo la utilización indebida por parte de las entidades de los valores propiedad de los clientes, así como la confusión de los valores de las entidades con los de los clientes e, incluso, los de éstos entre sí; (ii) facultando a las autoridades supervisoras para instar el traslado de los valores a otra entidad en el caso de que se declare el concurso del intermediario; y (iii) estableciendo obligaciones de información al inversor con objeto de que preste su consentimiento debidamente informado al depósito de sus valores en un tercero distinto de su propio intermediario<sup>105</sup>.

---

<sup>105</sup> Al margen de otras normas de rango menor, podemos señalar, en relación con el traslado de los valores en caso de concurso de las entidades intermediarias, los ya citados artículos 12 bis, 44 bis.9, 58.5 y 70 ter.1 f) LMV.

A la separación exigida entre los valores propios de las entidades y los de clientes hacen referencia el propio artículo 70 ter.1 f) LMV y los artículos 39 a 43 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, de régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y demás entidades que prestan servicios de inversión. En particular, el citado artículo 70 ter.1 f), al prever el traslado de los valores a otra entidad habilitada, a requerimiento de la CNMV, en el caso de que se declare el concurso de una entidad depositaria de valores, dispone de forma expresa que dicho traslado se deberá llevar a cabo «... *incluso si tales activos se encuentran depositados en terceras entidades a nombre de la entidad que preste el servicio de depósito*».

Por último, los artículos 39 a 43 del Real Decreto 217/2008 establecen determinadas normas de protección de los activos de los clientes que incluyen referencias a la apertura de cuentas de valores en otras entidades; y el artículo 65 del mismo Real Decreto regula la información que se debe facilitar a los clientes minoristas en relación con el depósito de los valores en un tercero, admitiendo expresamente el

Recapitulando lo ya dicho en relación con los diferentes sistemas de tenencia de valores, podemos concluir que en el ámbito de la negociación transfronteriza de valores tanto los sistemas de tenencia directa como los de tenencia indirecta plantean riesgos legales que el Derecho del mercado de valores de cada jurisdicción ha intentado mitigar mediante medidas legales dirigidas básicamente a la protección del inversor. El principal problema estriba ahora en la falta de armonización de tales regulaciones locales.

Por lo que se refiere al Derecho de sociedades, es evidente que los sistemas de tenencia directa facilitan el ejercicio de los derechos del accionista, al mantener éste su relación con el emisor, siempre, claro está, que el accionista registrado en dichos sistema coincida con el inversor final, pues hemos visto que un sistema de tenencia directa puede derivar hacia otro de custodia indirecta, en cuyo caso se plantearán los problemas de legitimación del accionista típicos de los sistemas indirectos.

En consecuencia, los sistemas de tenencia indirecta, bien original o sobrevenida, constituyen el *caldo de cultivo natural* del voto transfronterizo y, por lo tanto, el objetivo al que se dirige el artículo 13 de la Directiva.

#### **b) Los intentos de armonización internacional del régimen aplicable a las anotaciones en cuenta**

Ante la gran fragmentación regulatoria existente en relación con la naturaleza jurídica y los efectos legales de las anotaciones en cuenta, han sido varios los intentos de armonización internacional que se han llevado a cabo hasta la fecha, algunos de ellos dentro de la Unión Europea y otros con un ámbito más amplio<sup>106</sup>. Todas estas iniciativas

---

caso de que dicho depósito se realice, en el caso de valores extranjeros, mediante la utilización de cuentas globales de terceros.

<sup>106</sup> La apelación a la necesaria armonización de los derechos y obligaciones de los titulares de cuentas de valores y de los intermediarios financieros en los distintos sistemas de tenencia de valores se ha venido haciendo de forma reiterada tanto desde la perspectiva específica de la compensación y liquidación de valores (Informes Giovannini y Legal Certainty Group) como desde el ámbito del propio Derecho de sociedades (Segundo Informe Winter), en este último caso para asegurar que los titulares de las cuentas de valores puedan ejercitar de forma efectiva sus derechos de voto.

han ido dirigidas a dotar de certeza jurídica el régimen legal aplicable a la tenencia de los valores anotados en cuenta<sup>107</sup>.

Por orden cronológico, el primer intento de armonización internacional fue el *Convenio de La Haya sobre ley aplicable a ciertos derechos sobre valores mantenidos a través de intermediarios*, de 13 de diciembre de 2002<sup>108</sup>.

Como resulta de su propio título, la finalidad del Convenio es regular los potenciales conflictos de normas que se pueden producir en relación con la determinación de la ley que rige los derechos de un titular de valores cuando éstos se mantienen en una cuenta abierta en un intermediario financiero. En concreto, el Convenio establece cuál es la ley aplicable a la naturaleza de los derechos que tiene el titular de una cuenta de valores (si se trata de derechos reales o meramente personales) y a la constitución de derechos reales sobre los valores incluidos en la cuenta<sup>109</sup>.

---

<sup>107</sup> A juicio de SÁNCHEZ ANDRÉS («Valores anotados y construcción ...», pág. 37), hasta ahora, la idea que está prevaleciendo en el tráfico internacional es diferenciar en el tratamiento de los distintos aspectos legales derivadas de las anotaciones en cuenta, de tal manera que el contenido de los derechos derivados del valor se rige por la *lex societatis*, su transmisión por la *lex contractus* y la constitución de derechos reales por la *lex rei sitae*, entendiéndose por esta última la del lugar donde radica el intermediario que mantiene la cuenta de valores. Se trata de soluciones prácticas, dice este autor, pero no definitivas, pues «los problemas subsistirán mientras no se armonice de verdad el régimen sustantivo de las instituciones».

<sup>108</sup> En realidad, la citada fecha es la de la aprobación por unanimidad del borrador del Convenio en la XIX Sesión Diplomática de la Conferencia de La Haya sobre Derecho Internacional Privado. La firma del Convenio se llevó a cabo por parte de Estados Unidos y de Suiza el 5 de julio de 2006, estando prevista su entrada en vigor a los tres meses desde la ratificación por tres Estados miembros de la Conferencia. Hasta la fecha, sólo han ratificado el Convenio Suiza e Islas Mauricio.

<sup>109</sup> La solución a adoptar por el Convenio inicialmente era la conocida como PRIMA (*Place of the Relevant Intermediary Approach*), es decir, la que tomaba como referencia a efectos de la determinación de la ley aplicable el lugar en el que se encuentra el intermediario que mantiene la cuenta de valores, criterio éste que coincide con el aplicado por las Directivas de Firmeza en los Pagos y de Garantías Financieras y que viene a suponer una traslación a las anotaciones en cuenta del criterio tradicional de la *lex rei sitae* (artículo 10.1 Código Civil) aplicable a los títulos-valores. Sin embargo, en la fase final de negociación del Convenio se produjo un cambio de criterio, adoptándose finalmente el que proponían los representantes de Estados Unidos y otros países anglosajones. Así, la ley aplicable a los aspectos jurídico-reales será, en primer lugar, la elegida por las partes del contrato de cuenta de valores, pero para ello se exige que en el país de que se trate el intermediario tenga una sucursal habilitada para la llevanza de cuentas de valores. De no ser así, se considerará como ley aplicable la del país donde se encuentre la sucursal donde se ha formalizado el contrato de cuenta de valores y, subsidiariamente, la ley del país de constitución del intermediario.

Por el contrario, el Convenio no determina la ley aplicable a las relaciones contractuales entre el cliente y el intermediario financiero, que se regirán en su caso por el Convenio de Roma; ni entre el titular de los valores y el emisor, materia ésta a la que se aplicará la *lex societatis*.

Aunque inicialmente la Comisión Europea propuso la ratificación del Convenio<sup>110</sup>, los países de tradición civilista dentro de la Unión Europea y el Banco Central Europeo pusieron de manifiesto los posibles efectos negativos derivados del Convenio<sup>111</sup>, lo que ha provocado que, a fecha de hoy, aún no se haya producido la ratificación del Convenio por parte de los países de la Unión Europea. La idea que subyace en la oposición a la ratificación en el ámbito europeo es la de que la determinación de la ley aplicable a las cuestiones jurídico-reales debe quedar fuera del ámbito de la autonomía de la voluntad por afectar a terceros, lo que se opone abiertamente a la solución adoptada por el Convenio. Otro motivo que se ha alegado para oponerse a la ratificación del Convenio es la de que previamente se debía conseguir implantar un régimen sustantivo uniforme en materia de tenencia de valores.

La segunda iniciativa armonizadora a nivel internacional es el *Convenio de Ginebra sobre normas sustantivas aplicables a los valores mantenidos por intermediarios*, aprobado finalmente el 9 de octubre de 2009 tras los trabajos desarrollados por el Instituto Internacional para la Unificación del Derecho Privado (“UNIDROIT”)<sup>112</sup>.

---

Esta norma de conflicto beneficia a las entidades depositarias que dispongan de sucursal en aquellos Estados cuya normativa sustantiva sobre valores anotados sea más atractiva para los grandes intermediarios de valores, lo que supone introducir en la tenencia transfronteriza de valores un componente de “arbitraje regulatorio” entre Estados.

<sup>110</sup> *Proposal for a Council Decision concerning the signing of the Hague Convention on the Law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary*, de 15 de diciembre de 2003 [COM (2003) 783 FINAL].

<sup>111</sup> Entre otras cuestiones, su ratificación exigiría la previa modificación de las citadas Directivas de Firmeza en los Pagos y de Garantías Financieras, lo que conllevaría cambios transcendentales en los procesos de post-contratación de las operaciones sobre valores dentro de la Unión Europea.

<sup>112</sup> El Convenio fue suscrito únicamente por Bangladesh, estando prevista su entrada en vigor «*el primer día del mes siguiente a la expiración de un periodo de seis meses a contar desde la fecha de depósito del tercer instrumento de ratificación, aceptación, aprobación o adhesión, entre los Estados que hayan depositado los mencionados instrumentos*» (artículo 42).

Frente al Convenio de La Haya, que se centró en los aspectos conflictuales, el Convenio de Ginebra trató de unificar las reglas sustantivas aplicables a los valores mantenidos por intermediarios, centrándose en las relaciones entre el intermediario y el titular de la cuenta de valores. Quedaron fuera del ámbito del Convenio los aspectos relativos a la relación entre el emisor y el inversor (artículo 8).

Las grandes diferencias existentes entre los distintos países en relación con el derecho material aplicable a los valores anotados en cuenta hacían muy difícil alcanzar una solución aceptable para todos, razón ésta por la que los trabajos preparatorios del Convenio se dilataron durante más de siete años. Finalmente, el Convenio introdujo un nuevo concepto, el de *valor intermediado*, claramente vinculado a los sistemas de tenencia indirecta, pues el Convenio deja clara la separación existente entre la propiedad del valor y los derechos que el titular de la cuenta de valores adquiere como consecuencia del abono de las anotaciones realizado en dicha cuenta. En este sentido, el Convenio trata de asegurar que la tenencia indirecta de los valores no disminuye o perjudica la posición del inversor, que podrá ejercitar los derechos derivados de las acciones al menos a través del intermediario que mantiene las acciones por su cuenta<sup>113</sup>.

Hasta la fecha, ningún Estado ha ratificado el Convenio, habida cuenta de que su redacción implicaría importantes modificaciones en la regulación del derecho de propiedad de números Estados, principalmente los de Derecho civil<sup>114</sup>.

Por último, debemos hacer referencia a un proyecto comunitario dirigido a armonizar algunos aspectos del régimen legal de los valores anotados en cuenta, surgido en el marco de trabajos realizados en relación con los procesos de post-contratación, a los que ya nos referimos anteriormente en este Trabajo<sup>115</sup>. La denominación del proyecto ha ido

---

<sup>113</sup> GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, en «Indirect holdings of securities and exercise of shareholder rights (a Spanish perspective)», en *Capital Markets Law Journal*, Vol. 3, nº 1 (2008), págs. 32 a 57, en pág. 56.

<sup>114</sup> Adicionalmente, se alega en defensa de la no ratificación del Convenio de Ginebra que éste es poco exhaustivo en relación con cuestiones de gran importancia como la validez y nulidad de las anotaciones efectuadas en las cuentas de valores o la responsabilidad de los intermediarios.

<sup>115</sup> En concreto, los Informes Giovannini I y II, la “Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo. Compensación y liquidación en la Unión Europea – El camino a seguir”, de 28 de abril de 2004 y los informes elaborados por los expertos integrados en el Legal Certainty Group.

variando en el tiempo desde que se produjo su arranque 2009, siendo la utilizada en este momento la de *Securities Law Legislation*<sup>116</sup>.

En un primer momento, el objetivo de esta futura regulación era armonizar el régimen sustantivo de las anotaciones en cuenta y las funciones de los CSD dentro de la Unión Europea. Sin embargo, este último aspecto se desgajó del proyecto, habiéndose incorporado al borrador de Reglamento sobre Depositarios Centrales ya mencionado.

En estos momentos no existe un texto de esta futura normativa sobre el que se puedan hacer comentarios, pero por los documentos que se tuvieron en cuenta en fases anteriores del proyecto se cree que el objetivo principal de la norma podría ser la regulación del ejercicio de los derechos de los inversores frente a su intermediario, frente al emisor y frente a terceros. Es previsible que el legislador comunitario adopte un criterio *funcional* a la hora de regular la tenencia de valores anotados en cuenta, con independencia de cuál sea el sistema de propiedad aplicable en cada Estado miembro.

#### **IV. LA REGULACIÓN DEL VOTO TRANSFRONTERIZO**

##### **1. Principales problemas a los que se enfrenta el voto transfronterizo**

Antes de exponer cuál ha sido la evolución normativa en esta materia, tanto en España como en la Unión Europea, debemos hacer una referencia a cuáles son los principales problemas implícitos en el voto transfronterizo y que, por tanto, deberían abordarse en una adecuada regulación de dicho fenómeno.

YANES YANES<sup>117</sup> agrupa los problemas del voto transfronterizo en dos grandes bloques: (i) problemas transaccionales y (ii) problemas normativos. Los primeros

---

<sup>116</sup> Así, en un primer momento se habló de *Legislation on legal certainty of securities holding and dispositions*, para posteriormente referirse a *Securities Law Directive*. Al haberse cuestionado en los últimos tiempos si el instrumento normativo más adecuado debía ser el de Directiva, se ha sustituido la referencia a dicho tipo de norma comunitaria por un sustantivo más neutral como el de *Legislation*.

derivan de la complejidad estructural de las transacciones transfronterizas sobre los valores, a los que hemos hecho referencia en páginas anteriores y, en concreto, de la ruptura de la relación emisor-inversor<sup>118</sup> como consecuencia de la interposición entre ambos de distintos intermediarios y de la existencia de titularidades fiduciarias a lo largo de la cadena de intermediación. Los problemas normativos son, precisamente, consecuencia de aquéllos y derivan de la fragmentación normativa ya comentada a lo largo de este trabajo en relación con las cadenas de intermediarios, lo que a juicio de YANES YANES genera el denominado *dobles síndrome de la ley imprevisible y de la multiplicidad distributiva*<sup>119</sup>.

Adicionalmente, señala este mismo autor<sup>120</sup> algunos obstáculos concretos que desincentivan el voto transfronterizo y que deberían ser removidos por parte del legislador: (i) los denominados *problemas de oportunidad*, derivados de las dificultades que encuentra el accionista transfronterizo para poder ejercitar su derecho de voto dentro de los plazos establecidos por las legislaciones societarias en relación con la celebración de la junta general (plazo que debe mediar entre el anuncio de la convocatoria de la junta y su celebración, etc...); (ii) *problemas de obstrucción*, como los derivados del bloqueo previo de las acciones como requisito para participar en la junta, de la necesidad de que el accionista deba firmar de forma manuscrita algunos documentos, de la existencia de restricciones o limitaciones en relación con los apoderamientos o delegaciones de asistencia a la junta, etc...; (iii) *problemas de información*, relacionados con la insuficiencia de los materiales suministrados o puestos

---

<sup>117</sup> YANES YANES, Pedro, «El voto transfronterizo. Problemas y orientaciones político-legislativas en la Unión Europea», en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, Tomo I, págs. 463 y ss.

<sup>118</sup> Esta ruptura es calificada por MARTÍNEZ ROSADO como “el problema de los problemas” en esta materia (MARTÍNEZ ROSADO, Javier, en «La propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo (presentada por la Comisión el 5 de enero de 2006) sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE», *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid*, nº 2008/16, Enero 2008, pág. 6, disponible en <http://eprints.ucm.es/>).

<sup>119</sup> YANES YANES, «El voto transfronterizo ...», pág. 475, que cita a su vez, como doctrina especializada, a CALVO CARAVACA y CARRASCOSA GONZÁLEZ.

<sup>120</sup> YANES YANES, «El voto transfronterizo ...», pág. 476.

a disposición de los accionistas, diferimiento en su obtención hasta que el intermediario conozca la intención expresa de votar por parte del inversor, etc...; y (iv) *problemas de ejecución*, que guardan relación con los requerimientos de quórum, con los sistemas de votación presencial (por ejemplo, a mano alzada), con las dificultades para que el inversor reciba confirmación de que el voto se ha ejercitado según sus instrucciones, con las incidencias que pueden surgir en relación con las operaciones efectuadas en relación con las acciones que puedan cuestionar a qué sujeto se le debería atribuir el derecho de voto a una determinada fecha, etc...

Al margen de los citados problemas, a nuestro juicio existen dos factores que, aunque no sean de índole estrictamente legal, dificultan gravemente el ejercicio del voto transfronterizo y se encuentran, además, en la raíz de su deficiente regulación legal y escasa aplicación práctica: (i) su elevado coste económico tanto en términos materiales (documentación, comunicaciones, etc ...) como personales (personal involucrado en la gestión del voto por parte del emisor, de los intermediarios financieros, del propio inversor final, etc...); y (ii) la mentalidad del accionista-inversor, que no adopta una actitud exigente en relación con el ejercicio de su derecho de voto<sup>121</sup>.

Si a la combinación de dichos factores le añadimos la existencia de empresas especializadas en la prestación de servicios de identificación y localización de accionistas a través de las cadenas de custodia, de gestión de delegaciones de voto y de otros servicios relacionados con las juntas generales, que satisfacen las necesidades de emisores e inversores institucionales en esta materia, la realidad es que la modificación

---

<sup>121</sup> De hecho, ya antes de la promulgación de la Directiva los únicos accionistas transfronterizos que, en la práctica, ejercitaban su derecho de voto en las juntas generales de nuestras sociedades cotizadas eran los que se sentían obligados, de una u otra manera, a votar en la junta y, por ello, estaban dispuestos a asumir dichos costes. Básicamente se trataba de: (i) titulares de participaciones de control o significativas en el capital de la sociedad cotizada; y (ii) accionistas institucionales, si bien estos últimos hacían uso del derecho de voto en menor medida que los primeros.

Los accionistas de control o significativos votaban por una clara motivación económica (defender sus intereses en la sociedad), mientras que los institucionales lo hacían, normalmente, sólo en cumplimiento de alguna obligación legal o reputacional a la que vinieran sujetos, pues es sobradamente conocido que los inversores institucionales (salvo excepciones) suelen padecer también la *apatía racional* del accionista-inversor ya comentada anteriormente.

del *status quo* del voto transfronterizo no es una necesidad sentida de forma inquietante por las partes involucradas en el mismo.

## **2. Ausencia de marco normativo anterior a la Directiva**

A pesar de la importancia creciente en términos económicos de la inversión por parte de no residentes, el voto transfronterizo no ha sido objeto de atención especial por parte de la doctrina ni de las autoridades nacionales y comunitarias hasta tiempos recientes. Los desarrollos normativos alcanzados hasta la fecha han de situarse dentro de los esfuerzos por reforzar los derechos de los accionistas de las sociedades cotizadas y, en definitiva, del movimiento a favor de la revitalización de la junta general a que hicimos referencia anteriormente.

### **A) Derecho español**

En España, la preocupación por el voto transfronterizo ha surgido muy recientemente, de la mano de la influencia comunitaria. De hecho, nuestra normativa societaria no ha dedicado ninguna disposición específica a regular el ejercicio del derecho de voto por parte del accionista transfronterizo<sup>122</sup>.

Es necesario acudir a normas específicas aplicables a determinados inversores institucionales<sup>123</sup> para encontrar alguna referencia al voto transfronterizo, aunque ésta sea *a sensu contrario* y en sentido negativo.

---

<sup>122</sup> Al hacer esta afirmación estamos asumiendo ya la realidad de que, en su redacción actual, el artículo 524 LSC no puede considerarse como una norma reguladora en nuestro país del voto transfronterizo (entendido éste de acuerdo con la definición apuntada en este Trabajo), por los motivos que analizaremos más adelante.

<sup>123</sup> A falta de una definición legal de inversor institucional, se suele reconocer como tales a algunas *entidades de carácter financiero que gestionan profesionalmente las inversiones de terceros, normalmente, aunque no siempre sea así, pequeños inversores*. Los casos típicos de inversores institucionales son las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones, considerando también algunos autores como inversores institucionales a las Entidades de Crédito y a las Aseguradoras.

En relación con el ejercicio de los derechos políticos por parte de los inversores institucionales, puede consultarse DIAZ RUIZ, «Los inversores institucionales y el buen gobierno corporativo», *RDM*, 263

Nos referimos en concreto a lo dispuesto en el artículo 46.1, apartado d) de la Ley 35/2003 y en el artículo 115.1, apartado i) del reciente Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprobó el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, que establecen la obligación de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en los fondos gestionados por aquélla, incluido el derecho de asistencia y voto en las juntas generales, siempre que el emisor sea una sociedad española, que la participación de los fondos gestionados por la Sociedad Gestora en dicha sociedad tenga una antigüedad superior a doce meses y que dicha participación represente, al menos, el 1% del capital de la sociedad participada<sup>124</sup>. Adicionalmente, se impone a las Sociedades Gestoras la obligación de informar a los partícipes de su política en relación con el ejercicio de los derechos políticos inherentes a todos los valores integrados en el conjunto de fondos que aquélla gestione<sup>125</sup>.

Por lo tanto, de acuerdo con nuestro Derecho positivo, en aquellos casos en los que las Instituciones de Inversión Colectiva españolas ostenten la condición de inversores

---

(2007), págs. 193 y ss.; GARRIDO, *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia 2002; RONCERO SÁNCHEZ, en «El deber de ejercicio de los derechos inherentes a los valores integrados en la cartera de un inversor institucional», *Noticias de la Unión Europea*, 283 (2008), págs. 101 y ss.; y TRÍAS SAGNIER, Miguel, *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, McGraw-Hill, Madrid, 1998.

<sup>124</sup> De acuerdo con el artículo 115.1, apartado i) del Reglamento, la citada obligación de ejercicio de derechos se aplicará “salvo que existan motivos que justifiquen el no ejercicio de tales derechos y se informe de ello en el correspondiente informe anual”.

<sup>125</sup> El anterior Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado mediante Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, establecía un régimen similar en esta materia al que se contiene en el nuevo Reglamento, si bien éste ha solucionado un problema de extralimitación que presentaba el anterior. Así, con el nuevo régimen reglamentario, la información anual a los partícipes que debe suministrar la Sociedad Gestora sobre su política en relación con el ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores integrados en el conjunto de fondos que aquélla gestione no debe limitarse a las sociedades emisoras de acciones españolas, como señalaba el anterior Reglamento incurriendo en la citada extralimitación frente a lo dispuesto en la Ley 35/2003, sino a todas las sociedades participadas.

transfronterizos, la Sociedad Gestora no vendrá obligada a ejercer el derecho de voto en la junta general de la sociedad emisora de las acciones<sup>126</sup>.

A pesar de que esta conclusión en principio pudiera parecernos insuficiente desde la perspectiva de los partícipes y, de alguna forma, discriminatoria respecto del voto transfronterizo<sup>127</sup>, debemos reconocer que el legislador español ha ido en esta materia más allá de lo recomendado por el Segundo Informe Winter, que proponía no imponer a los inversores institucionales la obligación de ejercer sus derechos de voto en las sociedades en las que invierten, con independencia de cuál fuera la nacionalidad de éstas. El Grupo de Expertos que elaboró el Segundo Informe Winter basó su criterio en que una imposición de este tipo podría tener efectos contraproducentes para los partícipes, al votar los inversores institucionales a favor de cualquier propuesta de resolución para cumplir con la exigencia legal. Por ello, el Informe consideró suficiente la obligación de los inversores institucionales de informar sobre sus políticas de voto y sobre la concreta utilización de los derechos de voto cuando lo soliciten los beneficiarios<sup>128</sup>.

---

<sup>126</sup> En opinión de RONCERO («El deber de ejercicio de los derechos .....», pág. 107), al limitar la imposición del ejercicio del derecho de voto en el caso de acciones de sociedades españolas, el legislador ha dado mayor relevancia a la finalidad de activar a las Instituciones de Inversión Colectiva para asegurar la capacidad funcional de la junta general de las sociedades cotizadas según el modelo vigente de dirección y control de éstas que a la protección de los partícipes en estas Instituciones. Entendemos que se refiere con ello RONCERO a que en el caso de que las acciones objeto de la inversión sean extranjeras, los intereses de partícipes de estas Instituciones no estarán suficientemente tutelados, al no imponerse a la Sociedad Gestora la obligación de ejercitar los derechos derivados de las acciones.

<sup>127</sup> Algunos autores consideran que la imposición a las Instituciones de Inversión Colectiva de la obligación de votar en las juntas generales de las sociedades españolas es dudosamente compatible con el principio de igualdad de trato establecido por el artículo 4 de la Directiva respecto “a *la participación y al ejercicio de derechos de voto en la junta general*” y que recoge actualmente el artículo 514 LSC (sin perjuicio de la formulación genérica de dicho principio que aparece establecida en el artículo 97 también LSC).

Así lo afirma RECALDE CASTELLS, ANDRÉS, en «Reflexiones en relación con la Directiva sobre los derechos del socio en las sociedades cotizadas y su incorporación al Derecho español», en *VV.AA., Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2011 pág. 66.

<sup>128</sup> Así se recoge en el último párrafo del apartado 3.3 *Responsabilidades de los inversores institucionales* del Segundo Informe Winter.

Debe señalarse que la legislación española de Instituciones de Inversión Colectiva no ha incluido ninguna obligación de justificar el cumplimiento real de las políticas de voto ante los partícipes o

Por lo que se refiere a los sucesivos Códigos de Buen Gobierno en nuestro país, ni el Código Olivencia ni el Informe Aldama incluyeron referencia alguna al voto transfronterizo<sup>129</sup>, por lo que hubo que esperar hasta la publicación en el año 2006 del CUBG para encontrar una alusión al mismo<sup>130</sup>. Nos referimos a la Recomendación Sexta del CUBG<sup>131</sup> que, en referencia expresa a la tenencia transfronteriza de acciones por medio de intermediarios financieros, recomienda la admisibilidad del *voto fraccionado o divergente*<sup>132</sup>.

Sin perjuicio de que llevemos a cabo el análisis del voto divergente cuando estudiemos el artículo 13 de la Directiva, que también lo contempla, interesa señalar en este

---

inversores finales, a la que alude el Segundo Informe Winter al referirse a “la concreta utilización de los derechos de voto cuando lo soliciten los beneficiarios”.

<sup>129</sup> La única Recomendación de ambos Informes que podría guardar alguna relación con el voto transfronterizo es la Recomendación 18ª del Informe Olivencia, que se refería a la necesidad de que se arbitrasen “*medidas encaminadas a hacer más transparente el mecanismo de delegación de votos ....*”, pero nos parece muy forzado interpretar que sus autores estaban pensando en el voto transfronterizo en el momento de su redacción.

<sup>130</sup> En relación con el voto de los inversores institucionales, al que nos acabamos de referir, conviene señalar que el CUBG fue más ambicioso aún que nuestra legislación de Instituciones de Inversión Colectiva, habida cuenta de que la Recomendación complementaria nº 9 del CUBG, dirigida a las instituciones financieras, sugirió “*... a las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos y Planes de Pensiones y a otros inversores institucionales que ejerciten de forma activa los derechos políticos de las acciones de sociedades cotizadas que posean y que informen a sus partícipes e inversores finales de los criterios generales que, en su caso, sigan al ejercitar tales derechos*”, sin que esta Recomendación estuviera cualificada en forma alguna en función de la nacionalidad de la sociedad cotizada correspondiente.

<sup>131</sup> La citada Recomendación Sexta estableció que “*Que las sociedades permitan fraccionar el voto a fin de que los intermediarios financieros que aparezcan legitimados como accionistas, pero actúen por cuenta de clientes distintos, puedan emitir sus votos conforme a las instrucciones de éstos*”.

<sup>132</sup> Los términos en los que se redactó la Recomendación fueron objeto de crítica por algunos autores, al entender que las dudas existentes en nuestro Derecho sobre la admisibilidad del voto divergente deberían haber aconsejado a los redactores del CUBG a plantear en la Recomendación 6ª la conveniencia de las modificaciones legales oportunas para despejar las dudas existentes o, de considerar los redactores del CUBG lícito el voto divergente, a recordar este derecho del accionista y manifestar que no puede impedirse su ejercicio, pero sin limitar el reconocimiento del mismo a los intermediarios financieros, tal y como hace la Recomendación 6ª.

En este sentido, RODRÍGUEZ ARTIGAS, en «La representación de los accionistas como instrumento de poder corporativo», *RDBB*, 104 (2006), págs. 55 a 82, en pág.75.

momento que la Recomendación 6ª del CUBG es una de las que cuentan con mayor grado de seguimiento por parte de nuestras sociedades cotizadas<sup>133</sup>, quizás porque dicha Recomendación, lejos de innovar, vino simplemente a reforzar el mecanismo que la práctica societaria había ya desarrollado para el ejercicio del derecho de voto por parte de los accionistas transfronterizos de nuestras empresas, tal y como reconoce la justificación de la propia Recomendación al aludir a su admisibilidad por parte de “*numerosas sociedades españolas, aunque no esté contemplada de forma expresa en la Ley de Sociedades Anónimas*”<sup>134</sup>.

En efecto, la presencia en el accionariado de nuestras sociedades cotizadas de accionistas transfronterizos<sup>135</sup>, lejos de ser novedosa, cuenta con una cierta tradición histórica, al haber sido elegido nuestro país en numerosas ocasiones como destino de inversiones mobiliarias efectuadas desde el exterior. El hecho de que España mantenga un sistema de tenencia directa de valores no ha implicado que los inversores extranjeros hayan instado necesariamente su inclusión como titulares de las acciones en el registro

---

<sup>133</sup> De acuerdo con el último *Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*, publicado por la CNMV (pág. 87), durante el año 2010 dos sociedades cotizadas recogieron en su reglamento de la junta general el fraccionamiento del voto con objeto de que los intermediarios financieros pudieran ejercer el derecho de voto de forma fraccionada conforme a las instrucciones de sus clientes. El mismo Informe señala que el seguimiento de la Recomendación 6ª por parte de las sociedades cotizadas españolas, mediante la incorporación del fraccionamiento del voto a sus reglamentos de juntas generales, supera ligeramente el 90% (gráfico 42, pág. 91).

El informe está disponible en:

[http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC\\_2010.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2010.pdf)

<sup>134</sup> El mecanismo que se utilizaba en la práctica era el siguiente: el intermediario legitimado como accionista solicitaba a la entidad participante en IBERCLEAR en cuyos registros de detalle figuraban anotadas aquéllas en su favor (o a la propia sociedad emisora de las acciones si éstas eran nominativas) que en lugar de una única tarjeta de asistencia a la junta general, representativa del número total de acciones de su titularidad, expidiera varias, cada una de ellas por el número de acciones correspondiente a los respectivos clientes por cuya cuenta actuaba el intermediario. Ello permitía a éste votar separadamente por las acciones de cada cliente, bien emitiendo directamente el voto el propio intermediario (es de suponer que bajo las instrucciones de cada uno de los clientes) o bien haciéndolo en su nombre el propio cliente u otra persona designada a su instancia, en base a la correspondiente delegación otorgada por el intermediario.

Como se verá, esta práctica viene a coincidir con la solución prevista en el artículo 13 de la Directiva, al margen de la mejor o peor fortuna en la redacción de dicho precepto.

<sup>135</sup> Principalmente, inversores institucionales y compañías multinacionales.

de anotaciones en cuenta gestionado por IBERCLEAR y sus entidades participantes. Por ello, una parte importante de dichos accionistas extranjeros no se encuentran legitimados formalmente como accionistas, correspondiendo tal legitimación al intermediario financiero que mantiene las acciones por cuenta de aquéllos.

La Recomendación 6ª del CUBG, como después (y con peor técnica legislativa) el artículo 13 de la Directiva, trató de hacer frente a esa realidad práctica, intentando facilitar el ejercicio del derecho de voto por parte del inversor final.

## **B) Derecho comunitario**

Por lo que se refiere a la Unión Europea, no encontramos referencias expresas al voto transfronterizo anteriores al **Segundo Informe Winter**, cuyos autores quisieron analizar de forma separada y expresa los problemas que aquejaban al mismo<sup>136</sup>.

Los citados problemas derivan, a juicio del Grupo de Expertos, de las cadenas transfronterizas de custodia de valores ya analizadas anteriormente, lo que plantea una doble tipología de problemas: por una parte, los que afectan a la legitimación de los accionistas a la hora de ejercer los derechos de voto y, de otro lado, los que aparecen en relación con la debida comunicación entre los accionistas transfronterizos y la sociedad emisora, tanto para el envío a aquéllos de la información a cuyo acceso tienen derecho con carácter previo a la celebración de la junta como para el ejercicio efectivo del derecho de voto por parte de los accionistas.

En relación con el voto transfronterizo, el Segundo Informe Winter se apoyó en el trabajo realizado por un grupo de trabajo constituido por encargo del Ministerio de Justicia holandés para el estudio de los problemas derivados del voto por parte de los accionistas extranjeros<sup>137</sup>. El citado grupo de trabajo, que había sido presidido también

---

<sup>136</sup> El apartado 3.2 del Capítulo III está dedicado específicamente a esta cuestión, bajo el título de *Voto transfronterizo*.

<sup>137</sup> “*Cross-border Voting in Europe; The expert group on Cross-Border Voting in Europe final report*”, disponible en la página web del Ministerio de Justicia holandés: <http://english.wodc.nl/onderzoeksdatabase/grensoverschrijdend-stemmen-in-de-algemene-vergadering-van-aandeelhouders.aspx>

por el profesor Jaap Winter, presentó su informe sobre el voto transfronterizo en Agosto de 2002 (el “**Informe sobre Voto Transfronterizo**”).

El Informe sobre Voto Transfronterizo analizó los principales problemas existentes en esta materia y formuló nueve recomendaciones dirigidas a resolverlos, constituyendo un documento de lectura obligada para cualquier estudioso del voto transfronterizo y de la Directiva, pues es indudable que muchas de las consideraciones incluidas en el Informe han servido para la redacción de algunos preceptos de la Directiva, o al menos de su propuesta inicial. Creemos que éste podría ser el caso precisamente del artículo 13 de la Directiva, cuyo estudio abordaremos más adelante, por lo que el Informe sobre Voto Transfronterizo constituye, en nuestra opinión, un valioso instrumento de interpretación de la intención perseguida por el legislador comunitario en la redacción de dicho precepto.

Antes de comenzar con el análisis de aquellos aspectos del Informe sobre Voto Transfronterizo que más afectan a los intermediarios financieros, conviene señalar que en dicho documento, conscientes sus autores de la fragmentación regulatoria existente en la Unión Europea en relación con la tenencia de valores, se recomienda en primer lugar que los derechos y obligaciones de los titulares de cuentas de valores y de los intermediarios financieros en los distintos sistemas de tenencia de valores sean regulados a nivel europeo, para asegurar así que los titulares de dichas cuentas puedan ejercitar de forma efectiva sus derechos de voto respecto de las acciones que tienen registradas a su favor.

El Informe identifica las tres principales cuestiones que deberían resolverse a fin de asegurar que los accionistas transfronterizos pueden votar de una manera efectiva: (i) en toda la Unión Europea debería establecerse con claridad quién está legitimado para votar o quién debería tener derecho a determinar el sentido del voto; (ii) quienes resulten estar legitimados de acuerdo con lo anterior, deberían también poder ejercitar

---

En la doctrina española, han hecho referencia al trabajo de este grupo de expertos YANES YANES, en «El voto transfronterizo...» y RODRÍGUEZ ARTIGAS, en «Junta General y derechos del socio en las Recomendaciones del Código Unificado a las Sociedades Cotizadas», en *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 1089 a 1119, en pág.1113.

sus derechos de voto; y (iii) debería garantizarse que dichas personas reciben, en debida forma, la correspondiente información con carácter previo a la emisión del voto.

El grupo de Expertos reclama la necesidad de aportar *certeza legal en relación con la legitimación para el ejercicio del derecho de voto*, señalando que la capacidad de decisión (o el “control”) en relación con dicho ejercicio debe situarse lo más cerca posible de quien está soportando el riesgo económico derivado de las acciones. Además, señalan los Expertos, la solución que se adopte en este sentido debería poder aplicarse no sólo dentro de la Unión Europea, sino también en otras jurisdicciones, especialmente en Estados Unidos.

A tales efectos, el Informe establece la denominada regla fundamental o primaria y *regla complementaria*. Con arreglo a la primera, a los tenedores finales de las acciones se les debería reconocer su derecho, en toda la Unión Europea, de determinar cómo ha de ejercerse el derecho de voto correspondiente a las acciones que tienen en sus cuentas. En virtud de la regla complementaria, en aquellos casos en que el tenedor último de las acciones, según resulte de alguno de los registros de valores europeos, mantenga las acciones por cuenta de terceros (por ejemplo, si se trata de un intermediario financiero norteamericano o de otro país de fuera de la Unión Europea), dicho tenedor último debería poder designar a sus clientes como legitimados para determinar cómo ha de ejercitarse el derecho de voto.

Con objeto de hacer efectiva la capacidad de decisión sobre el ejercicio del derecho de voto de acuerdo con lo anterior, el Informe sugiere cuatro posibilidades: (i) que el tenedor final sea reconocido como el verdadero accionista frente a la propia sociedad emisora de las acciones y, con ello, quede legitimado para el ejercicio del derecho de voto; (ii) que dicho reconocimiento se realice de forma limitada, esto es, a los solos efectos del ejercicio del derecho de voto, siempre que esta posibilidad resulte permitida por la *lex societatis*; (iii) que el intermediario que aparezca legitimado para el ejercicio del derecho de voto confiera un poder de representación al último tenedor, de manera que éste pueda ejercitar dicho derecho en nombre de aquél; y (iv) que el último tenedor

pueda cursar instrucciones al intermediario que aparezca legitimado para el ejercicio del derecho de voto<sup>138</sup>.

En relación con el papel a desempeñar por los intermediarios financieros en la gestión del voto transfronterizo, es importante señalar que en relación con los supuestos (ii), (iii) y (iv) anteriores, el Informe aboga en favor de que la Unión Europea garantice que los intermediarios financieros facilitan a los últimos tenedores de las acciones los mismos servicios que se encuentran disponibles en la jurisdicción aplicable a la sociedad emisora de las acciones. Esta obligación de los intermediarios debe completarse con una obligación negativa a su cargo, la de no ejercitar los derechos de voto correspondientes a las acciones de las que sean titulares formales salvo que existan instrucciones específicas por parte de los últimos tenedores o que éstos hayan facultado al intermediario para el ejercicio del derecho de voto aun sin haberle cursado instrucciones sobre el sentido de éste.

También se refiere a los intermediarios financieros la recomendación séptima del Informe sobre Voto Transfronterizo, al establecer que los Estados miembros deben asegurar que los intermediarios, a requerimiento del último tenedor que ha expresado su deseo de ejercitar el derecho de voto, van “certificando” la titularidad de las acciones en sus respectivos registros, hasta llegar al intermediario que se encuentra en el primer nivel de la cadena, que deberá certificar, a su vez, ante la sociedad emisora la identidad

---

<sup>138</sup> Las posibilidades que menciona el Informe guardan un gran parecido con el régimen previsto en el artículo 8-506 del Uniform Commercial Code de Estados Unidos, de acuerdo con el cual “*Un intermediario en valores ejercerá los derechos relativos a un activo financiero si el tenedor final del mismo así se lo instruye. El intermediario en valores cumplirá con este deber si: (1) El intermediario actúa con respecto a dicho deber en los términos pactados con el tenedor final; o (2) a falta de pacto, el intermediario coloca al tenedor final en una posición que le permita ejercer los derechos directamente o emplea la diligencia debida conforme a razonables criterios comerciales en el cumplimiento de las instrucciones del tenedor final*” (la traducción es nuestra).

De acuerdo con ABADESSA (ABADESSA, Pietro, en «La incorporación de la Directiva 2007/36/CE sobre los derechos de los accionistas (en especial respecto del sistema de la fecha de registro)», en ALONSO LEDESMA/ALONSO UREBA/ESTEBAN VELASCO (dir.) *La modernización del Derecho de Sociedades de Capital en España*, Tomo I, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 149 a 193, en pág.161), con objeto de hacer efectivo el derecho de voto del tenedor final la legislación federal norteamericana exige que el emisor envíe directamente al accionista económico formularios de delegación o de ejercicio del voto. Dicho envío se efectúa con base en la información facilitada por el intermediario financiero donde el inversor tiene registrados sus *securities entitlements*.

del último tenedor. Adicionalmente, la recomendación establece que la sociedad deberá confiar en dicha certificación.

Sin perjuicio de que para favorecer el voto transfronterizo el Informe reclame la implicación de los intermediarios financieros en el flujo de la documentación relacionada con la junta general (*proxies*, instrucciones de voto, etc...) a lo largo de la cadena (el denominado «*chain approach*»), el Informe hizo referencia también a la posibilidad de que pudiera ser el propio emisor quien estableciera contacto directo con el último tenedor (el denominado «*direct approach*»), sin necesidad de la colaboración de los intermediarios a estos efectos. Para ello, el Informe recomendó que los Estados miembros garantizaran que los intermediarios, a solicitud de los emisores, revelarían a éstos la identidad y los datos de contacto del último tenedor, salvo que este último se opusiera a ello por razones de privacidad.

El Informe insistió en que era urgente solucionar los problemas del voto transfronterizo y consideró que la fórmula legislativa a adoptar en esta materia por parte de la Unión Europea debía ser la de una Directiva<sup>139</sup>, al entenderse que de esta forma se garantizaría mejor la aplicación efectiva de las recomendaciones efectuadas en el Informe por parte de los Estados miembros. Fue tal la sensación de urgencia que los autores del Informe quisieron transmitir a este respecto que, aunque favorables a que las recomendaciones se integrasen con los asuntos objeto de análisis por parte de otros grupos de expertos (en concreto, el grupo Giovannini ya citado anteriormente y el grupo de alto nivel sobre Derecho de sociedades) dada su evidente conexión, dejaron constancia expresa de que no abogaban por dicha integración si ello suponía demoras en resolver los problemas del voto transfronterizo.

El Informe concluyó con la recomendación a la Comisión Europea de que, en la redacción de la futura Directiva, consultase con los inversores, con la industria financiera y con las sociedades cotizadas, para hacer uso de su experiencia práctica en

---

<sup>139</sup> Con ello se desvanecían las esperanzas expresadas por algunos de los consultados por el grupo de expertos que elaboró el Informe sobre el Voto Transfronterizo, en el sentido de que consideraban apropiado confiar a la acción del mercado el desarrollo de las medidas dirigidas a fomentar el voto transfronterizo. Así lo señala YANES YANES, en «El voto transfronterizo ...», págs. 477 y 478.

esta materia. Y ello con la finalidad de construir un sistema que garantizase de forma efectiva el derecho de voto por parte de los inversores transfronterizos y que fuera *“soportable en términos prácticos, tanto desde el punto de vista de formalidades administrativas como de costes, para los intermediarios financieros y para las sociedades cotizadas”*<sup>140</sup>.

En relación con esta referencia final del Informe a los costes implícitos en el voto transfronterizo, YANES YANES<sup>141</sup> ha manifestado la conveniencia de que dicho documento hubiera llevado a cabo una ponderación de los costes y beneficios que la regulación propuesta por el grupo de expertos podría suponer en el futuro. Ya expresamos anteriormente nuestra opinión sobre la necesidad de que la regulación del voto transfronterizo aborde los aspectos económicos del mismo, al constituir uno de sus puntos críticos y, posiblemente, de las causas de la deficiente solución adoptada por el artículo 13 de la Directiva.

En resumen, en el Informe sobre Voto Transfronterizo se incluyeron algunas menciones al papel que los intermediarios financieros debían desempeñar en el proceso de voto transfronterizo, que podríamos situar en el origen remoto del artículo 13 de la Directiva.

Volviendo al Segundo Informe Winter, éste concluyó que, en efecto, las recomendaciones efectuadas por el Informe sobre Voto Transfronterizo requerían claramente de una Directiva, sin perjuicio de que podría ser apropiado que la Comisión adoptara también una Recomendación a los Estados miembros en relación con la utilización efectiva de la página web para fomentar la comunicación entre la sociedad y sus accionistas y con la implantación de mecanismos electrónicos para el voto por representación.

Por lo que se refiere a la **Comunicación de 21 de mayo de 2003**, la misma no supuso ninguna novedad en materia de voto transfronterizo, puesto que se limitó a reiterar las conclusiones del Segundo Informe Winter. En el Anexo I de la Comunicación, se

---

<sup>140</sup> La traducción es nuestra y está sacada de la página 50 del Informe.

<sup>141</sup> YANES YANES, PEDRO, «El voto transfronterizo .....», pág. 466.

incluyó esta materia entre las prioridades a corto plazo (2003 – 2005), estableciéndose como instrumento normativo adecuado al efecto la promulgación de una Directiva.

Tras la Comunicación, la Comisión Europea abrió un proceso de consulta pública en relación con las distintas medidas propuestas en la Comunicación y recomendadas previamente en el Segundo Informe Winter, en lo relativo al reforzamiento de los derechos de los accionistas. En concreto, se publicaron dos consultas antes de la Propuesta de Directiva a la que haremos referencia más adelante (enero de 2006)<sup>142</sup>, cuyos resultados permitían anticipar que la definición de algunos de los conceptos que, de acuerdo con el Informe sobre Voto Transfronterizo, podríamos considerar importantes en esta materia, iban a ser complicados de incluir en la futura Directiva.

Así, la definición de “último tenedor” que se proponía en la primera consulta<sup>143</sup> fue objeto de oposición por parte de algunos de los consultados<sup>144</sup>, lo que llevó a la Comisión a preguntar en la segunda Consulta si los destinatarios de ésta consideraban que otorgar al último tenedor el derecho a decidir el sentido del voto debía ser requisito previo para facilitar el voto transfronterizo y, en caso afirmativo, si les parecía adecuado asumir la definición que se estaba tomando en consideración en los trabajos de la Convención de UNIDROIT que dio lugar posteriormente al Convenio de Ginebra sobre normas sustantivas aplicables a los valores mantenidos por intermediarios, al que antes

---

<sup>142</sup> Los documentos de consulta llevaban por títulos respectivos *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights*, MARKT / 16.09.2004 y *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights*, MARKT / 13.05.2005.

<sup>143</sup> La definición propuesta era la de «la última persona natural o jurídica que mantiene una cuenta de valores en la “cadena” y que no es un intermediario admitido como participante en los sistemas de tenencia de valores gestionados en Europa por Depositarios Centrales de valores (como Euroclear) o Depositarios Internacionales de Valores (como Clearstream)» (la traducción es nuestra).

<sup>144</sup> La principal razón para ello fue que, dada la diversidad de regulaciones en relación con los derechos de propiedad sobre los valores anotados dentro de la Unión Europea, era prácticamente imposible encontrar una definición satisfactoria de “último tenedor”.

El contenido de las respuestas a la primera consulta se recogió en el documento *Synthesis of the comments on the consultation document of the Services of the Internal Market Directorate-General, “Fostering an appropriate regime for shareholders' rights” April 2005*.

hicimos referencia<sup>145</sup>. De forma un tanto llamativa, a nuestro juicio, la Comisión hizo constar, al mismo tiempo que formulaba estas preguntas, su punto de vista a este respecto, que era el de que, salvo que los consultados expresaran de forma “abrumadoramente mayoritaria” su opinión en contrario, el organismo comunitario consideraba que la definición de último tenedor podía quedar diferida al resultado de los trabajos que se estaban desarrollando en la Unión Europea en relación con la compensación y liquidación de valores<sup>146</sup>. Y decimos que la posición de la Comisión fue un tanto llamativa porque en los resultados de la primera consulta la posición mayoritaria fue la de que resultaba necesaria una definición de “*último tenedor*” a nivel comunitario, aunque, como se indicó anteriormente, la ofrecida en un principio por la Comisión no resultaba satisfactoria para algunos de los consultados.

En la misma consulta de mayo de 2005, la Comisión incluyó también una propuesta de definición de “*intermediario financiero*”<sup>147</sup>, sobre la que solicitaba la opinión de los consultados<sup>148</sup>. La mayoría de las respuestas fueron favorables a la definición propuesta, aunque se puso de manifiesto la conveniencia de efectuar algunas cualificaciones en la misma con objeto de excluir de su ámbito a clubes privados de inversión y otras figuras que, siendo tenedores de acciones por cuenta de terceros, no lo hacen en el ejercicio de una actividad regulada.

---

<sup>145</sup> La citada definición era la de «*la persona jurídica o natural que mantiene una cuenta de valores por cuenta propia*» (la traducción es nuestra).

<sup>146</sup> En referencia a los trabajos que venía desarrollando el Legal Certainty Group al que hicimos referencia anteriormente, constituido de acuerdo con lo indicado por la Comisión Europea en su Comunicación de 28 de abril de 2004 sobre la compensación y liquidación de valores en la Unión Europea. La citada Comunicación tiene su antecedente en los Informes del Grupo Giovannini, también mencionados con anterioridad en este trabajo.

<sup>147</sup> La definición propuesta era la de «*una persona jurídica o natural que, como parte de su actividad regular, mantiene cuentas de valores por cuenta de otras personas naturales o jurídicas. Un intermediario puede igualmente mantener cuentas de valores por cuenta propia*» (la traducción es nuestra).

<sup>148</sup> El contenido de las respuestas a la segunda consulta se recogió en el documento *Synthesis of the comments on the second consultation document of the Services of the Internal Market Directorate-General, “Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights” September 2005*.

También se sometía a consulta la posibilidad de incluir en la futura Directiva, como “estándares mínimos” las siguientes cuestiones:

- a) Si los consultados consideraban que otorgar al último tenedor el derecho a decidir el sentido del voto, esto es, lo que el Informe sobre el Voto Transfronterizo había calificado de *regla primaria*, debía ser un prerequisite o condición para facilitar el voto transfronterizo.
- b) La posibilidad de que cuando un intermediario apareciera legitimado formalmente como accionista, pero estuviera actuando por cuenta de terceros, se pudiera hacer constar en el registro de accionistas de la sociedad tal actuación por cuenta ajena.

Las respuestas a esta pregunta fueron diversas (el sistema propuesto no debía suponer coste para los emisores, se debería aclarar el significado del término *nominee*, etc...). Algunos de los consultados, sin embargo, propusieron sustituir la posibilidad planteada (hacer constar en el registro de accionistas de la sociedad la actuación por cuenta ajena del intermediario), por el reconocimiento del derecho del emisor a requerir de los intermediarios que revelasen la identidad del inversor final.

- c) En el mismo caso anterior, que la Directiva reconociera expresamente el derecho del tercero por cuya cuenta estaba actuando el intermediario a recibir de éste un poder para asistir a la junta general, actuando en ella “*como si el tercero fuera el accionista*”.

Las respuestas a esta cuestión no fueron muy favorables, en términos generales, habiéndose alegado por algunos consultados que esta cuestión debía regularse por los pactos alcanzados entre el intermediario y el cliente y no por una norma legal, que este derecho sólo debía establecerse en relación con el último intermediario en la cadena, que se trataba de una cuestión que debía analizarse dentro del régimen general de la representación para asistir y votar en la junta

general y que dada la longitud habitual de la cadena de intermediarios esta solución no resultaría efectiva en la práctica.

- d) La posibilidad de que los Estados miembros permitieran a los intermediarios mantener acciones por cuenta de terceros, tanto en cuentas globales como en cuentas individuales o segregadas, reconociendo a los intermediarios el derecho a votar bajo las instrucciones expresas de sus clientes y pudiendo emitir el intermediario votos divergentes si las acciones se encontraran registradas en cuentas globales.

Las propuestas a que se refiere este apartado c) fueron aceptadas por una amplia mayoría de dos tercios de los consultados.

### **3. Análisis de la Directiva**

#### **A) La propuesta de Directiva de 5 de enero de 2006**

Como ya señalamos anteriormente, el 5 de enero de 2006 se hizo pública la *Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE* (la “**Propuesta**”).

La Propuesta iba acompañada de un anexo denominado “*Commission staff working document. Annex to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a Member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC. IMPACT ASSESSMENT COM (2005) 685 final*”), que constituía una especie de “memoria” justificativa de los términos en los que estaba redactada la Propuesta.

La forma adoptada finalmente para este instrumento normativo, de Directiva, seguía por tanto las recomendaciones de los expertos que habían elaborado tanto el Informe sobre Voto Transfronterizo como el Segundo Informe Winter, cuyas conclusiones había refrendado la Comisión Europea en la Comunicación de 21 de mayo de 2003<sup>149</sup>, habida cuenta de que las medidas que pretendía implementar la Propuesta para fomentar la participación de los accionistas en la junta general requerían de modificaciones en las legislaciones nacionales, cuya armonización, siquiera con el carácter de mínimos señalado en el artículo 3 de la Propuesta, requería de un instrumento normativo de esta clase.

En su parte expositiva (Considerando 1), la Propuesta señalaba que su finalidad era aumentar los derechos de los accionistas, cuyo control efectivo es un requisito necesario para un buen gobierno corporativo, por lo que debía facilitarse y fomentarse el ejercicio del derecho de voto. Aun cuando el propio Considerando 1 hacía una referencia expresa a que *“los problemas relativos a la votación transfronteriza debían solucionarse urgentemente”* y el Considerando 2 aludía igualmente a la necesidad de *“garantizar que puedan ejercerse los derechos de voto transfronterizos”*, el propio título de la Propuesta<sup>150</sup> y su artículo 1.1 dejaban claro que el ámbito de aplicación de la futura norma no iba a ser específicamente el voto transfronterizo, sino que la supresión de los obstáculos que la Propuesta pretendía remover también debía beneficiar a los

---

<sup>149</sup> En el apartado 6.1.2.4 del informe de valoración de impacto que se acompañaba como anexo a la Propuesta (*“Commission staff working document” SEC (2006) 181*) se explicaban las razones que justificaban la adopción de una Directiva en lugar de un Reglamento. También se aludía a que ésta era la mejor solución desde el punto de vista de los principios de subsidiariedad y proporcionalidad previstos en el Tratado de la Unión Europea.

<sup>150</sup> La propuesta incluía en su título una referencia a su intención de modificar la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre, de Transparencia, cuyo artículo 17 imponía a los emisores de acciones cotizadas la obligación de facilitar a los accionistas cierta información y documentos en relación con las juntas generales, si bien dicha obligación sólo se aplicaba en el Estado miembro de origen del emisor. Con objeto de evitar duplicidades entre dicho precepto y el contenido de la Propuesta, el artículo 17 de ésta incluía una modificación parcial del correlativo artículo de la Directiva de Transparencia.

No obstante lo anterior, en la redacción finalmente aprobada de la Directiva no se incluyó ninguna modificación de la Directiva de Transparencia.

accionistas residentes que no desearan o no pudieran asistir a la junta general (Considerando 5 de la Propuesta)<sup>151</sup>.

La Propuesta incluyó una *definición de accionista* que coincidía básicamente con la incluida en el artículo 2.1, apartado e), de la Directiva de Transparencia, de acuerdo con la cual «accionista» es “*cualquier persona física o jurídica que se rija por el Derecho público o privado que mantenga*<sup>152</sup>: (i) acciones del emisor en su propio nombre y por cuenta propia; (ii) acciones del emisor en su propio nombre, pero por cuenta de otra persona física o jurídica”.

Por lo tanto, la Propuesta utilizó el concepto de accionista en un sentido estrictamente formal, no económico, aunque asumió que la actuación del accionista formal podía ser por cuenta de otra persona, cuyos derechos en relación con el voto debían respetarse, aspecto éste a cuya regulación se dirigía el artículo 13 de la Propuesta.

Asumido que el intermediario financiero es el auténtico accionista, de acuerdo con el texto de la Propuesta, entiende GARCIMARTÍN<sup>153</sup> que es dicho intermediario, y no el accionista económico, quien se beneficia del principio de igualdad de trato consignado en el artículo 4, por lo que en consecuencia los clientes que opten por mantener sus acciones a través de un sistema de tenencia indirecta no podrán invocar este principio de

---

<sup>151</sup> En relación con esta cuestión, y aunque referidas a la versión final de la Directiva, cabe citar las palabras de CONTE TEJÓN al afirmar que “*Sin embargo, las medidas adoptadas por esta Directiva, principalmente de mejora de la información previa a la junta para propiciar la formación del sentido del voto de los accionistas y de simplificación del ejercicio del voto sin presencia física la junta, benefician incluso más a los accionistas residentes en el mismo Estado del domicilio social de la sociedad que a los que residen en otros Estados, en cuanto suelen seguir siendo el colectivo más numeroso de socios de la sociedad, y es evidente que las trabas existentes para la asistencia personal a la junta no sólo dependen del país de residencia sino de otros múltiples factores (probablemente tenga un trayecto más breve y económico un accionista residente en Londres que desee asistir a una Junta en Madrid, que un accionista residente en un recóndito pueblo de montaña de algún lugar español)*”, CONDE TEJÓN, Antonio, «Mejoras sobre el ejercicio de los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas. Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007. DOUE L núm. 184/17, de 14 de julio de 2007», *RdS*, 30 (2008), págs. 663 a 680, en pág. 664.

<sup>152</sup> La Directiva de Transparencia hace referencia a la “posesión directa o indirecta” de las acciones en lugar de a su “mantenimiento”.

<sup>153</sup> GARCIMARTÍN ALFÉREZ, en «La propuesta de Directiva .....», pág. 212.

igualdad de trato, en primer lugar porque no están en la misma posición que el inversor que decide inscribir su titularidad en el registro original (aquél en el que se crearon originariamente las anotaciones en cuenta, en el caso español IBERCLEAR) y en segundo término porque con arreglo a la letra de la Directiva ese inversor no es accionista.

En nuestra opinión, y aunque el desarrollo argumental efectuado por el citado autor nos parece acertado en términos formales, creemos que hacer una interpretación tan literal del texto de la Propuesta (y esto es aplicable también a la redacción final de la Directiva) puede conducir a consecuencias totalmente contrarias a la pretensión del legislador comunitario. Así, en los trabajos previos a la Propuesta, la idea básica en relación con el voto transfronterizo, alrededor de la cual se ha querido construir la regulación de esta materia ha sido la de que el accionista transfronterizo, entendido como accionista económico pero no formal y, por tanto, no legitimado frente a la sociedad para el ejercicio de los derechos de socio, debía ser tratado, a efectos del ejercicio de dichos derechos, en una situación similar a la del accionista “formal”.

Por ello, creemos que en esta cuestión, que es básica y elemental para el efectivo ejercicio del voto transfronterizo, debería realizarse una interpretación finalista y no meramente formal o literal, pues no hacerlo así supone dejar al accionista final totalmente carente de protección a la hora de ejercitar su derecho de voto. Además, esta interpretación que proponemos es coherente con el contenido de los Considerandos 5 y 6 de la Propuesta, cuando establecen, respectivamente, que “los accionistas no residentes deberán poder ejercer sus derechos en relación con la junta general *con la misma facilidad* que los accionistas que residen en el Estado miembro en el que tiene su sede social la sociedad” y que “los accionistas deberán poder emitir votos con conocimiento de causa en la junta de accionistas, o antes de la misma, *con independencia de donde residan*”.

Por lo tanto, en nuestra modesta opinión, una cosa es que la Propuesta (como tampoco luego la Directiva) no reconozca la condición de accionista a quien no aparece legitimado como tal conforme a la *lex societatis* y otra diferente que el principio de

igualdad de trato contenido en el artículo 4 de la Propuesta (y de la propia Directiva) deba entenderse en un sentido contrario a la intención del legislador comunitario<sup>154</sup>.

Las principales medidas incluidas en la Propuesta con la finalidad de reforzar los derechos de los accionistas fueron las que enumeramos a continuación:

- a) Suprimir el bloqueo de acciones por parte del accionista que pretenda asistir a la junta general, sustituyéndolo por un sistema de fecha de registro para determinar el derecho del accionista a participar y votar en la junta (artículo 7 de la Propuesta).
- b) Garantizar que las juntas generales se convoquen con suficiente antelación y que todos los documentos que deban presentarse a la junta estén disponibles a tiempo para permitir a todos los accionistas, con independencia de su lugar de residencia, adoptar una decisión razonada y emitir sus votos a tiempo (artículo 5)<sup>155</sup>.
- c) Ofrecer a los accionistas no residentes medios sencillos para votar sin tener que asistir a la junta, sea mediante voto a través de representante, *in absentia* o por medio de instrucciones (artículos 10 a 13 de la Propuesta)<sup>156</sup>.

---

<sup>154</sup> En cualquier caso, reconocemos que el asunto dista de ser claro. Así, MARTÍNEZ ROSADO, tras comparar la formulación del principio de igualdad de trato efectuada en el artículo 4 de la Propuesta con las referencias a dicho principio en el Considerando 25 y en el artículo 17.1 de la Directiva de Transparencia (a este último alude la Exposición de Motivos que antecede a la Propuesta, al referirse al artículo 4 de la misma), ha afirmado que “*el principio de igualdad de trato, aun siendo intachable en su formulación, puede llegar a suponer una auténtica rémora a la hora de hacer efectivas las medidas que prevé la Propuesta de Directiva*”. (MARTÍNEZ ROSADO, Javier, en «La propuesta de Directiva .....», pág. 10).

<sup>155</sup> En relación con esta cuestión, la Propuesta exigía a la sociedad la notificación al accionista de la convocatoria de la junta, detallando incluso la Propuesta el contenido mínimo de la correspondiente notificación. Este planteamiento, sin embargo, no trascendió a la versión final de la Directiva, cuyo artículo 5 impuso a la sociedad la obligación de “anunciar” la convocatoria de junta, no de “notificarla” a los accionistas.

<sup>156</sup> El artículo 13 de la Propuesta era del siguiente tenor literal:

*“Artículo 13. Votación siguiendo instrucciones*

- d) Reconocer a la minoría el derecho a incluir nuevos asuntos en el orden del día o a presentar propuestas de acuerdos (artículo 6 de la Propuesta)<sup>157</sup>.
- e) Reconocer expresamente el derecho de los accionistas a hacer preguntas orales y por escrito o por medios electrónicos antes de la junta general (artículo 9 de la Propuesta).
- f) Fomentar el ejercicio de voto por medios electrónicos, si bien la Propuesta, en consonancia con su carácter de mínimos, se limitó a obligar a los Estados miembros a “no prohibir” la participación de los accionistas en la junta general por estos medios, es decir, no imponía a las sociedades la obligación de facilitar el acceso a distancia a la junta general (artículo 8).

- 
1. *Los Estados miembros garantizarán que cualquier persona física o jurídica que, con arreglo a sus legislaciones, pueda mantener valores en el curso de una actividad empresarial por cuenta de otra persona física o jurídica, pueda mantener estos valores en cuentas individuales o combinadas.*
  2. *Cuando las acciones se mantengan en cuentas combinadas, no se permitirá que se exija su registro temporal en cuentas individuales para poder ejercer los derechos de voto vinculados a estas acciones en una junta general.*
  3. *No se impedirá a las personas mencionadas en el apartado 1 emitir votos vinculados a las acciones que mantengan por cuenta de otra persona física o jurídica, a condición de que hayan recibido instrucciones para hacerlo así de otra persona o entidad. La persona o entidad mencionada en el apartado 1 guardará un registro de las instrucciones durante un periodo mínimo de un año.*
  4. *Cuando una persona o entidad mencionada en el apartado 1 mantenga acciones del mismo emisor en una cuenta combinada, se permitirá que emita votos diferentes para las distintas acciones.*
  5. *No obstante lo dispuesto en el artículo 10, apartado 1, tercer párrafo, una persona o entidad mencionada en el apartado 1 que mantenga valores en una cuenta combinada tendrá derecho a emitir una representación a cada persona en cuyo nombre mantenga acciones en esa cuenta o a cualquier tercero designado por esa persona”.*

<sup>157</sup> La Propuesta establecía que si los Estados miembros supeditaban el ejercicio de estos derechos a la posesión de una participación mínima en la sociedad, ésta no podía exceder del valor más bajo entre el 5% del capital social y un valor nominal de 10 millones de euros. La Directiva suprimió la referencia al citado valor nominal mínimo, manteniendo como único parámetro el del 5% del capital social.

Nuestra doctrina mostró algunas reticencias en relación con la Propuesta, principalmente por su vaguedad y carácter “de mínimos” ya señalado, aspectos ambos que permitían anticipar que los Estados tendrían un amplio margen en su incorporación a la legislación interna, lo que hacía prever un reducido nivel de armonización<sup>158</sup>.

## **B) La versión final de la Directiva**

Tras la publicación de la Directiva el 14 de julio de 2007 en el Diario Oficial de la Unión Europea, nuestra doctrina mantuvo las reticencias ya expresadas en relación con la Propuesta, habiéndose dedicado al texto definitivo de la Directiva distintos calificativos tales como que el texto final era “bastante diluido y poco riguroso”<sup>159</sup>, “incompleto”<sup>160</sup>, de “escasa ambición”<sup>161</sup>, “fragmentario y con un rigor técnico más bien escaso”<sup>162</sup> y que el legislador comunitario se fijó en la redacción de la norma unos objetivos “discretos”<sup>163</sup>. Las citadas críticas cobraban aún mayor justificación en relación con algunos de sus preceptos, como es el caso del artículo 13, en los que la redacción final de la Directiva rebajó los ya poco exigentes planteamientos de la Propuesta<sup>164</sup>.

---

<sup>158</sup> RECALDE CASTELLS, Andrés, «Incidencia de las tecnologías de la información .... », pág. 1067.

<sup>159</sup> MARTÍNEZ MARTÍNEZ, «La reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas», *RdS*, 37 (2011), pág. 120.

<sup>160</sup> GARRIDO, «El buen gobierno de las sociedades cotizadas: una perspectiva europea», *RMV*, 1 (2007), pág.72.

<sup>161</sup> MARTÍNEZ MARTÍNEZ, «Sobre la transposición al derecho español de la Directiva de voto transfronterizo», en VV.AA., *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, pág. 347. También destaca que la redacción final de la Directiva es “menos ambiciosa” que la original Propuesta RECALDE CASTELLS, Andrés, en «Reflexiones en relación con la Directiva ....», pág. 46.

<sup>162</sup> MARTÍNEZ MARTÍNEZ, «La Directiva sobre el ejercicio de los derechos de los accionistas en la Junta General de las sociedades cotizadas y su impacto sobre el Derecho español», *RdS*, 29 (2008), pág. 42.

<sup>163</sup> SÁNCHEZ CALERO, FERNANDO, en «Presente y futuro .....», pág. 125.

<sup>164</sup> En relación con el artículo 13, se ha afirmado que la Directiva “*deja bastante que desear en cuanto a los niveles de exigencia sobre una materia de tanta transcendencia*” (RODRÍGUEZ ARTIGAS, en «Participación en la Junta por medio de representante», en RODRÍGUEZ ARTIGAS/FARRANDO MIGUEL/GONZÁLEZ CASTILLA (Dir.) *Las reformas de la Ley de Sociedades de Capital (Real*

Por otra parte, de la Directiva no se iban a derivar “*cambios espectaculares*” en nuestro Derecho<sup>165</sup>, al haber precedido a la promulgación de aquélla algunas reformas legales en nuestro país que habían incorporado ya parte de su contenido. Nos referimos en especial a la Ley de Transparencia y a la Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España, que introdujeron modificaciones en la LSA de mayor alcance que las que podrían derivarse de la Directiva.

En cuanto al objeto de la Directiva, el artículo 1 mantiene el texto de la Propuesta en lo básico, si bien introduce algunas mejoras técnicas, como por ejemplo la mención efectuada a “*determinados derechos de los accionistas vinculados a acciones con derecho a voto*”, en lugar de la mera referencia al “*derecho de voto*” que aparecía en la Propuesta. También se especifica que el mercado de negociación de las acciones debe estar situado u operar en un Estado miembro, matiz éste que no incluía la Propuesta. Por lo que se refiere al ámbito de aplicación territorial, el artículo 1.2, que no figuraba en la Propuesta, aclara que el Estado miembro competente para regular las cuestiones tratadas en la Directiva será el Estado miembro en el que tenga su domicilio social la sociedad y que las referencias a la «legislación aplicable» se entenderán como referencias a la legislación de dicho estado miembro. El último cambio en relación con el ámbito de aplicación de la Directiva, respecto de la Propuesta, se refiere a la posibilidad de que los Estados miembros puedan eximir de la Directiva también a las sociedades cooperativas, además de a las entidades de inversión colectiva que ya preveía la Propuesta.

A los efectos de nuestro Trabajo, conviene destacar que uno de los principales cambios introducidos en la versión final de la Directiva fue la definición de *accionista*, que aparece recogida en el apartado b) del artículo 2 como “*la persona física o jurídica que la legislación aplicable reconozca como tal*”. Esta definición suscita dos cuestiones que conviene aclarar a efectos de nuestro Trabajo. La primera es que la Directiva opta por un criterio neutral o funcional respecto de la definición de accionista, remitiéndose a lo

---

*Decreto-ley 13/2010, Ley 2/2011, Ley 25/2011 y Real Decreto-ley 9/2012*, Editorial Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2012, págs. 559 a 643, en pág. 561.

<sup>165</sup> MARTÍNEZ MARTÍNEZ, «La Directiva sobre el ejercicio .....», pág. 42.

que disponga la *lex societatis*. La razón de fondo de esta decisión del legislador comunitario es la de que el objetivo de la Directiva no es crear una definición común de “accionista” dentro de la Unión Europea, sino asegurar en dicho ámbito un mínimo de derechos en favor de aquéllos.

En segundo término, la definición final de “accionista” no ignora que el accionista puede actuar por cuenta de terceros, pues de otra forma no habría regulado el voto por intermediario del artículo 13, pero sí que es menos explicativa a este respecto que la Propuesta, que incluía expresamente la posibilidad de actuación por cuenta ajena en la definición de accionista.

No podemos hacer un análisis detenido de cada una de las medidas incluidas en la Directiva para reforzar los derechos de los accionistas, tanto por limitaciones de espacio como porque, de hacerlo así, estaríamos desplazando el centro de gravedad de nuestro Trabajo. Por ello, nos remitimos a este respecto a los distintos trabajos doctrinales que se han publicado hasta la fecha en relación con la Directiva<sup>166</sup>.

## **V. EL VOTO POR INTERMEDIARIO FINANCIERO EN LA DIRECTIVA**

### **1. El artículo 13 de la Directiva**

En la versión final de la Directiva, el artículo 13 quedó redactado en los siguientes términos<sup>167</sup>:

***“Artículo 13. Supresión de ciertos obstáculos al ejercicio efectivo del derecho de voto***

---

<sup>166</sup> Entre otros, puede citarse a CONDE TEJÓN, en «Mejoras sobre el ejercicio ...»; MARTÍNEZ MARTÍNEZ, en «La reforma parcial .....»; MARTÍNEZ ROSADO, en «La propuesta de Directiva ...»; y VV.AA., *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2011.

<sup>167</sup> El texto transcrito se corresponde con la versión de la Directiva publicada en español en el Diario Oficial de la Unión Europea del 14 de julio de 2007, páginas 184/17 a 184/24.

1. *El presente artículo se aplicará cuando una persona física o jurídica reconocida como accionista por la legislación aplicable actúe a título profesional en nombre de otra persona física o jurídica («el cliente»).*
2. *Cuando la legislación aplicable supedite el ejercicio del derecho de voto de un accionista en el sentido del apartado 1 a obligaciones de información, dichas obligaciones no podrán exceder la comunicación de una lista en la que se indique a la sociedad la identidad de cada cliente y el número de acciones respecto de las cuales se ejerce el derecho de voto en su nombre.*
3. *Cuando la legislación aplicable imponga requisitos formales en cuanto a la autorización de un accionista en el sentido del apartado 1 para ejercer el derecho de voto, o en cuanto a las instrucciones de voto, dichos requisitos formales no excederán de lo necesario para la identificación del cliente, o para poder verificar el contenido de las instrucciones de voto, respectivamente, y resultarán proporcionados para alcanzar dichos objetivos.*
4. *Un accionista en el sentido del apartado 1 estará autorizado a emitir votos de distinto signo en función de las acciones a las que estén vinculados.*
5. *Cuando la legislación aplicable limite el número de representantes que puede nombrar un accionista de conformidad con lo dispuesto en el artículo 10, apartado 1, dicha limitación no impedirá a un accionista en el sentido del apartado 1 del presente artículo otorgar una delegación de voto a cada uno de sus clientes o a un tercero designado por un cliente.*

Por su parte, el Considerando 11 de la Directiva también se refiere al voto por medio de intermediario financiero, deduciéndose de tu texto que la solución que el artículo 13 iba a dar a esta cuestión no iba a ser precisamente definitiva ni completa<sup>168</sup>.

---

<sup>168</sup> El citado Considerando 11 tiene el siguiente texto: “Cuando estén implicados intermediarios financieros, la eficacia de la votación con arreglo a instrucciones depende en gran medida de la eficacia de la cadena de intermediarios, puesto que los inversores a menudo no están en condiciones de ejercer

El primer comentario que cabe realizar del artículo 13 es lo inapropiado de su título, que aporta pocas pistas sobre su contenido. Es más, los demás preceptos de la Directiva también contienen diversas medidas dirigidas a suprimir “*ciertos obstáculos al ejercicio efectivo del derecho de voto*”, por lo que dicha expresión bien podría haber sido utilizada como título de la Directiva en su conjunto. En este sentido, la rúbrica del artículo 13 que figuraba en la Propuesta, “*Votación siguiendo instrucciones*”, era más clara, aunque sólo permitiera intuir una de las posibilidades previstas en el precepto en relación con el voto por intermediario.

Como comentario general al precepto, se ha dicho de él que tiene un escaso contenido imperativo (con excepción de lo previsto en el apartado 4 respecto del voto divergente que luego comentaremos), porque la mayoría de sus disposiciones se condicionan a las existentes en los Estados miembros, cuyo alcance tratan de moderar o limitar<sup>169</sup>.

De acuerdo con lo establecido en el apartado 1, la versión final de la Directiva abandona cualquier referencia a la actuación del intermediario consistente en “mantener cuentas de valores por cuenta de terceros”, como señalaba la Propuesta. Se alude ahora a su actuación “en nombre” de otra persona física o jurídica, a la que se denomina “*cliente*”, término éste que a nuestro juicio es erróneo por parte de la Directiva, puesto que el artículo 13 no exige que entre el intermediario y el mal llamado “cliente” exista una relación contractual, como dicho sustantivo podría dar a entender. Es más, por lo general no existirá vínculo contractual alguno entre ambos (al menos, de custodia de valores) pues en los sistemas de tenencia indirecta, en los que el precepto está llamado a desenvolverse, es absolutamente excepcional que el inversor final mantenga los valores en una cuenta establecida con el intermediario que aparezca “*reconocido como accionista por la legislación aplicable*”, que suele ser el más cercano al emisor y, por ello, el más alejado del inversor final.

---

*los derechos de voto que confieren sus acciones sin la cooperación de cada uno de los intermediarios de la cadena, que pueden no tener un interés económico en las acciones. Para permitir que el inversor ejerza sus derechos de voto en situaciones transfronterizas es, pues, importante que los intermediarios faciliten el ejercicio de dichos derechos. La Comisión debe seguir estudiando este asunto en el contexto de una Recomendación, a fin de garantizar que los inversores tienen acceso a servicios de votación efectivos y que los derechos de voto se ejercen de conformidad con las instrucciones dadas por los mencionados inversores”.*

<sup>169</sup> MARTÍNEZ MARTÍNEZ, en «La Directiva sobre el ejercicio ....», pág. 78.

Por otra parte, el hecho de que la actuación del intermediario deba desarrollarse *a título profesional en nombre del cliente* según la dicción del precepto, no debe hacernos dudar de lo innecesario de que exista vinculación contractual entre ambos, pues la referencia al carácter profesional del intermediario debe ser entendida, en nuestra opinión, en el sentido de que las funciones a su cargo bajo el artículo 13 las lleva a cabo como parte de su estatuto profesional.

Por ello, la norma comentada, lejos de exigir relación contractual entre el intermediario y el cliente con carácter previo al ejercicio del derecho de voto, “faculta” o “habilita” a ambos para que dicho ejercicio pueda llevarse a cabo en los términos previstos en el precepto, sin más requisito que el intermediario ostente la legitimación como accionista frente a la sociedad y que el cliente sea el titular económico de las acciones. Esto último, ciertamente, no lo menciona el precepto de forma expresa, pero creemos que cabe llegar a esta conclusión en base a una interpretación sistemática de la norma, al carecer de sentido que las instrucciones de voto mencionadas en el apartado 3 o el otorgamiento de la delegación de voto prevista en el apartado 5 tuvieran un emisor o receptor, respectivamente, distinto del inversor final.

Conviene recordar que, tal y como ha señalado la doctrina<sup>170</sup>, la expresión “*en nombre de*” que aparece en la versión en español de la Directiva obedece a un error de traducción, debiéndose haber incorporado en su lugar la fórmula “*por cuenta de*”<sup>171</sup>, que se corresponde mejor con las expresiones utilizadas en otros idiomas de la Unión Europea<sup>172</sup>. Como se señalará más adelante, dicho error de traducción ha contribuido a la deficiente transposición del precepto a nuestra normativa interna.

---

<sup>170</sup> MARTÍNEZ MARTÍNEZ, «La Directiva sobre el ejercicio .....», pág. 77;

<sup>171</sup> La expresión “*por cuenta de*” alude en el Derecho español a una actuación en interés de otra persona, que asume los riesgos y beneficios del negocio jurídico, pero sin que resulte imprescindible para ello ostentar su representación.

Cuestión distinta es que, al amparo del propio precepto se pueda dar un supuesto de representación directa (artículo 13.5), pero no formando parte del supuesto de hecho de la norma, sino como una de las alternativas incluidas en la misma para hacer posible el voto transfronterizo por medio de intermediario financiero.

<sup>172</sup> Así, las versiones francesa, italiana, inglesa y alemana de la Directiva incluyen las expresiones señaladas a continuación, respectivamente: “*pour le compte d’une autre personne*”, “*per conto di un’altra persona*”, “*on behalf of another ... person*” y “*für eine andere ... Person*”.

En cuanto a la finalidad del precepto, éste se dirige al restablecimiento de la relación entre emisor y accionista económico, a efectos del ejercicio del derecho de voto, relación que queda rota en los sistemas indirectos como consecuencia de la interposición de los intermediarios en la cadena de custodia. Es importante señalar que para intentar conseguir dicho objetivo, la Directiva no pretende investir al inversor de la condición de accionista<sup>173</sup>, sino que trata de atribuirle el control o la capacidad de decisión sobre el ejercicio del derecho de voto, en coherencia con la *regla primaria* del Informe sobre Voto Transfronterizo. Por lo tanto, la Directiva no altera la *lex societatis*, ni en cuanto a la determinación de quién debe ser considerado accionista ni en cuanto a las reglas de legitimación establecidas en aquélla.

Por el contrario, el artículo 13 pretende atribuir al inversor final la capacidad de decisión sobre el ejercicio del derecho de voto, tal y como recomendaba el Informe sobre el Voto Transfronterizo de forma alternativa al reconocimiento de aquél como accionista, esto es, (i) pudiendo cursar instrucciones al intermediario que aparece legitimado para el ejercicio del derecho de voto (apartado 3 del artículo 13 y, de forma implícita, apartados 2 y 4); o (ii) recibiendo la delegación de voto por parte del intermediario (apartado 5). En ambos casos, además, el precepto asume que el intermediario puede estar actuando por cuenta de más de un cliente, razón por la cual el artículo 13 permite que aquél emita votos de signo distinto en función de las instrucciones que reciba (apartado 4) o que otorgue su representación a un número ilimitado de clientes o de terceros designados por éstos (apartado 5).

Por último, el artículo 13 pretende remover determinados obstáculos a los que el voto por medio de intermediario se enfrentaba en algunos Estados miembros con anterioridad a la Directiva, en concreto en relación con obligaciones de información<sup>174</sup> (apartado 2) y

---

<sup>173</sup> Si recordamos, las dos primeras propuestas del Informe sobre el Voto Transfronterizo apuntaban precisamente al reconocimiento del inversor como accionista, bien de forma plena o limitada.

<sup>174</sup> GARCIMARTÍN ALFÉREZ señala que los Derechos francés, inglés y holandés reconocen a los emisores la posibilidad de denegar el ejercicio de los derechos societarios al titular inscrito como socio que esté actuando por cuenta ajena mientras no desvele la identidad de su cliente. Dichas legislaciones consideran que existe un interés legítimo de los emisores en conocer la identidad del titular real de las acciones, condicionando el voto por intermediario a la identificación del inversor final (GARCIMARTÍN ALFÉREZ en «Valores negociables y custodia internacional: algunas cuestiones fundamentales», en ALONSO LEDESMA / ALONSO UREBA / ESTEBAN VELASCO (dir.) *La modernización del*

con requisitos formales de la autorización por el intermediario o de las instrucciones de voto recibidas por éste (apartado 3), estableciendo unos límites máximos de exigencia en relación con estas cuestiones que los Estados miembros no podrán sobrepasar.

Recapitulando, podemos decir que del artículo 13 resulta, a nuestro juicio, lo siguiente: (i) no resulta necesaria la existencia de relación contractual alguna entre el intermediario que aparece legitimado como accionista y el inversor final para que el artículo 13 despliegue sus efectos; (ii) el precepto no altera las reglas de legitimación establecidas por la *lex societatis*; (iii) la norma va dirigida a favorecer que el inversor final ejerza su voto a través del intermediario, bien por éste en base a las instrucciones recibidas del inversor final o bien por este último (o por un tercero designado por él) en base a una delegación de voto otorgada por el intermediario (representación “descendente”); (iv) el precepto permite el voto divergente del intermediario y la representación múltiple por su parte; y (v) el artículo 13 pretende remover ciertos obstáculos impuestos por la legislación de algunos Estados miembros al voto por medio de intermediario.

## **2. Principales cuestiones que plantea el artículo 13 desde la perspectiva del Derecho español**

La regulación del voto por medio de intermediario financiero contenida en el artículo 13 de la Directiva plantea algunas cuestiones de particular interés desde la perspectiva del Derecho español y que venían siendo objeto de atención por parte de nuestra doctrina.

### **A) La cesión de la legitimación**

La posibilidad de que al amparo de lo dispuesto en el artículo 13 de la Directiva el intermediario financiero legitimado como accionista siga las instrucciones de voto del inversor u otorgue una delegación de voto en favor de éste, ha suscitado las dudas de nuestros autores sobre si tales actuaciones no podrían ser consideradas como formas de “*cesión de legitimación*”.

---

*Derecho de Sociedades de Capital en España*, Tomo I, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 195 a 225, en págs. 220 y 221).

De acuerdo con RONCERO<sup>175</sup>, la cesión de legitimación consiste en proporcionar a un tercero la apariencia de accionista, conservando la titularidad de la acción y permitiendo simultáneamente que el tercero ejercite en nombre propio los derechos inherentes a tal condición. Se trataría, en definitiva, señala este autor, de un supuesto de representación indirecta, que a su vez constituye un supuesto de titularidad fiduciaria.

La figura surgió en Alemania (*“Legitimations-übertragung”*) como mecanismo por el cual el accionista depositante de acciones autorizaba a su intermediario financiero para disponer de las acciones con la finalidad exclusiva de que éste pudiera legitimarse externamente con esos títulos en las juntas generales y ejercitar en nombre y cuenta propios los derechos de voto incorporados a aquéllas. En virtud de esta cesión, el accionista conservaba la propiedad de las acciones y se desprendía únicamente del derecho de voto en cuyo ejercicio no estaba interesado.

La oposición de nuestra doctrina a esta figura tiene un doble fundamento. Por una parte, la cesión de legitimación es una forma más de cesión del derecho de voto, posibilidad ésta no admitida en nuestro ordenamiento, y, en consecuencia, la cesión de legitimación deba rechazarse<sup>176</sup>. De otro lado, esta figura debe considerarse ilícita por resultar incompatible con el principio de publicidad de las relaciones de representación que subyace al régimen jurídico previsto para la sociedad anónima (necesidad de otorgamiento de la representación por escrito y con carácter especial para cada junta, deber de entrega y conservación de los poderes de representación, inclusión en la lista de asistentes de la identificación del representante y del representado, etc...)<sup>177</sup>. Existen,

---

<sup>175</sup> RONCERO SÁNCHEZ, en *La representación del accionista en la Junta General de la sociedad anónima*, McGraw-Hill, Madrid, 1996, en págs. 78 y 79.

<sup>176</sup> En este sentido, GARRIGUES / URÍA, en *«Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas»*, Imprenta Aguirre, Madrid, 1976, pág. 686.

<sup>177</sup> RONCERO SÁNCHEZ, *La representación .....*, pág. 86.

Por su parte, la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 9 de diciembre de 1997 negó también que la cesión legitimadora tuviera cabida en nuestro ordenamiento.

Comparte la misma opinión contraria a la admisibilidad de esta figura RECALDE CASTELLS, en *«Publicidad de los datos personales ...»*, en pág. 80; y RODRÍGUEZ ARTIGAS, en *«La representación*

no obstante, opiniones doctrinales menos opuestas a la cesión de legitimación, que reducen su ilicitud a los casos en los que la misma sirva a una finalidad de fraude de ley<sup>178</sup>.

Hemos de reconocer nuestra dificultad para llegar a conclusiones rotundas sobre si existe o no cesión de legitimación en el ámbito del artículo 13 de la Directiva. No obstante, y aun a riesgo de equivocarnos, entendemos que no se da en este caso una auténtica cesión de legitimación por las razones que pasamos a enumerar: (i) el precepto en cuestión no altera las reglas de legitimación de la *lex societatis*, por lo que la condición de accionista recae exclusivamente en el intermediario, que no ve alterada su legitimación por el hecho de emitir su voto en base a una decisión autónoma por su parte o de acuerdo con lo instruido por el cliente; (ii) ni el voto siguiendo instrucciones del apartado 3 del precepto ni el emitido en base a la representación “descendente” del apartado 5 producen el desdoblamiento entre el derecho de voto y los demás derechos derivados de las acciones que tipifican a la auténtica cesión de legitimación, pues la totalidad de los derechos de socio corresponden, en todo momento, al intermediario. Dicho de otra manera, no se produce en el supuesto del artículo 13 el efecto típico de la cesión de legitimación, en el que el accionista cesionario ejerce por cuenta propia el voto de acciones ajenas; (iii) ni en el voto siguiendo instrucciones del apartado 3 del precepto ni en el voto ejercitado mediante la representación “descendente” del apartado 5 se requiere, a nuestro juicio, el auténtico “acuerdo” de voluntades que caracteriza a la cesión de legitimación, pues la decisión de ejercitar el derecho de voto por cualquiera de dichos procedimientos corresponde exclusivamente al cliente, debiendo limitarse el intermediario a actuar en los términos determinados por aquél; y (iv) la actuación de las partes conforme a lo previsto en el artículo 13 no puede calificarse en ningún caso de fraudulenta, pues claramente no es ésta la intención perseguida por el precepto.

---

de los accionistas ...», en pág. 75 y 76 y en «Junta General y derechos del socio ...», en págs.1115 a 1118.

<sup>178</sup> En este sentido, GIRÓN TENA en «*Derecho de sociedades anónimas*», Valladolid, 1952, pág. 294, citado por SÁNCHEZ CALERO en «*La Junta General ...*», en pág. 218 y por RODRÍGUEZ ARTIGAS en «*La representación de los accionistas en la junta general de la sociedad anónima*», Cívitas, Madrid, 1990, pág. 42.

## **B) El voto divergente**

La admisibilidad del voto divergente, entendido como la posibilidad de que un mismo accionista emita votos de sentido contrario haciendo uso para ello de distintas acciones de su titularidad, ha sido discutida en Derecho español desde hace muchos años. La base del debate se encontraba en dilucidar si quien vota es el accionista, en cuyo caso el voto divergente no sería admisible por implicar una contradicción en la voluntad del accionista, o las acciones, habida cuenta de que cada una de ellas incorpora un conjunto de derechos autónomos entre sí e independientes de los conferidos por las demás acciones<sup>179</sup>. Entre ambas posturas, surgió también una intermedia que mantenía la inadmisibilidad del voto divergente si el accionista era persona física y, sin embargo, su licitud cuando el accionista era persona jurídica.

En la actualidad, la doctrina mayoritaria ha venido a concluir que el voto divergente es admisible siempre que no responda a una finalidad ilícita<sup>180</sup>, posibilidad ésta que, a nuestro juicio, no concurre ni en el supuesto previsto en el apartado 4 del artículo 13 de la Directiva ni en el previsto en la Recomendación 6ª del CUBG.

## **C) Críticas a la regulación del voto por intermediario en la Directiva**

Son varias las críticas que se pueden formular a la regulación que establece la Directiva del voto por medio de intermediario financiero, al margen de su confusa redacción y del error de traducción en la versión española de la norma ya comentado anteriormente.

---

<sup>179</sup> Sobre el voto divergente puede consultarse, entre otros, MENÉNDEZ MENÉNDEZ, Aurelio, «El voto divergente en las sociedades de capital», en VV.AA., *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro Homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 955 a 968; URÍA GONZÁLEZ / MENÉNDEZ MENÉNDEZ / MUÑOZ PLANAS, «La Junta General de accionistas», en URÍA/MENÉNDEZ/OLIVENCIA (Dir.) *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo V, Cívitas, Madrid, 1992, págs. 168 a 171.

<sup>180</sup> Entre otros, RONCERO SÁNCHEZ, en «Asistencia y representación ....», en pág. 44; y RODRÍGUEZ ARTIGAS, en «La representación de los accionistas como instrumento ...», pág. 75 y en «Junta General y derechos del socio ....», pág. 1116.

La primera crítica sería la de que el artículo 13 adolece de falta de concreción en extremos tan importantes como si existe, o no, como parece, un deber por parte del intermediario de recabar instrucciones del inversor final o si basta con esperar a recibirlas de éste; cuál es la forma por la que se establece la relación entre el intermediario legitimado como accionista y el “cliente” a efectos de lo dispuesto en este precepto, pues recordemos que ambos no tienen necesariamente que estar vinculados contractualmente entre sí; cuáles son las consecuencias de la falta de colaboración por parte del intermediario, etc...

En segundo lugar, el artículo 13 de la Directiva ha establecido una regulación fragmentaria del ejercicio del derecho de voto mediante intermediario, sin haber abordado su íntegra disciplina. Las autoridades comunitarias fueron conscientes de ello y difirieron la solución definitiva del problema a una futura Recomendación (Considerando 11) que, salvo error por nuestra parte, no se ha publicado a día de hoy.

Adicionalmente, la Directiva no incluyó en su texto la que posiblemente sería la forma más efectiva de fomentar el voto transfronterizo: el reconocimiento del derecho del emisor a conocer la identidad de los inversores finales, con la consiguiente obligación a cargo de los intermediarios de informar sobre dicho extremo<sup>181</sup>.

## **VI. LA TRANSPOSICIÓN AL DERECHO ESPAÑOL: EL ARTÍCULO 524 LSC**

Como dijimos anteriormente, en la versión en español del artículo 13 de la Directiva se cometió un error de traducción, habiéndose incluido en dicho precepto la expresión “en nombre de” en lugar de “por cuenta de”. Pues bien, dicho error de traducción se trasladó, corregido y aumentado, al artículo 524 LSC, que pretendía transponer el artículo de la Directiva.

Es evidente que el supuesto de hecho que contempla el artículo 524 LSC no es el mismo al que se refiere el precepto de la Directiva, pues aquél parece regular un supuesto

---

<sup>181</sup> GARCIMARTÍN ALFÉREZ, en «La propuesta de Directiva...», pág. 216, considera razonable que la Directiva no regulara dicha cuestión puesto que ese deber no puede recaer sobre los emisores, que son los destinatarios de la Directiva, sino sobre los intermediarios.

especial de representación del accionista para el caso de que el representante sea un intermediario financiero, es decir, el supuesto contemplado es el de que el accionista legitimado es el cliente, no el intermediario<sup>182</sup>. Por ello, cualquier parecido del artículo 524 LSC con el artículo 13 de la Directiva “es pura coincidencia”, haciendo uso de la expresión típica de las obras basadas en hechos reales, con la que se pretende salvar la responsabilidad del autor<sup>183</sup>.

A partir de este error de planteamiento, el precepto contiene algunas referencias redundantes con otros preceptos legales (por ejemplo, el artículo 522 LSC) y otras difícilmente entendibles, como la incluida en el apartado 3, que otorga al intermediario la facultad de delegar el voto (delegado ya en su favor por el cliente, no lo olvidemos) en un tercero designado “por el cliente” (que ya había designado al propio intermediario, según el apartado 1) “*sin que pueda limitarse el número de delegaciones otorgadas, salvo prohibición estatutaria*”.

---

<sup>182</sup> La redacción de dicho precepto es la siguiente:

“Artículo 524. Relaciones entre el intermediario financiero y sus clientes a los efectos del ejercicio de voto

1. *Una entidad que preste servicios de inversión, en su condición de intermediario financiero profesional, podrá ejercitar el derecho de voto en una sociedad anónima cotizada, en nombre de su cliente, persona física o jurídica, cuando éste le atribuya su representación.*
2. *En el supuesto que se contempla en este artículo, un intermediario financiero podrá, en nombre de sus clientes, ejercitar el voto en sentido divergente en cumplimiento de instrucciones de voto diferentes, si así las hubiera recibido. Para ello, tendrá que comunicar a la sociedad emisora, en los términos previstos en el apartado 4 de este artículo, el sentido en el que emitirá el voto.*
3. *El intermediario financiero podrá delegar el voto a un tercero designado por el cliente, sin que pueda limitarse el número de delegaciones otorgadas, salvo prohibición estatutaria.*
4. *Los intermediarios que reciban representaciones deberán comunicar a la sociedad emisora, dentro de los siete días anteriores a la fecha prevista para la celebración de la junta, una lista en la que indiquen la identidad de cada cliente, el número de acciones respecto de las cuales ejerce el derecho de voto en su nombre, así como las instrucciones de voto que el intermediario haya recibido, en su caso.”*

<sup>183</sup> Con razón se ha dicho, por tanto, que el artículo 524 LSC, tal como resulta de la reforma [mediante la Ley 25/2011, de 1 de agosto] es seguramente “uno de sus aspectos más fallidos, por cuanto ha pretendido incorporar normas de la Directiva sin una cabal comprensión del supuesto de hecho al que éstas se refieren y por tanto con un planteamiento inadecuado tanto desde el punto de vista de su inteligibilidad como de su efectividad práctica” (MARTÍNEZ MARTÍNEZ, en «La reforma parcial...», pág. 138).

Tampoco tienen sentido las cargas impuestas al intermediario en el apartado 4 del precepto, respecto de que debe comunicar a la sociedad emisora, dentro de los siete días anteriores a la fecha prevista para la celebración de la junta, una lista con la identidad de cada cliente, el número de acciones respecto de las cuales ejerce el intermediario el derecho de voto en su nombre y las instrucciones de voto que el intermediario haya recibido, en su caso. Da la sensación de que se han pretendido imponer al representante que ostente la condición de intermediario financiero “penalizaciones añadidas” por el hecho de serlo, plasmadas en dichas obligaciones. Sea o no así, lo cierto es que existen dudas sobre la adecuación, en este punto concreto, del artículo 524 a la Directiva, al requerir del intermediario-representante mayores obligaciones de las previstas en el artículo 10 del texto comunitario<sup>184</sup>.

Otras incorrecciones técnicas del precepto son, por ejemplo, la referencia en el apartado 2 del artículo al voto divergente, en primer lugar porque en su redacción actual el precepto contempla un supuesto de representación y, por tanto, ajeno al voto divergente propiamente dicho, que requiere que el emisor del voto sea una misma persona y no una pluralidad de ellas; y en segundo término, porque el supuesto se solapa con el regulado en el artículo 522.4 LSC, precepto éste que aunque resulte superfluo por obvio, al menos utiliza una terminología adecuada<sup>185</sup>.

Por último, en cuanto se refiere a las consecuencias prácticas de la defectuosa redacción del precepto en relación con el voto transfronterizo, entendemos que no existirán, puesto que el artículo 524 no resulta aplicable al mismo. Por ello, los accionistas transfronterizos de nuestras sociedades cotizadas que tengan interés en ejercer su derecho de voto podrán hacerlo de la misma forma en que lo hacían antes de la

---

<sup>184</sup> En este sentido, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, en «Ejercicio del derecho de voto e intermediarios financieros: el infeliz artículo 524 LSC», *RMV*, 10 (2012), págs. 241 a 249, en pág. 246.

<sup>185</sup> Pueden encontrarse referencias al proceso de elaboración del artículo 524 LSC y a la reiteración con la que tanto el Consejo de Estado como algunos Grupos Parlamentarios advirtieron, sin ningún éxito, de los defectos del texto en tramitación, so pretexto de no “abrir caminos a la opacidad”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, en «Participación en la Junta por medio de representante», en RODRÍGUEZ ARTIGAS/FARRANDO MIGUEL/GONZÁLEZ CASTILLA (Dir.) *Las reformas de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto-ley 13/2010, Ley 2/2011, Ley 25/2011 y Real Decreto-ley 9/2012)*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2012, págs. 559 a 643.

transposición de la Directiva, respaldados además por lo dispuesto en la Recomendación 6ª del CUBG y por los Reglamentos de la junta general de muchas de nuestras sociedades cotizadas.

## VII. CONCLUSIONES

El presente Trabajo nos ha permitido alcanzar las siguientes conclusiones:

Primera.- La inversión transfronteriza en valores ha dado lugar, a través de prácticas de mercado que posteriormente han sido objeto de regulación, a la creación de una estructura de custodia internacional que se superpone sobre los sistemas de registro de valores de ámbito nacional, cuyas reglas de funcionamiento no casan bien con las necesidades operativas del entorno transfronterizo.

Segunda.- La fragmentación de las regulaciones nacionales aplicables a los mercados de valores hacen de la custodia transfronteriza un campo propicio a la incertidumbre legal, habiendo resultado insatisfactorios los intentos realizados hasta el momento para armonizar las normas locales.

Tercera.- En los sistemas de custodia transfronteriza se produce normalmente la interposición de diversos intermediarios entre el emisor y el inversor final, de manera que éste no aparece legitimado como accionista con arreglo a la *lex societatis*.

Cuarta.- La superación de las barreras a las que se enfrenta el accionista transfronterizo para el ejercicio de su derecho de voto contribuirá a reforzar el papel de la junta general dentro de la estructura de poder de las sociedades anónimas, con el consiguiente beneficio para el buen gobierno corporativo. Cuestión distinta es la de si las mejoras en el voto transfronterizo tendrán una repercusión importante en el ejercicio *efectivo* del derecho de voto, habida cuenta del absentismo del accionista-inversor, que alcanza porcentajes muy elevados incluso entre el accionariado local, que está exento de las barreras típicas del entorno transfronterizo.

Quinta.- Cualquier medida dirigida a fomentar el voto transfronterizo debe tener en cuenta los aspectos económicos del mismo, cuya importancia dificulta la resolución de los problemas de los que adolece aquél.

Sexta.- Las nuevas tecnologías pueden tener una importancia fundamental en la resolución de muchas de las dificultades a las que se enfrenta el voto transfronterizo, facilitando la circulación de los documentos relacionados con la junta general (convocatoria, delegaciones de voto, etc...) a través de la cadena de custodia a un coste aceptable. Determinadas medidas en curso actualmente dentro del ámbito de la compensación y liquidación de valores, en concreto los *Market Standards for General Meetings*, pueden contribuir positivamente a este respecto.

Séptima.- La regulación del voto mediante intermediario financiero contenida en el artículo 13 de la Directiva es incompleta y no resuelve muchos de los problemas a los que se enfrenta el inversor final a la hora de ejercer su derecho de voto transfronterizo, por lo que las autoridades comunitarias deberían completar la regulación de esta materia.

Octava.- La transposición del artículo 13 de la Directiva a nuestro Derecho interno es defectuosa, al no contemplar el mismo supuesto de hecho regulado por la norma comunitaria y exigir requisitos en materia de representación del accionista que exceden de los autorizados por el artículo 10 de la Directiva.

Novena.- La implantación de un sistema efectivo de identificación del inversor final por parte de la sociedad emisora restablecería la relación entre ambos, que se rompe como consecuencia de la cadena de custodia de las acciones y, con ello, facilitaría el voto transfronterizo. La nueva redacción del artículo 497 LSC sin duda ha mejorado esta posibilidad, aunque sea de dudosa utilidad en el entorno transfronterizo. Por ello, quizás debiera reflexionarse sobre la conveniencia de implementar medidas legales, a nivel comunitario, en relación con el denominado «direct approach» al que se refería la Recomendación novena del Informe sobre Voto Transfronterizo.

## **BIBLIOGRAFÍA**

**ABBADESSA, P.**, «La incorporación de la Directiva 2007/36/CE sobre los derechos de los accionistas (en especial respecto del sistema de la fecha de registro) », en ALONSO LEDESMA/ALONSO UREBA/ESTEBAN VELASCO (dir.) *La modernización del Derecho de Sociedades de Capital en España*, Tomo I, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 149 a 193.

**ALONSO UREBA / GARCIMARTÍN ALFÉREZ / PERDICES HUETOS / GÓMEZ-SANCHA TRUEBA**, «Transparencia accionarial y buen gobierno corporativo», en *Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo*, Madrid, 2010.

**ALONSO LEDESMA, Carmen**, «El papel de la Junta General en el gobierno corporativo de las sociedades de capital», en *El Gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 615 a 664.

**BENJAMIN, JOANNA**, en *The Law of Global Custody*, Butterworths, Edimburgo, 1999.

**BOQUERA MATARREDONA, Josefina**, «La representación de los accionistas por las Entidades de Crédito en la Junta General», en *Estudios de Derecho del Mercado Financiero. Homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*, Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad de Valencia, Valencia, 2010, págs. 25 a 40.

**CONDE TEJÓN, Antonio**, «Mejoras sobre el ejercicio de los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas. Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007. DOUE L núm. 184/17, de 14 de julio de 2007», *RdS*, 30 (2008), págs. 663 a 680.

**CUÑAT EDO, Vicente y BOQUERA MATARREDONA, Josefina**, «El ejercicio transfronterizo del derecho de representación», en *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro Homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 341 a 373.

**DE CASTRO Y BRAVO, Federico**, *El negocio jurídico*, Instituto Nacional de Estudios Jurídicos, Madrid, 1967.

**DIAZ RUIZ, Emilio**, «Los inversores institucionales y el buen gobierno corporativo», *RDM*, 263 (2007), págs. 193 a 205.

- «El depósito de valores y otros instrumentos financieros de las IIC en cuentas ómnibus», *Noticias de la Unión Europea*, 283 (2008), págs. 3 a 14.

**DÍEZ-PICAZO, Luis**, *La representación en Derecho Privado*, Cívitas, Madrid, 1992.

- «*Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*», Cívitas, Madrid, 1993.

**GARCÍA-PITA Y LASTRES, José Luis**, «Posesión, registro contable y valores negociables tabulares», *RDBB*, 119 (2010), págs. 7 a 52.

**GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco Javier**, «El Convenio de La Haya sobre la ley aplicable a ciertos derechos sobre valores depositados en un intermediario», *RDBB*, 90 (2003), págs. 163 a 189.

- «La propuesta de Directiva sobre el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto», *RDS*, 26 (2006), págs. 203 a 217.
- «La cotización de sociedades españolas en mercados extranjeros: el rompecabezas normativo», *RMV*, 3 (2008), págs. 135 a 146.
- «Valores negociables y custodia internacional: algunas cuestiones fundamentales», en ALONSO LEDESMA / ALONSO UREBA / ESTEBAN VELASCO (dir.) *La modernización del Derecho de Sociedades de Capital en España*, Tomo I, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 195 a 225.
- «Ejercicio del derecho de voto e intermediarios financieros: el infeliz artículo 524 LSC», *RMV*, 10 (2012), págs. 241 a 249.

**GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco Javier y GÓMEZ-SANCHA, Ignacio**, «Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador internacional», *RMV*, 1 (2007), págs. 75 a 129.

**GARRIDO, José María**, *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia 2002.

- «El informe Winter y el gobierno societario en la Unión Europea», *RdS*, 20 (2003), págs. 111 a 133.
- «El buen gobierno de las sociedades cotizadas: una perspectiva europea», *RMV*, 1 (2007), págs. 39 a 74.

**GARRIGUES, Joaquín**, *Contratos bancarios*, Imprenta Aguirre, Madrid, 1975.

- *Negocios fiduciarios en el Derecho Mercantil*, Cuadernos Cívitas, Madrid, 1978.

**GARRIGUES, Joaquín / URÍA, Rodrigo**, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, Imprenta Aguirre, Madrid, 1976.

**GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio**, «Notas de actualidad sobre el marco jurídico de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores», en VV.AA., *El espacio financiero único en la Unión Europea*, Marcial Pons, Madrid, 2005, págs. 241 a 289.

- «Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro, compensación y liquidación de valores», *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, 17 (2006), págs. 139 a 162.
- «Indirect holdings of securities and exercise of shareholder rights (a Spanish perspective)», en *Capital Markets Law Journal*, Vol. 3, nº 1 (2008), págs. 32 a 57.

**GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco**, *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999.

- «El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. y sus “funciones normativas”», *RDBB*, 75 (1999), págs. 33 a 63.
- «La legitimación para asistir a la Junta General y su acreditación en el sistema de anotaciones en cuenta», en VV.AA., *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 269 a 282.

**GUERRA MARTÍN, Guillermo**, «Capítulo III (gobierno societario) del Informe del Grupo de Alto Nivel de expertos en Derecho de sociedades sobre un marco normativo moderno para el Derecho de Sociedades en Europa (Informe Winter), Bruselas, 4 de noviembre de 2002», *RdS*, 20 (2003), págs. 275 a 291.

**LÓPEZ SANTANA, Nieves**, *El contrato bancario de administración de valores*, Universidad de Sevilla, Secretariado de Publicaciones, Sevilla, 2002.

**LORING RUBIO, C.**, «La comunicación de titulares de acciones para su participación por medios telemáticos en la Junta General de las sociedades cotizadas», *RDBB*, 105 (2007), págs. 115 a 124.

**MARTÍ SÁNCHEZ, J.N.**, «La representación de valores mediante anotaciones en cuenta en el Derecho español», *RDBB*, 74 (1999), págs. 65 a 93.

**MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, Alfonso**, *Valores mobiliarios anotados en cuenta. Concepto, naturaleza y régimen jurídico*, Aranzadi, Pamplona, 1997.

- «El concepto de valor anotado en cuenta -una aportación a su construcción dogmática-», en VV.AA., *Homenaje a D. Íñigo Cavero Lataillade*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2005, págs. 629 a 669.

**MARTÍNEZ MARTÍNEZ, María Teresa**, «La Directiva sobre el ejercicio de los derechos de los accionistas en la Junta General de las sociedades cotizadas y su impacto sobre el Derecho español», *RdS*, 29 (2008), págs. 39 a 89.

- «Sobre la transposición al derecho español de la Directiva de voto transfronterizo», en VV.AA., *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 341 a 354.
- «La reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas», *RdS*, 37 (2011), págs. 119 a 140.

**MARTÍNEZ ROSADO, Javier**, «La propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo (presentada por la Comisión el 5 de enero de 2006) sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su sede social en

un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE», en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid*, nº 2008/16, Enero 2008, disponible en <http://eprints.ucm.es/>

- «Algunas propuestas relativas a la convocatoria de la Junta General de las Sociedades Cotizadas a la luz del Informe del Ministerio de Justicia sobre el Anteproyecto de Ley de transposición de la Directiva 2007/36/CE», en RODRÍGUEZ ARTIGAS / FARRANDO / GONZÁLEZ CASTILLA / TENA ARREGUI (Coord.) *La Junta General de las sociedades de capital (cuestiones actuales)*, Colegio Notarial de Madrid, 2009, págs. 141 a 159.

**MATEU DE ROS CEREZO, Rafael**, *La Ley de Transparencia de las Sociedades Anónimas Cotizadas*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2004.

- *El Código Unificado de Gobierno Corporativo*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2007.
- «La tenencia indirecta de acciones y el derecho de voto en las sociedades cotizadas tras la ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital», en *Publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo*, Madrid, 2011.

**MENÉNDEZ MENÉNDEZ, Aurelio**, «El voto divergente en las sociedades de capital», en VV.AA., *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro Homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 955 a 968.

**NAVARRO GANCEDO-RODRÍGUEZ, Francisco**, «La información a inversores en la administración de valores negociables », *RMV*, 9, 2011, págs. 63 a 119.

**OLIVENCIA RUIZ, Manuel**: “Algunas cuestiones sobre el derecho de voto en la sociedad anónima”, en *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, Tomo XVII, 1967, págs. 267 a 287.

- «La incorporación del derecho al título y su desincorporación (análisis histórico y dogmático)», en *VVAA Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Centro de Formación del Banco de España, Madrid, 1987, págs. 13 a 30.

**PAZ-ARES, Cándido**, «La desincorporación de los títulos-valor», *RDM*, 219 (1996), págs. 9 a 34.

**PAZ-ARES, Cándido y GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco Javier**, «Conflictos de leyes y garantías sobre valores anotados en intermediarios financieros», *RDM*, 238 (2000), págs. 1479 a 1517.

**PERDICES HUETOS, A.B. y VEIGA COPO, A.B.**, «Representación y transmisión de acciones», en URÍA/MENÉNDEZ/OLIVENCIA (Dir.) *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo IV, Vol. 2º A, Cívitas, Madrid, 2010.

**PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, Antonio**, «Anotaciones a cuenta de la crisis documental de los valores mobiliarios», en VV.AA., *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdura y Tuells*, La Ley, Madrid, 1994, págs. 2115 a 2123.

**RAMOS GASCÓN, Francisco Javier**, *Régimen jurídico de los valores*, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1990.

**RECALDE CASTELLS, Andrés**, «En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad», *RDBB*, 50 (1993), págs. 361 a 403.

- «Publicidad de los datos personales incluidos en los registros de accionistas», *RdS*, 18 (2002), págs. 77 a 98.
- «Los registros de accionistas creados por las sociedades anónimas cotizadas», en VV.AA., *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Volumen III, McGraw-Hill, Madrid, 2002, págs. 2897 a 2916.
- RECALDE CASTELLS, ANDRÉS, «Incidencia de las tecnologías de la información y comunicación en el desarrollo de las juntas generales de las sociedades anónimas españolas», en *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, Marcial Pons, Madrid, 2007, Tomo II, págs. 1059 a 1088.

**ROBLES MARTÍN-LABORDA, Antonio**, «Algunas consideraciones sobre la naturaleza jurídica de los valores depositados en un intermediario», *RDBB*, 117 (2010), págs. 9 a 38.

**RODRÍGUEZ ARTIGAS, Fernando**, *La representación del accionista en la Junta General de la sociedad anónima*, Cívitas, Madrid, 1990.

- «Sobre la denominada solicitud pública de representación de los accionistas en la Junta General de las sociedades anónimas (el artículo 107 del TRLSA)», en *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Cívitas, Madrid, 1991, págs. 817 a 845.
- «La representación de los accionistas como instrumento de poder corporativo», *RDBB*, 104 (2006), págs. 55 a 82.
- «Junta General y derechos del socio en las Recomendaciones del Código Unificado a las Sociedades Cotizadas», en *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 1089 a 1119.
- «La Junta General en la encrucijada», en RODRÍGUEZ ARTIGAS / FARRANDO / GONZÁLEZ CASTILLA / TENA ARREGUI (Coord.) *La Junta General de las sociedades de capital (cuestiones actuales)*, Colegio Notarial de Madrid, 2009, págs. 19 a 35.
- «Ejercicio a distancia de los Derechos de Socio y de Minoría en el marco de la crisis de la Junta General», en ALONSO LEDESMA/ALONSO UREBA/ESTEBAN VELASCO (Dir.) *La modernización del Derecho de Sociedades de Capital en España*, Tomo I, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 227 a 260.
- «Sombras y luces en la reforma de la Ley de Sociedades de Capital», *El Notario del Siglo XXI*, 40 (2011).
- «Participación en la Junta por medio de representante», en RODRÍGUEZ ARTIGAS/FARRANDO MIGUEL/GONZÁLEZ CASTILLA (Dir.) *Las reformas de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto-ley 13/2010, Ley 2/2011, Ley 25/2011 y Real Decreto-ley 9/2012)*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2012, págs. 559 a 643.

**RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, Isabel**, *El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta*, Marcial Pons, 2004.

- «La colaboración bancaria en la administración de valores anotados en cuenta», *RDBB*, 98 (2005), págs. 7 a 33.

**ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, Ángel**, «El sistema español de anotaciones en cuenta», en *VVAA Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado*, Centro de Formación del Banco de España, Madrid, 1987, págs. 85 a 127.

**RONCERO SÁNCHEZ, Antonio**, *La representación del accionista en la Junta General de la sociedad anónima*, McGraw-Hill, Madrid, 1996.

- «Los inversores institucionales y el denominado “gobierno corporativo”», en *El Gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid 1999, págs. 665 a 704.
- «La captación del voto a través de la solicitud pública de representación: transparencia, igualdad de oportunidades y conflictos de interés», en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas, I*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, págs. 399 a 462.
- «El deber de ejercicio de los derechos inherentes a los valores integrados en la cartera de un inversor institucional», *Noticias de la Unión Europea*, 283 (2008), págs. 101 a 112.
- «Asistencia y representación en las juntas generales», en *VV.AA., La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 37 a 58.
- «Problemas y propuestas de revisión del régimen de la solicitud pública de representación en sociedades cotizadas», en ALONSO LEDESMA/ALONSO UREBA/ESTEBAN VELASCO (dir.), *La modernización del Derecho de Sociedades de Capital en España*, Tomo I, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 293 a 323.

**SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal**, «Sobre las orientaciones del proyecto del Real Decreto para la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles», en *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), págs. 715 a 723.

- «La acción y los derechos del accionista (artículos 47 a 50 LSA)», Tomo IV (La acción), Vol. I, en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, dirigido por URÍA / MENÉNDEZ / OLIVENCIA, Cívitas, Madrid, 1994.
- «Valores anotados y construcción jurídica de las anotaciones en cuenta», *RMV*, 1 (2007), págs. 3 a 38.

**SÁNCHEZ CALERO, Fernando**, «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», en VV.AA., *El nuevo mercado de valores*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 1993, págs. 89 a 110.

- «Las sociedades cotizadas o bursátiles en el Derecho español», en VV.AA., *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a Evelio Verdera y Tuells*, La Ley, Madrid, 1994, págs. 2361 a 2385.
- «Publicación del Informe Winter sobre el Derecho de sociedades en Europa», *RDBB*, 89 (2003), págs. 396 a 400.
- «El declinar de la Junta y el buen gobierno corporativo», *RDBB*, 104 (2006), págs. 9 a 35.
- *La Junta General en las sociedades de capital*, Cívitas, Cizur Menor (Navarra), 2007.
- «Presente y futuro de la Junta General: propuestas de reforma», en VV.AA., *La Junta General de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, Colegio Notarial de Madrid, Madrid, 2009, págs. 121 a 135.

**SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan**, «Sociedades cotizadas y Ley de Sociedades de Capital», *RdS*, 36 (2011), págs. 259 a 280.

**SANTILLÁN FRAILE, IGNACIO**, «Cuentas ómnibus y régimen de separación del art. 80 LC», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, 10 (2009), págs. 215 a 240.

**TAPIA HERMIDA, Alberto Javier**, «Los contratos bancarios de depósito, administración, llevanza del registro contable y gestión de valores», en *Contratos bancarios y parabancarios*, Lex Nova, 1998, págs. 1009 a 1059.

- «La junta general de accionistas de la sociedad anónima cotizada», en VV.AA., *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, págs. 2917 a 2958.
- «Las estructuras fiduciarias en los mercados de valores europeos», RIMV, 30/2010, págs. 1 a 11.
- *Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición*, La Ley, Las Rozas (Madrid), 2012.

**TRÍAS SAGNIER, Miguel**, *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, McGraw-Hill, Madrid, 1998.

- «La lucha por la captación del voto en la sociedad abierta», en VV.AA., *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro Homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 1573 a 1607.

**URÍA GONZÁLEZ, R., MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. y MUÑOZ PLANAS, J.M.**, «La Junta General de accionistas», en URÍA/MENÉNDEZ/OLIVENCIA (Dir.) *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, Tomo V, Cívitas, Madrid, 1992.

**VARA DE PAZ, Nemesio**, «La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta», en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid*, nº 2007/12, Junio 2007, disponible en <http://eprints.ucm.es/>

- «Acciones anotadas en cuenta», en *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho Concursal. Libro Homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*, Marcial Pons, Madrid, 2007, págs. 1633 a 1654.

**VEIGA COPO, Abel B.**, «El voto transfronterizo en las sociedades. Hacia la revitalización de las Juntas. A propósito de la Propuesta de Directiva de 5 de enero de 2006», *La Ley*, núm.6471 (27.04.2006), págs. 1594 a 1604.

- «El ejercicio de los derechos de los accionistas a la luz de la Propuesta de Directiva de 5 de enero de 2006. El accionista extranjero», *RDM*, 261 (2006), págs. 1059 a 1086.

**VELASCO SAN PEDRO, Luis Antonio**, «El gobierno de las sociedades cotizadas (*Corporate Governance*) en España: el “Informe Olivencia”», en VV.AA., *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, Volumen III, págs. 3003 a 3029.

**VV.AA.**, *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2011.

**WINTER, Jaap**, «Cross-border voting in Europe», en HOPT, K. / WYMEERSCH, E. (Dir.) *Capital markets and Company Law*, Oxford University Press, 2003, págs. 387 a 426.

**YANES YANES, Pedro**, «El voto transfronterizo. Problemas y orientaciones político-legislativas en la Unión Europea», en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, Tomo I, págs. 463 a 501.

**ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando**, «El valor anotado en cuenta y su régimen jurídico», *RDBB*, 56 (1994), págs. 825 a 870.