



*Documentos de Trabajo del Departamento de  
Derecho Mercantil*

---

2012/49

Marzo 2012

---

PRIMACÍA DE LOS ACCIONISTAS E INEFICIENCIA DE LA JUNTA  
(La reforma de la LSC y los derechos de los accionistas)

Juan Sánchez-Calero Guilarte

Alberto Javier Tapia Hermida

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.  
Universidad Complutense.  
Ciudad Universitaria s/n.  
28040 Madrid  
00 34 -913 94 54 93  
E-mail: Juan Sánchez-Calero: [jscalero@der.ucm.es](mailto:jscalero@der.ucm.es)  
E-mail: Alberto Javier Tapia Hermida: [alberto.tapia.hermida@der.ucm.es](mailto:alberto.tapia.hermida@der.ucm.es)  
<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense  
<http://eprints.ucm.es/>

Copyright © 2012 Por los autores

**PRIMACÍA DE LOS ACCIONISTAS E INEFICIENCIA DE LA JUNTA  
(La reforma de la LSC y los derechos de los accionistas)\***

*Juan Sánchez-Calero y Alberto J. Tapia\*\**

**RESUMEN:** Este trabajo responde a un factor de oportunidad: la aprobación reciente de la Ley 25/2011, de 1 de agosto, que satisfizo la obligatoria incorporación de la Directiva 2007/36/CE, referida a determinados derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas. Plantea la alternativa radical que afronta la junta: su reforma o su supresión. A favor de la primera solución juegan las reformas recientes.

**PALABRAS CLAVE:** Sociedades cotizadas, accionistas, junta general, derechos de los accionistas.

**ABSTRACT:** This paper addresses an opportunity factor: the recent enactment of Act 25/2011, of 1 August 2011, that met the compulsory implementation of Directive 2007/36/EC, regarding certain rights of listed companies' shareholders. It raises the radical alternative for the Shareholders' Meeting: reform or suppression. Recent reforms play in favour of the first.

**KEY WORDS:** Listed companies, shareholders, shareholders' meeting, shareholders' rights.

---

\* Texto de la ponencia presentada en el IX Seminario Harvard-Complutense *View on Corporate and Financial Law Issues*, celebrado en la Harvard Law School entre los días 7 y 11 de noviembre de 2011, con el patrocinio de Allen & Overy (Madrid), Banco Santander, J & A Garrigues, S.L.P, Ilustre Colegio Notarial de Madrid y Colegio de Registradores de España.

El presente trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación *Plan de acción de la Unión Europea sobre el Derecho de Sociedades y la modernización del Derecho español de sociedades de capital*, DER2008-01520.

\*\*Catedráticos de Derecho mercantil. Facultad de Derecho. Universidad Complutense de Madrid.

Agradecemos la colaboración de las Profesoras Mónica Fuentes Naharro e Isabel Fernandez Torres.

## SUMARIO:

<b>I.</b>	<b>A MODO DE JUSTIFICACIÓN</b>	<b>6</b>
	A) ¿Un problema que puede resolver la Ley?	8
	B) Primacía de los accionistas	9
	C) La alternativa: reforma o supresión de la junta en la sociedad cotizada	11
<b>II.</b>	<b>ASPECTOS GENERALES: LA INEFICIENCIA DE LA JUNTA GENERAL COMO ÓRGANO SUPREMO DE DECISIÓN Y VOLUNTAD POLÍTICA DE SUPERARLA</b>	<b>13</b>
	A) El supuesto órgano supremo que se limita a ratificar lo que presentan los administradores	13
	B) La ineficiencia de la junta	15
	C) La voluntad política de superar la anterior ineficiencia. Las medias para revitalizar la junta general de accionistas	17
	<i>a) Presupuestos: la estructura de control de la gestión de las sociedades cotizadas</i>	17
	<i>b) Medidas durante la vida normal de la sociedad</i>	22
	<i>c) Medidas en situaciones de cambio de control de la sociedad</i>	25
	<i>d) Insuficiencia de las medidas para remediar la falta de una implicación adecuada de los accionistas en el control de la gestión de la sociedad cotizada</i>	26
	D) El contraste entre la regulación obligatoria del gobierno corporativo en la LSC y la regulación voluntaria en el CUBG. Diferencias, distorsiones y problemas de aplicación	27

III.	ASPECTOS ESPECIALES: LA EFICACIA DE LAS DISTINTAS MEDIDAS NORMATIVAS PARA REVITALIZAR LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS	32
A)	La eficacia del principio de igualdad de trato	32
	a) <i>El nuevo art. 514 LSC</i>	32
	b) <i>¿Una norma reiterativa o con sentido propio?</i>	34
	c) <i>El ámbito objetivo del art. 514 LSC</i>	35
	d) <i>La vigencia temporal de la igualdad</i>	36
	e) <i>Sobre los privilegios de algunos accionistas</i>	37
B)	La eficacia de las medidas que afectan a la convocatoria de la junta	38
	a) <i>La reducción del plazo de convocatoria de las juntas generales extraordinarias</i>	38
	b) <i>La ampliación del contenido del anuncio de convocatoria</i>	39
	c) <i>La ampliación de la publicidad del anuncio de convocatoria</i>	41
C)	La eficacia del derecho de los accionistas a completar la convocatoria y presentar nuevas propuestas de acuerdo	43
	a) <i>La comparación entre la sociedad anónima de régimen común y la sociedad anónima cotizada</i>	43
	b) <i>La eficacia del derecho de los accionistas a completar la convocatoria</i>	44
	c) <i>La eficacia del derecho de los accionistas a presentar nuevas propuestas de acuerdo</i>	45

D)	La eficacia de la potenciación del derecho de información	46
	<i>a) La mejora de la información pasiva del accionista de la sociedad cotizada</i>	46
	<i>b) La mejora de la información activa del accionista de la sociedad cotizada</i>	49
	<i>c) La extensión del derecho de información a la información pública comunicada a la CNMV y al informe del auditor</i>	50
	<i>d) La eventual restricción del derecho de información</i>	50
E)	La eficacia de las nuevas medidas de participación a distancia de los accionistas	51
	<i>a) El nuevo art. 521 LSC</i>	51
	<i>b) Los principios generales de la participación a distancia</i>	55
F)	Las nuevas medidas de representación de los accionistas	57
G)	La votación de acuerdos	61
	<i>a) El resultado de las votaciones</i>	61
	<i>b) Nulidad de las cláusulas limitativas del derecho de voto</i>	62
IV.	CONCLUSIONES	62

## I. A MODO DE JUSTIFICACIÓN

Son dos las ideas que impulsan nuestra observación del funcionamiento de la junta general. Ninguna novedosa, pues vienen siendo destacadas por cuantos se aproximan al estudio del funcionamiento de este órgano<sup>1</sup>. Mas su vigencia no depende tanto de esa falta de novedad, como de lo contrario: de su permanencia con una eficacia renovada. Es esta característica la que justifica este estudio, animado por la reciente reforma del régimen legal<sup>2</sup>.

La primera idea señala la distancia entre el diseño legislativo y la realidad. Asistimos al evidente desencuentro entre lo que debiera ser el funcionamiento de la junta conforme a las competencias que le corresponden y la no menos indiscutible notoriedad de su ineficiencia a la hora de ser verdaderamente el órgano supremo de la sociedad cotizada.

La segunda idea apunta a una reflexión con contenido jurídico-societario y en relación con la evolución de nuestro ordenamiento. La constatación de la realidad no debe traducirse en un examen limitado del fiasco o mal funcionamiento de un órgano social. Pretendemos ir más lejos y conectar ese hecho con la revisión del que entendemos que es el principio configurador básico de nuestro Derecho de sociedades anónimas en cuanto al poder de decisión. Se trata de determinar si se cumple lo que ha dado en llamarse la “*primacía de los accionistas*”. Ésta ha sido la nota inspiradora de nuestra legislación y encuentra en estos momentos un impulso renovado. De lo primero bastará con remitir a la definición de las competencias exclusivas en materias relevantes a la junta y la definición del interés social (que permanece exclusivamente vinculado con los accionistas). De lo segundo da cuenta la última reforma de nuestra Ley de

---

<sup>1</sup>El debate viene mereciendo una constante y relevante atención doctrinal: al respecto debemos citar la significativa y aún cercana contribución que significó la publicación de AA.VV., *La junta general de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, (coords. Rodríguez Artigas et. al.) Madrid 2009 y, dentro del mismo, la introducción de RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *La Junta general en la encrucijada*, pág. 21 y ss.; con respecto a la Directiva y a su recepción por los distintos ordenamientos, v. AA.VV., *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas*, (dirs. Adriani, N./Embidi Irujo, J.M.), Valencia, 2011, 441 págs.

<sup>2</sup> Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (BOE de 2 de agosto de 2011).

Sociedades de Capital (LSC) -objeto de nuestra revisión detallada- que tiene su origen en las medidas impulsadas desde la Unión Europea.

El análisis de esas medidas concretas debe arrancar de su inserción en un movimiento reactivo hacia la situación de las grandes sociedades en distintos mercados europeos y de la común característica del control de la junta por los administradores a partir de la pasividad de los accionistas. El tradicional reclamo de un mayor activismo accionarial se ha transformado en un término más actual y de mayor profundidad, como es el de consagrar la mencionada primacía de los accionistas. No se trata sólo de que los accionistas ejerciten de manera efectiva sus derechos (sobre todo los políticos), sino de un notable reforzamiento de esos derechos con el objetivo de que cobre virtualidad el dominio de la sociedad por los accionistas, en lugar del que disfrutaban los administradores.

Esta fundamental cuestión es la que actualmente ocupa los debates institucionales, empresariales y doctrinales internacionales y que admite matizaciones, pero siempre a partir de un argumento ineludible: es la junta general el marco en el que debe consolidarse ese eventual poder incrementado de los accionistas, lo que hace que sea ese organismo el destinatario de las principales medidas legislativas que se plantean. El ejemplo más rotundo lo da la Directiva que se ocupa de "*los derechos de los accionistas*"<sup>3</sup> objeto de su reciente transposición a nuestra LSC por medio de la Ley 25/2011<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Directiva 2007/36/CE de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de las sociedades cotizadas (DOUE L nº 184, de 14 de julio de 2007, pp. 17-24). V. 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 AA.VV., *La modernización del Derecho de Sociedades en España. Cuestiones pendientes de reforma* (dirs. Alonso Ledesma, C./Alonso Ureba, A./Esteban Velasco, G.), Cizur Menor, 2011, Tomo I, pág. 149 y ss.

<sup>4</sup> La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en su "Informe de Gobierno Corporativo de las Entidades Emisoras de Valores Admitidos a Negociación en Mercados Secundarios Oficiales" del Ejercicio 2010 se refiere a esta Ley diciendo: "*Esta Ley remueve los obstáculos que dificultaban la participación electrónica en las juntas, de tal modo que todos los accionistas tengan la posibilidad de emitir su voto, con independencia de su lugar de residencia. Además, se regulan otras formas de participación en las juntas, tales como: posibilidad de introducir nuevos puntos o presentar propuestas de acuerdos sobre puntos del orden del día; supresión de las barreras que dificultan el ejercicio del voto por los representantes, lo que permite a los intermediarios financieros ejercitar el voto en sentido divergente en cumplimiento de instrucciones diferentes de sus clientes, etc.*" (pág. 65).

Este estudio analiza si, en el nuevo régimen de la junta, va cobrando virtualidad esa idea de la primacía de los accionistas en relación con las grandes sociedades cotizadas españolas. Por lo tanto, no pretendemos una pormenorizada exposición de lo que se debate en torno a la primacía de los accionistas en otros ordenamientos<sup>5</sup>, sino evaluar el sistema normativo en vigor y la práctica empresarial actual con respecto a esa posible primacía, que consiste, lisa y llanamente, en que sean los accionistas los que (por medio de la junta) detentan el poder superior en relación con la marcha de la sociedad, cuyo interés social será el criterio decisivo a seguir por los administradores en el desempeño de su función de gestión.

#### **A) ¿Un problema que puede resolver la Ley?**

Nuestra exposición se ocupa principalmente de los cambios que para nuestra LSC implica su reforma derivada de la incorporación de la Directiva 2007/36/CE. Una reforma cuyo objeto es tan preciso como relevante: el fomento de los derechos políticos de los accionistas, los de información y voto. La reforma de la LSC tiene un mayor alcance y afecta elementos de la junta general que exceden ese objetivo principal. Esas novedades, en cualquier caso, operan sobre disposiciones de diseño cercano en aspectos distintos.

Estamos ante un nuevo intento de revitalizar la junta en las sociedades cotizadas, como lo viene haciendo el legislador español o el movimiento del buen gobierno corporativo. Es algo sabido, por notorio, pero no por ello descarta una nueva reflexión, esta vez con respecto a las razones de esa porfía normativa, que en sí misma encierra el reconocimiento de su ineficacia. La cuestión es simple: ¿estamos ante un problema de regulación? Si es así, en todo o en parte, este reforzamiento deberá servir para determinar lo que se hizo mal antes y para prever lo que debe quedar enderezado. De no ser afirmativa la respuesta a esa pregunta, habremos de apuntar dónde se encuentra la causa de esa ineficacia de la

---

<sup>5</sup> La denominada primacía de los administradores encuentra defensores en la doctrina estadounidense, a favor de reconocer a los administradores la competencia a la hora de decidir en determinados y trascendentes asuntos: destaca la contribución de BAINBRIDGE, S.M., "Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance", disponible en [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

junta y, por tanto, del empecinamiento legal en formular un diseño de funcionamiento de espaldas a la realidad.

Lo que ha de abordarse también es si, en particular, la estructura de propiedad del capital en las sociedades cotizadas españolas muestra una homogeneidad susceptible de un tratamiento normativo uniforme que revitalice el papel de la junta. E igualmente, si determinadas las características estructurales de nuestras grandes empresas, la simple respuesta legislativa va a permitir la consecución de tal objetivo. Porque ha de recordarse que estamos ante una reforma del régimen de la junta general que enlaza con similares intentos de revisión de su régimen.

### **B) Primacía de los accionistas**

Esa descripción del significado de la primacía de los accionistas no resulta novedosa para nuestro Derecho de sociedades anónimas. El interés social que debe presidir la actuación de los administradores<sup>6</sup> ha sido interpretado como el interés común de los accionistas. A los accionistas, constituidos en junta general, se les atribuye una superioridad esencial sobre los administradores, consistente en evaluar de manera regular y periódica la gestión social, en decidir sobre su nombramiento o cese y en la posibilidad de interponer una demanda contra aquellos administradores a los que se considere responsables de cualquier lesión hacia la sociedad (el llamado derecho de control o también poder de supervisión o administración latente<sup>7</sup>). Esa superioridad es compatible con una expresa atribución de competencias, de forma que la junta tenga asuntos concretos sobre los que pronunciarse (art. 160 LSC) lo que supone el reconocimiento de una función de control directo (injerencia de la Junta, dentro de los límites que permita la Ley, en el ámbito de gestión<sup>8</sup>), mientras que los administradores tienen reservadas cuantas actuaciones tienen cabida en el ámbito de su poder de gestión y

---

<sup>6</sup>Sobre el interés social, v. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa", en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, t. II, Cizur Menor, 2006, pág. 851 y ss.

<sup>7</sup> GIRÓN, J., *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid, 1952, págs. 284 y 359.

<sup>8</sup> ESTEBAN VELASCO, G., "Estructura orgánica de la sociedad de responsabilidad limitada", *La reforma del derecho de sociedades de responsabilidad limitada*, RdS núm. Extraordinario 1994, pág. 401 y en, *Acuerdos de la Junta General de socios de la sociedad limitada en asuntos de gestión y de responsabilidad de los administradores*, RdS núm. 18, 2002, pág. 219.

de representación de la sociedad (art. 234.1 LSC). Las normas de buen gobierno han tratado de resaltar este último aspecto por medio de una enunciación pormenorizada de las políticas o decisiones que competen al consejo de administración<sup>9</sup>, pero ello no puede diluir el elemento esencial de que será la junta la que en cada momento disponga del poder de revisar el ejercicio de esos poderes y decidir si, conforme a lo dispuesto en la LSC, la actuación de los administradores merece o no ser sancionada. Junto a ello, son numerosas las decisiones relevantes cuya válida adopción queda exclusivamente reservada a la junta general tal y como ya se estableció en el CUGB al recomendar que en relación con determinados actos se solicite la intervención de la junta<sup>10</sup>. Todo ello, sin perjuicio del poder de preparación o información del correspondiente acuerdo que se reconoce a los administradores.

Sin embargo, el diseño legal se vio alterado por una serie de factores concluyentes para que, al fin y a la postre, la junta no dejara de ser sino una mera caja de resonancia de lo aprobado y propuesto por el consejo. Las razones de esa situación han sido ampliamente estudiadas y nos limitaremos a sintetizarlas: (i) la masiva ausencia de accionistas concurrentes a la junta; (ii) la correlativa influencia que cobra su representación para alcanzar el voto mayoritario; y (iii) la inexistente o marginal actuación de los accionistas en la fase previa de la junta o en su celebración. En los últimos años, la evolución de nuestro ordenamiento en relación con las sociedades cotizadas ha tratado de incidir sobre esas razones, de manera que se produjera un cambio sustancial de esa sumisión de facto de la junta a los intereses de los administradores, fomentando una mayor participación de los accionistas.

Esa tendencia se ve ahora no ya confirmada, sino sustancialmente fortalecida con el reconocimiento normativo de medidas orientadas a: (i) facilitar la participación en la junta de accionistas distantes (que ya no ausentes); (ii) introducir un mayor rigor en las reglas de representación de los accionistas, de manera que la representación concedida a los administradores o terceros vinculados con ellos no surta efectos en asuntos en los que se de una situación de conflicto de interés y, además,

---

<sup>9</sup>V. *Código Unificado de Buen Gobierno* (CUBG), Recomendación 8.

<sup>10</sup> FERNANDEZ TORRES, I., *La reactivación de la junta general en el código unificado de gobierno corporativo: aproximación a las competencias implícitas*. Documento de Trabajo. Departamento de Derecho Mercantil nº 2007/11, junio 2007, pág. 14 y ss.

facilitando que esa representación puedan ostentarla sujetos extraños a la sociedad; y (iii) ampliar el derecho de participación de los accionistas en la convocatoria y su derecho de información en relación con los asuntos a tratar, con el consiguiente endurecimiento del deber de información a cargo de la sociedad. Son medidas en las que la aplicación de nuevas tecnologías de información y comunicación, resultan esenciales para dotarlas de efectividad.

### **C) La alternativa: reforma o su supresión de la junta en la sociedad cotizada**

Partimos de una alternativa radical: si la junta general de accionistas de la sociedad anónima cotizada debe seguir existiendo, porque cumple de forma eficiente su papel en el sistema de gobierno corporativo -controlar de forma eficaz la gestión social que desarrollan los administradores- o si, como opción traumática, la junta debe ser suprimida y sustituida por instancias externas de control de la gestión<sup>11</sup>.

Entre los argumentos *a favor de suprimir* la junta general en las sociedades anónimas cotizadas podrían alegarse los siguientes:

- (i) su propia estructura, con las dificultades de convocatoria y celebración que implica, impide que pueda ejercerse la función de control de la gestión social con la frecuencia necesaria para que ese control sea eficiente;
- (ii) todas las medidas que se han adoptado para implicar a los accionistas de forma más activa en el control social tropiezan con la falta de interés económico de la gran mayoría de los accionistas, porque "*su apatía*" tiene causas financieras que consisten en que sus objetivos de inversión se proyectan a corto plazo. En este sentido resulta paradigmático el ejemplo de la introducción de las acciones sin voto;
- (iii) el coste económico de la celebración de las juntas generales no se ve compensado por un rendimiento acorde;

---

<sup>11</sup>La alternativa ya la planteó abiertamente SÁNCHEZ CALERO, F., *La Junta General en las Sociedades de Capital*, Madrid, 2007, pág. 635 y ss.: "*El deficiente funcionamiento de la junta general hace aconsejable o bien la supresión de éste órgano, o su reforma radical mediante un régimen específico ...*".

- (iv) mantener las juntas generales implica prolongar una falsa apariencia de control democrático de la gestión que sólo beneficia a los administradores que gestionan sin control o con el apoyo de determinados accionistas que, siendo minoritarios, ostentan de facto el control.

Frente a lo anterior podemos encontrar los siguientes argumentos a favor de mantener la existencia de la junta general de las sociedades cotizadas:

- (i) debe mantenerse la estructura democrática (plutocrática) de distribución de poder en el seno de dichas sociedades que responde, en última instancia al derecho de propiedad constitucionalmente protegido;
- (ii) debe mantenerse una instancia interna de control de la gestión por los propios accionistas que aportan el capital de riesgo y que no deben de ser sustituidos en el ejercicio de dicho control por instancias públicas externas que en todo caso deben de velar por los intereses públicos;
- (iii) en situaciones de cambio de control, la existencia de la junta es el único mecanismo que permite superar el conflicto de interés que puede darse en los administradores ante OPAs hostiles, como recoge la regulación de las OPAs al establecer la recuperación de sus plenas facultades de control por la junta; y
- (iv) las soluciones alternativas a la legitimación de la junta como órgano de control carecen de una mínima referencia empírica.

La oportunidad de plantear esta disyuntiva responde a la reciente publicación de la Ley 25/2011. La reforma que esta disposición ha introducido en el régimen de las sociedades anónimas cotizadas, potenciando los derechos de participación (asistencia, información y voto) de sus accionistas supone, como resulta obvio, un nuevo intento por dotar a la junta de vigencia y obliga a replantear la alternativa señalada.

Tanto el Derecho comunitario como, por consiguiente, el Derecho español han optado por la primera de las soluciones que consiste en potenciar los derechos de participación de los accionistas de estas

sociedades cotizadas –fundamentalmente, el derecho central de voto y los periféricos de asistencia e información– en la confianza de que ello permita el control eficiente de la gestión. Dado que estos derechos se ejercen con ocasión y en el ámbito de la celebración de las juntas generales de accionistas, habrá que ver si este “último tren” nos puede conducir a la estación de destino deseada o, por el contrario, si estamos ante una nueva muestra del voluntarismo político por resucitar un cadáver, en lugar de levantar acta de defunción. La reforma introducida por la Ley 25/2011 es recentísima<sup>12</sup>. Cuenta, sin duda, con el argumento favorable basado en la introducción de las nuevas tecnologías. Sin embargo, hasta que no transcurran unos años no contaremos con una experiencia mínima de su aplicación práctica que permita emitir un juicio fundado sobre la eficacia en la conversión de la junta en un órgano de control eficaz de la gestión. La revisión que sí que se basará en la confrontación de las novedades legales con la experiencia conocida con el fin de analizar si las reformas incorporadas al Derecho español por la Ley 25/2011 son eficaces para revitalizar a la junta general de accionistas y que cumpla con su misión como órgano supremo de decisión de los destinos de la sociedad. El ámbito de nuestro estudio es el de las sociedades anónimas cotizadas que son objeto de reformas para la mejora del gobierno corporativo de las sociedades de capital<sup>13</sup>.

## **II. ASPECTOS GENERALES: LA INEFICIENCIA DE LA JUNTA GENERAL COMO ÓRGANO SUPREMO DE DECISIÓN Y LA VOLUNTAD POLÍTICA DE SUPERARLA**

### **A) El supuesto órgano supremo que se limita a ratificar lo que presentan los administradores**

La gestión de las sociedades anónimas cotizadas debe ser eficiente en interés tanto de sus accionistas actuales (interés privado) como de los inversores en el mercado de valores que –mediante las compraventas en

---

<sup>12</sup> Recuérdese que, conforme a su disposición final sexta, entró en vigor el 2 de octubre de 2011.

<sup>13</sup> El *Libro Verde sobre la Normativa de Gobierno Corporativo de la UE* [Comisión Europea, Bruselas 5.4.2011, COM (2011) 164 final] se refiere a las “empresas que cotizan en bolsa” como destinatarias principales de las normas europeas sobre gobierno corporativo, aunque admite que “un buen gobierno corporativo puede ser importante también para los accionistas de las empresas que no cotizan en bolsa”.

los mercados secundarios de valores- son accionistas potenciales (interés público). El grado de esa eficiencia de la gestión se plasma en la cotización de sus acciones, que refleja de forma difusa la eficiencia de la gestión durante la vida normal de la sociedad y de forma concreta en situaciones de cambio de control, cuando se plasma en forma de diferencial entre la cotización actual y la que incorpora la prima de control que el oferente está dispuesto a ofrecer. Por eso, ante OPAs hostiles, los gestores actuales de la sociedad cotizada suelen afirmar que la cotización de sus acciones no refleja adecuadamente las plusvalías latentes que produciría su administración eficiente. Es un argumento tan manido, como débil, pues obliga a quien lo formula a explicar las razones de su fracaso en una gestión eficiente y adecuadamente reflejada en la cotización bursátil.

Para que la gestión sea eficiente es necesario que esté controlada y ese control se ejerce por dos tipos de instancias: las internas, constituidas por los propios accionistas actuales en el ámbito -físico o virtual- de su junta general y externas, por las autoridades de supervisión del mercado de valores (en España, la CNMV), cuya actuación anima el interés público general de los mercados financieros por contar con sociedades eficientes, junto al interés público particular de los inversores que puedan estar interesados en comprar acciones de aquellas sociedades.

Nuestro estudio parte de una paradoja que entronca con los primeros estudios sobre gobierno corporativo de las sociedades de capital. El consenso general sobre la necesidad de que los accionistas tengan la última palabra en la decisión sobre el destino de sus sociedades se ve contrarrestado por un consenso también unánime sobre la incapacidad del órgano que está llamado a hacer oír sus voces -la junta general- para determinar aquellos destinos<sup>14</sup>.

En efecto, por una parte, toda la regulación del gobierno corporativo se basa en el paradigma de que son los socios quienes -como propietarios de las empresas- deben regir sus destinos y, por ello, el órgano que los representa plutocráticamente -la junta general de accionistas- se califica como el órgano supremo. Esa superioridad se debe manifestar en la

---

<sup>14</sup>Al contraste entre el mantenimiento de las competencias soberanas por la junta general en el plano formal y la realidad del paso de dichas competencias al consejo de administración se refería SÁNCHEZ CALERO, F., *La Junta General en las Sociedades de Capital*, cit. págs. 637 y ss.

capacidad última de control de la gestión social que desarrollan los administradores, que son, en definitiva, mandatarios de los socios.

Por otra parte, el examen de la realidad de las sociedades cotizadas nos muestra que sus juntas generales tienen un carácter litúrgico, carecen de un poder de control efectivo de la gestión y se limitan, en la mayoría de las ocasiones, a ratificar lo que ha decidido y muchas veces incluso ejecutado el reducido número de administradores que llevan la gestión efectiva de la sociedad. De tal modo que, tras el primer desplazamiento del poder real desde los accionistas reunidos en junta general a los administradores, se ha producido un segundo desplazamiento de aquel poder desde el órgano de administración hacia los gestores ejecutivos<sup>15</sup>.

El resultado final es que, en la actualidad, cualquier observador objetivo de la realidad de las grandes sociedades cotizadas puede constatar que las decisiones esenciales de su gestión parten de un reducidísimo grupo de gestores ejecutivos y se van ratificando con el beneplácito formal de sus consejos de administración y de sus juntas generales de accionistas.

### **B) La ineficiencia de la junta**

Pues bien, el anterior contraste se considera ineficiente y peligroso porque transmite una imagen distorsionada de la realidad y contribuye a perpetuar, en interés de los administradores, la gestión descontrolada que siempre acaba ejercitándose "*pro domo sua*" (por ejemplo, en forma de retribuciones por completo desproporcionadas en relación con los mismos resultados de su gestión, como puede verse con los "*bonus*" abusivos que vienen percibiendo los administradores de las entidades financieras en crisis socorridas con fondos públicos). Esta situación se ha pretendido remediar –sin éxito hasta el momento– por el Derecho comunitario y los ordenamientos nacionales.

Para buscar las soluciones adecuadas, hay que partir del diagnóstico que nos muestra que la ineficiencia de la junta general obedece, en última instancia, a una apatía racional de los accionistas que no encuentran en su implicación en controlar la gestión un estímulo que compense –en

---

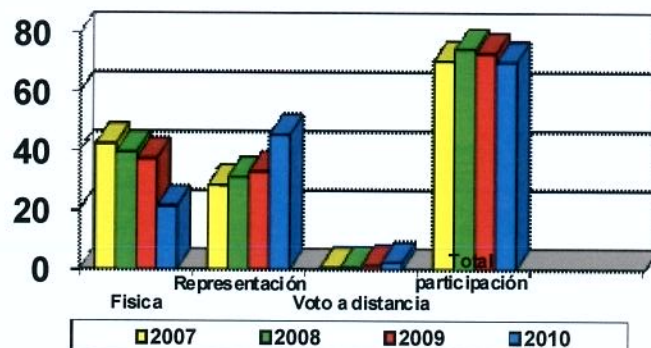
<sup>15</sup>A este "*segundo desplazamiento*" nos referíamos en nuestro estudio TAPIA HERMIDA, A.J., "La Junta General de Accionistas de la Sociedad Anónima Cotizada", en AA.VV., *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, Vol. III, Madrid 2002, págs. 2923 y ss.

términos de coste/beneficio- los gastos y esfuerzos precisos para actuar en el seno de la junta general. Esa apatía –que se encuentra ya en el origen de la introducción de las acciones sin voto- responde a que los accionistas externos relevantes operan en escenarios cortoplacistas, mientras que una implicación efectiva en el control de la gestión suele ser rentable a medio o largo plazo<sup>16</sup>.

La paradójica apatía de la junta, el diagnóstico del desinterés racional de los accionistas y la búsqueda de medidas que permitan combatir aquella enfermedad se plantean tanto en la vida normal de las sociedades cotizadas como en situaciones donde el cambio de control exige restaurar, de forma inmediata, la correspondencia entre propiedad y control efectivo de la sociedad cotizada. Esto último sucede en escenarios de formulación de ofertas públicas de adquisición sobre sociedades cotizadas. Veamos cómo los Informes comunitarios, las Directivas y las leyes que han incorporado sus mandatos armonizadores en nuestro ordenamiento han tratado de combatir la ineficiencia de la junta. Es importante advertir que esa apatía se manifiesta no tanto en la falta de asistencia de los accionistas a las juntas generales sino más bien en la falta de implicación efectiva en el control de los administradores. En efecto, las cifras de asistencia a las juntas no tienen una correlación efectiva con la implicación en el control de la gestión porque aquellas cifras elevadas de asistencia y voto en las juntas de accionistas descansan en los mecanismos de la representación legalmente admisibles. Y, dado que estas representaciones otorgadas por los accionistas resultan insustituibles, los esfuerzos deben dirigirse a hacerlas cada vez más conscientes e informadas.

---

<sup>16</sup>El *Libro Verde sobre la Normativa de Gobierno Corporativo de la UE*, cit., págs. 12 y 13, relaciona la "falta de implicación adecuada de los accionistas" con los "planteamientos a corto plazo de los mercados de capitales" y por ello, en su cuestionario (págs. 24 y ss.), pregunta por "las normas jurídicas que existan en la UE que, en su opinión, puedan contribuir a que los inversores adopten planteamientos a corto plazo inapropiados y expliquen cómo podrían, en su opinión, modificarse estas normas para impedir este tipo de comportamientos" (13) y si "¿deben tomarse medidas –y, en tal caso, cuáles- en relación con las estructuras de incentivos y la evaluación de los gestores de activos que administran las carteras de inversores institucionales a largo plazo?" (14).



La CNMV, en su Informe Anual de Gobierno Corporativo de las Compañías del IBEX 35 del ejercicio 2010 (págs. 39 y ss.), constata que el porcentaje medio de asistencia a las juntas de accionistas descendió desde el 73,3% en 2009 al 71,5% en 2010 y que existe una proporción inversa que demuestra que, cuanto mayor es el porcentaje de accionistas minoritarios, menor es el nivel de participación en las juntas. En particular, ninguna de las juntas generales tuvo una participación inferior al 50%.

### C) La voluntad política de superar la anterior ineficiencia. Las medidas para revitalizar la junta general de accionistas

a) *Presupuestos: la estructura de control de la gestión de las sociedades cotizadas.*

Para determinar las medidas que puedan ser eficaces para revitalizar la junta general de accionistas de las sociedades cotizadas como instrumento de control de la gestión, debemos empezar por delimitar los elementos subjetivos, objetivos y circunstanciales que componen dicha estructura de control. La regulación comunitaria y española, se refieren a los accionistas externos con derecho a voto –que se identifican como inversores– como los sujetos protagonistas del control, excluyendo, por razones obvias, a los accionistas de control. El instrumento central de control es el derecho de voto, en función de cuyo ejercicio se disponen los derechos periféricos o instrumentales de asistencia e información. El

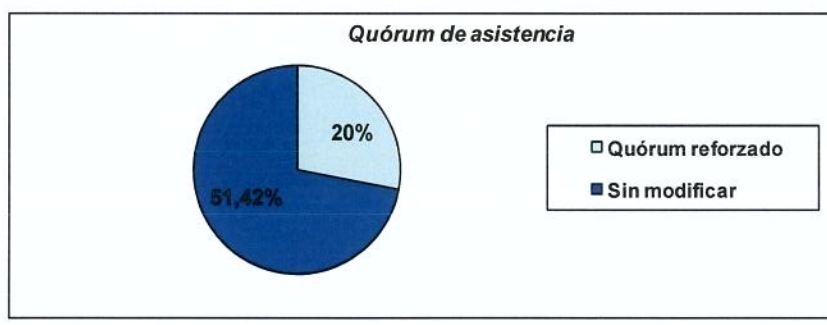
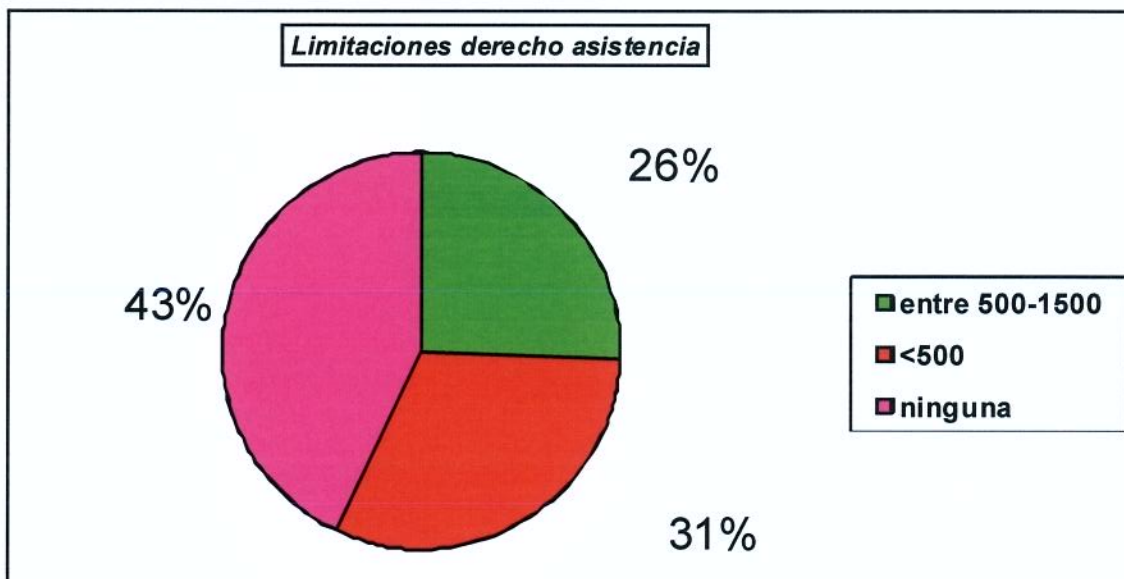
espacio –real o virtual– donde aquellos accionistas ejercen sus derechos de control es la junta general.

Cuando analizamos la eficacia de la junta general de accionistas como órgano interno de control de la gestión social que desarrolla el consejo, es importante destacar que la junta actúa mediante acuerdos y que ha de repararse en la diferente incidencia que sobre el control de la gestión tienen los diversos tipos de acuerdos que adoptan las juntas generales. Así, podemos diferenciar entre los acuerdos de control objetivo sobre la gestión, como son los de aprobación de las cuentas anuales y aplicación del resultado de cada ejercicio y los de control subjetivo de la gestión, entre los que podríamos incluir tanto los de nombramiento o destitución de los administradores como los de remuneración de estos últimos.

Por lo anterior, si examinamos los respectivos porcentajes de votos a favor y en contra de ambos tipos de acuerdos, podemos precisar el grado de control objetivo y subjetivo de la gestión que hace cada junta general. Se trata de una labor que puede realizarse examinando los datos que refleja el apartado E.8 del Informe Anual de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas

En cuanto se refiere a la facilidad de participación de los accionistas en las juntas generales, es evidente que el uso por las sociedades cotizadas de las facultades de incluir en sus estatutos sociales la exigencia de un número mínimo de acciones para gozar del derecho de asistencia al amparo del art. 179.2 de la LSC o el proceder a reforzar estatutariamente los quórum de constitución tanto en las hipótesis normales (art.193 LSC), como en los casos especiales en que es preciso reunir un quórum reforzado (art.194 LSC), suponen obstáculos para facilitar aquella participación y para que la participación de los accionistas minoritarios resulte efectiva.

En la práctica española que se recoge de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo de 2010, podemos diferenciar tres tipos de sociedades cotizadas del IBEX 35 en función de uso que hagan de aquellas facultades estatutarias de exigir un número mínimo de acciones para asistir a sus juntas generales o de reforzar sus quórum constitutivos: (i) sociedades que no establecen ninguna de aquellas limitaciones estatutarias y, por lo tanto, potencian al máximo la participación de sus accionistas; (ii) sociedades con ambas limitaciones estatutarias; y (iii) sociedades con alguna de ambas limitaciones estatutarias.



La CNMV, en su "Informe de Gobierno Corporativo de las Entidades Emisoras de Valores Admitidos a Negociación en Mercados Secundarios Oficiales" del Ejercicio 2010 (pág.6 y 65 y ss.) señala que "se ha reducido el porcentaje de sociedades que exigen un número mínimo de acciones para poder asistir a la junta (del 57,3% en 2008 al 54,2% en 2010)".

Esta descripción general de la estructura de control debe adaptarse a cada caso en función de dos variables:

- (i) El grado de concentración o dispersión del capital social, de tal modo que, por regla general, una mayor dispersión facilita el control<sup>17</sup>.

<sup>17</sup>El Libro Verde sobre la Normativa de Gobierno Corporativo de la UE, cit., pág. 12, se refiere al distinto comportamiento de los accionistas de las sociedades con un

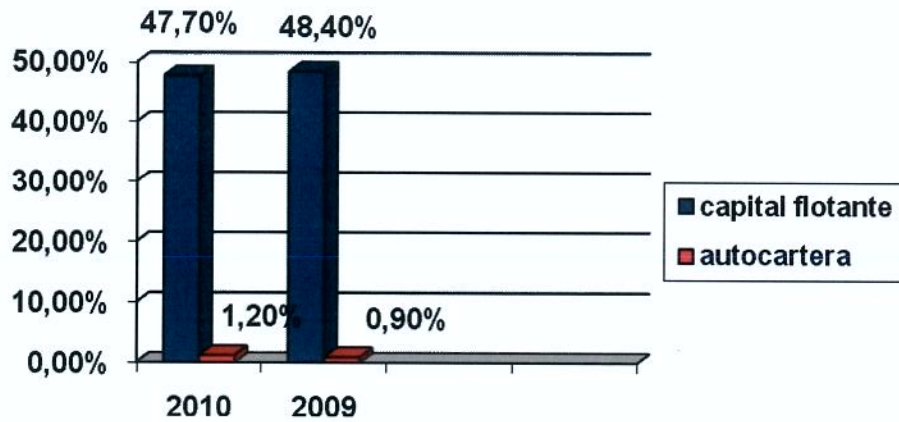
La CNMV, en su "Informe de Gobierno Corporativo de las Entidades Emisoras de Valores Admitidos a Negociación en Mercados Secundarios Oficiales" del Ejercicio 2010 (pág.11 y ss.) se refiere a la "estructura de la propiedad" de estas sociedades diciendo lo siguiente:

- El importe agregado de capitalización bursátil de las sociedades analizadas ha disminuido un 14,9% con respecto al cierre del ejercicio 2009. Por sectores, el mayor peso en la capitalización corresponde a los bancos con un 25,5% (30,9% en 2009), seguido del sector energía y agua con un 24,4% (23,8% en 2009) y transporte y comunicaciones con un 19,6% (18,8% en 2009).
- El promedio de capital flotante se ha situado en el 35,6% (35,8% en 2009). Al igual que el año anterior, un 66% de las sociedades cotizadas mantienen un capital flotante superior al 25%, mientras que en 12 sociedades (13 en 2009) es inferior al 5%, de las cuales seis pertenecen al sector inmobiliario.
- A cierre del ejercicio 2010, la autocartera de las sociedades cotizadas aumentó, en promedio, 0,2 puntos porcentuales respecto al año anterior, hasta situarse en el 1,3%.
- En el 28,1% de las sociedades cotizadas (31,4% en 2009) existe alguna persona, física o jurídica, que posee la mayoría de los derechos de voto o que ejerce o puede ejercer el control.
- El consejo de administración ha aumentado ligeramente su participación hasta el 29,7% (29% en 2009).
- El número de sociedades en las que la suma de participaciones significativas junto con los paquetes accionariales en poder del consejo superan el 50% del capital han pasado a representar el 76,5% (75% en 2009).

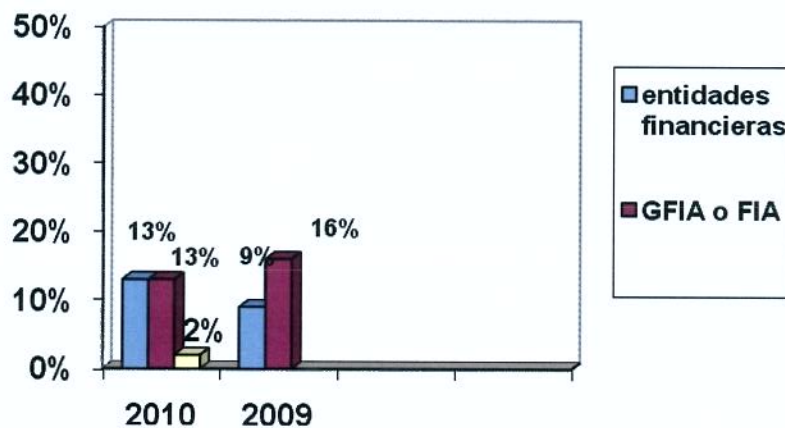
---

accionariado disperso del caso en que existe un accionista dominante o de control. En nuestra doctrina, SÁNCHEZ CALERO, F., *La Junta General en las Sociedades de Capital*, cit., págs. 633 y ss., se refería a la influencia del grado de concentración del accionariado en la eficiencia de la actuación de la junta general y, en concreto, en la pág. 639, se refería a "*la práctica anulación de la función de la junta general que resulta de la experiencia de su funcionamiento se ve facilitada cuando es compacto el grupo de control de la sociedad, lo que es frecuente entre nosotros*". Este grado de concentración y su influencia en el nivel de participación en las juntas lo constata la CNMV, en su "Informe de Gobierno Corporativo de las Entidades Emisoras de Valores Admitidos a Negociación en Mercados Secundarios Oficiales" del Ejercicio 2010 (pág.6 y 65 y ss.) cuando señala que "*el porcentaje promedio de capital que participa en las juntas es inversamente proporcional al porcentaje de capital flotante de la sociedad, de tal forma que los porcentajes máximos de participación coinciden con los porcentajes mínimos de capital flotante*".

### Estructura de propiedad



### Tipología de inversores



- (ii) El nivel de “*institucionalización*” de sus accionistas externos, porque, cuanto mayor sea el porcentaje del capital de riesgo externo en manos de inversores institucionales, mayor debería ser el grado de implicación activa de los gestores de estos fondos de inversión o de pensiones mediante el ejercicio consciente e informado de los derechos políticos inherentes a las acciones que tienen en sus respectivas carteras

En lo que se refiere a la participación en las juntas de los inversores institucionales, conviene recordar que están implicados dos aspectos regulatorios. El primer aspecto afecta a los deberes legales y reglamentarios que se imponen a los gestores de tales inversores, para

que ejerciten los derechos políticos de las acciones que están en sus carteras y expliquen a sus partícipes o accionistas sus políticas de activismo societario (así ocurre con las SGIIC respecto de los fondos de inversión gestionados conforme al art. 46.1.d de la LIIC y art. 81.1.i del RIIC y con las comisiones de control o las entidades gestoras de los fondos de pensiones de acuerdo con el art. 69.6 del RFPF)<sup>18</sup>.

Un segundo aspecto contempla el grado de conocimiento que las sociedades cotizadas tienen de las políticas de ejercicio de sus derechos políticos por parte de los inversores institucionales que figuran entre su accionariado. En nuestro ordenamiento, sería interesante establecer un deber de estos inversores institucionales de comunicar a las sociedades cotizadas aquellas políticas de activismo societario que tienen que comunicar a sus propios partícipes o accionistas.

Entre nosotros, las sociedades cotizadas más relevantes del IBEX 35 constatan, en el apartado E.11 de sus respectivos Informes Anuales de Gobierno Corporativo, su desconocimiento de la política de los inversores institucionales de participar o no en las decisiones de la sociedad. (De hecho, sólo dos compañías de las que integran el IBEX-35 (el 5,71%) tienen conocimiento de la política de los inversores institucionales.

- (iii) Las circunstancias por las que atraviese la sociedad, porque los mecanismos de control operan de diversa manera según la sociedad cotizada se encuentre en un periodo normal de actividad o se vea afectada por una OPA –amistosa u hostil- que conduzca a un cambio de control. A continuación nos referiremos a estas dos hipótesis.

*b) Medidas durante la vida normal de la sociedad*

En primer lugar, la ineficiencia expuesta de la junta se pretende combatir durante la vida normal de la sociedad cotizada en los niveles indicados:

- a) Los últimos informes comunitarios destacan la paradoja e identifican los obstáculos para la implicación de los accionistas en el gobierno

---

<sup>18</sup>V. TAPIA HERMIDA, A.J., "El activismo societario de los principales inversores institucionales: fondos de inversión y fondos de pensiones", en AAVV, *Gobierno corporativo y crisis empresariales. II Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil*, Madrid, 2006, págs. 523 y ss.

corporativo de las sociedades cotizadas. Así, el *Libro Verde sobre la Normativa de Gobierno Corporativo de la UE*<sup>19</sup> –siguiendo los pasos del *Libro Verde sobre el Gobierno Corporativo en las Entidades Financieras y las Políticas de Remuneración*<sup>20</sup> identifica, como uno de los tres temas centrales para el gobierno corporativo el hecho de que “*la normativa de gobierno corporativo se basa en el supuesto de que los accionistas se implican en las empresas y hacen que su cuerpo directivo rinda cuentas de su actuación. Sin embargo, se ha constatado que la mayoría de los accionistas son pasivos y con frecuencia se preocupan solo por los beneficios a corto plazo*”. En concreto, se identifican como obstáculos los planteamientos a corto plazo de los mercados de capital, la relación de comisión entre los inversores institucionales y los gestores de activos, los conflictos de intereses en el sector financiero, los obstáculos a la cooperación de los accionistas, el papel de los asesores de voto y la falta de transparencia de los inversores con respecto a los emisores de acciones.

b) En el Derecho comunitario vigente, la Directiva 2007/36/CE, busca potenciar el ejercicio del derecho de voto y los restantes derechos vinculados al mismo porque “*el control efectivo por parte de los accionistas es un requisito indispensable para el buen gobierno de las empresas y debe, por lo tanto, facilitarse y fomentarse*”<sup>21</sup>. Como se indicó, la anterior Directiva se ha incorporado al Ordenamiento español por la Ley 25/2011. El común denominador de las medidas adoptadas por las sociedades cotizadas españolas para fomentar la participación de sus accionistas en las juntas generales es la potenciación del uso de los instrumentos electrónicos y, en concreto, de internet mediante sus páginas *web*.

La CNMV, en su Informe Anual de Gobierno Corporativo de las Compañías del IBEX 35 del ejercicio 2010 (págs. 40 y ss.), constata que, a pesar del interés mostrado por las compañías cotizadas en favorecer la participación de sus accionistas minoritarios en las juntas generales, el crecimiento del porcentaje de dichos minoritarios se correspondió, en 2010, con un menor nivel de participación en las juntas. En concreto, en su “Informe de Gobierno Corporativo de las Entidades Emisoras de Valores Admitidos a Negociación en Mercados Secundarios Oficiales” del Ejercicio 2010 (pág.6 y 65 y ss.) señala que “*el porcentaje medio de asistencia a las juntas generales de accionistas se situó, en el ejercicio 2010, en el 73,9% del*

---

<sup>19</sup>Comisión Europea, Bruselas 5.4.2011, COM (2011) 164 final.

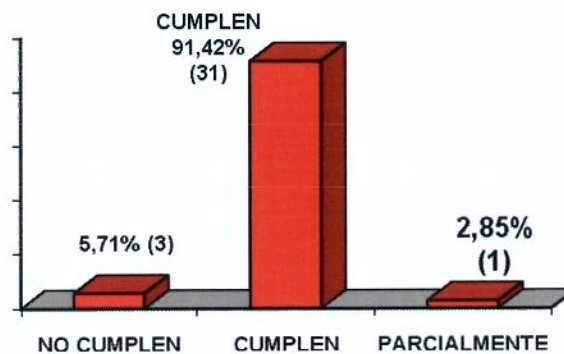
<sup>20</sup>Comisión Europea, Bruselas 2.6.2010, COM (2010) 284 final.

<sup>21</sup>Considerando (3).

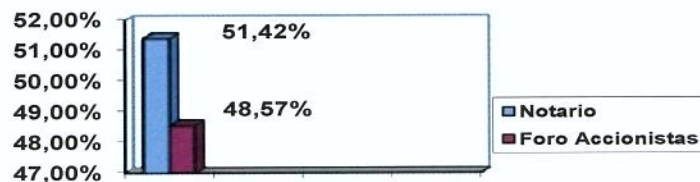
capital social (74,9% en 2009), disminuyendo tanto la presencia física como la participación mediante representación y el voto a distancia”.

Algunas sociedades cotizadas del IBEX 35 detallan en sus Informes de 2010 las medidas prácticas adoptadas para fomentar la participación de sus accionistas en las juntas generales tales como la posibilidad de asistir a las juntas siendo propietario de una sola acción , la inexistencia de un sistema de bloqueo de acciones para la identificación de las personas que pueden asistir a las juntas, la asistencia remota por medios telemáticos, la votación separada de asuntos, como el nombramiento de los consejeros, la delegación en cualquier persona, sea o no accionista, o la asistencia de notario para levantar acta de la junta, (la publicación de la convocatoria en numerosos medios de comunicación superando las exigencias legales, la elaboración de una guía práctica del accionista, la celebración de las juntas en locales con las mejores condiciones físicas posibles, la entrega de un programa de asistencia a la junta, la contratación de los servicios de agencias e intermediarios financieros, la posibilidad de acceso a la retransmisión de la junta, etc. Las medidas más frecuentes son aquellas que prevén la asistencia de un Notario a la junta y la puesta en marcha del Foro de Accionistas.

### Votación separada de asuntos



### Medidas para fomentar participación



c) *Medidas en situaciones de cambio de control de la sociedad*

La ineficiencia de la junta general en el control de los administradores resulta especialmente cuestionable en situaciones de cambio del control social. Por ello, en estas situaciones se pretende combatir en los niveles indicados:

a) El Informe sobre las OPAs, de 10 de enero de 2002, elaborado por el Grupo de Expertos de Alto Nivel de Derecho de Sociedades de la Unión Europea<sup>22</sup> identificó como principios fundamentales el de libre decisión de los accionistas y el de proporcionalidad entre riesgo y control y, en consecuencia, sugirió la modificación de la Propuesta de Directiva sobre OPAs en aspectos tales como el precio equitativo que ha de ofrecerse en las mismas y los derechos de compra y venta obligatoria.

b) La Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición, estableció un conjunto de mecanismos para que las juntas generales recobraran su capacidad de control sobre los gestores en tales situaciones, destacando especialmente las obligaciones del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada (art. 9) y las medidas de neutralización de las defensas (art. 11). La conexión de esta regulación comunitaria específica de las OPAs con la genérica del gobierno corporativo se percibe cuando comprobamos que el art. 5.1 de la Directiva 2007/36/CE, refiriéndose a la “*información previa a la junta general*”, empieza con una salvedad a lo estipulado en los arts. 9.4 y 11.4 de la Directiva 2004/25/CE.

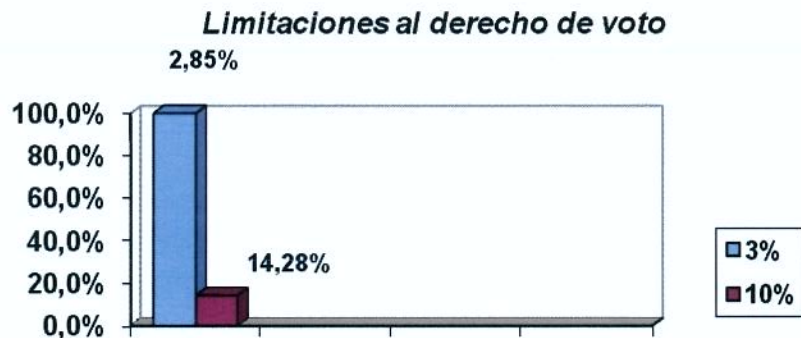
c) Las modificaciones que introdujo la Ley 6/2007 en el Capítulo V del Título IV de la LMV, sobre las OPAs, y su desarrollo por el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, también han incidido en la recuperación –al menos, momentánea– del poder de control de la gestión por parte de la junta general. En este sentido, hay que referirse en particular al capítulo VI del Real Decreto 1066/2007 que trata de las “*defensas frente a las ofertas públicas de adquisición*”, limitando la actuación de los administradores de la sociedad afectada y de su grupo y condicionándola a la eventual autorización de la junta general de accionistas (art. 28),

---

<sup>22</sup>Ver la traducción de GARRIDO, J.M., en RDBB nº 89 (2003), págs. 277 y ss.

dejando en manos de dicha junta general la decisión de aplicar o no las medidas de neutralización de otras defensas (art. 29)<sup>23</sup>.

La lectura de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo de 2010 revela que en 6 sociedades persisten las cláusulas limitativas del número máximo de votos que pueden emitirse si bien, en este ejercicio 2011, tras la entrada en vigor de la LSC, todas las compañías deberán eliminar dicha cláusula.



d) *Insuficiencia de las medidas para remediar la falta de una implicación adecuada de los accionistas en el control de la gestión de la sociedad cotizada.*

Los Informes más recientes en el ámbito comunitario –como es el *Libro Verde sobre la Normativa de Gobierno Corporativo de la UE*<sup>24</sup> consideran necesario que los accionistas se impliquen de forma activa en el sistema de gobierno corporativo supervisando la gestión empresarial, manteniendo un diálogo fluido con el consejo y ejerciendo los derechos de voto y cooperación, hemos visto también que los mismos informes comunitarios dicen que la causa esencial de la falta de implicación adecuada de tales accionistas tiene carácter financiero, porque obedece a la falta de interés de los accionistas en la creación de valor a largo plazo dados los planteamientos de corto plazo, de aquellos accionistas en los mercados de valores como inversores en el capital de las sociedades cotizadas. En consecuencia, podemos anticipar que la potenciación de los derechos de participación de los accionistas –en el sentido de la Directiva

<sup>23</sup> FERNÁNDEZ TORRES, I., “Luces y sombras en la reforma de opas: el papel de la junta general en relación con las medidas defensivas”, RDBB 110, 2008, pág. 7 y ss.

<sup>24</sup> Comisión Europea, Bruselas 5.4.2011, COM (2011) 164 final.

2007/36/CE y de nuestra Ley 25/2011–no servirá para remediar aquella apatía porque no incide en el problema esencial de la falta de interés financiero que condiciona el comportamiento de los accionistas. Por ello, cabe hacer una “*enmienda a la totalidad*” de esta reforma de los derechos de los accionistas de las sociedades cotizadas, que seguirá siendo una muestra de voluntarismo jurídico al conferir nuevos derechos o facilitar el ejercicio de los derechos existentes para unos accionistas que no los ejercerán, mientras no se encuentren fórmulas para traducir sus intereses económicos en la implicación en el control de la sociedad a largo plazo.

En relación con lo anterior, procede recordar que las acciones de las sociedades cotizadas presentan dos tipos de valores susceptibles de reflejarse en su cotización: el valor puramente financiero que deriva de sus derechos económicos como el dividendo y el valor político que deriva de su poder de influir en la gestión mediante el voto y sus facultades periféricas de informarse y asistir a las juntas generales que se refleja en la cotización y se concreta en forma de prima de control ante las OPAs. En este sentido, sería posible afirmar que la potenciación de los derechos políticos, en la medida en que repercutan en mejorar la cotización de sus acciones, colabora a dotar de interés financiero al activísimo corporativo<sup>25</sup>.

#### **D) El contraste entre la regulación obligatoria del gobierno corporativo en la LSC y la regulación voluntaria en el CUBG. Diferencias, distorsiones y problemas de aplicación**

Uno de los objetivos que persigue el gobierno corporativo es que los accionistas controlen a los gestores en las grandes corporaciones que acuden a los mercados de valores para financiarse y, por ello, dentro de él se inscribe el deseo de revitalizar la junta general de accionistas de la sociedad cotizada<sup>26</sup>. Aun cuando en sus orígenes los Informes y Códigos de Buen Gobierno tuvieron como referencia principal a los órganos de administración y sus reglas fueron recomendaciones de cumplimiento voluntario, con el paso del tiempo, algunas de aquellas normas de

---

<sup>25</sup>V. el considerando (3) de la Directiva 2007/36/CE que empieza diciendo: “*los titulares de acciones con derechos de voto deben poder ejercer esos derechos dado que se reflejan en el precio de adquisición de las acciones*”.

<sup>26</sup>En nuestra doctrina, SÁNCHEZ CALERO, F., *ob. cit.* págs. 640 y ss. inscribe el “*intento de revitalizar la junta general*” dentro del movimiento de gobierno corporativo.

conducta voluntarias se convirtieron en preceptos imperativos y ampliaron su ámbito a la junta de accionistas<sup>27</sup>.

El reciente Libro Verde refiere la conducta de los accionistas –junto al comportamiento del consejo de administración y la aplicación del planteamiento de “*cumplir o explicar*”– como uno de los tres temas centrales para el buen gobierno corporativo. En la regulación del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en general y, por lo tanto, de sus juntas generales conviven dos regulaciones que presentan diversos caracteres, efectos y estructuras:

a) Por una parte, la regulación pública imperativa contenida en la LSC<sup>28</sup> que diseña una estructura de gobierno corporativo dual basada en (i) la junta general, que regula en términos generales su Título V, arts. 199 a 208, con las especialidades del Capítulo VI del Título XIV para las sociedades anónimas cotizadas y (ii) en la administración de la sociedad, regulada en su Título VI, arts. 209 a 258, con las especialidades del Capítulo VII del Título XIV para las sociedades anónimas cotizadas.

Algunas sociedades cotizadas del IBEX 35 señalan que tienen reconocidos algunos derechos políticos con mayor amplitud que el mínimo exigido por la Ley, entre los que destaca el de información. Otras sociedades afirman que “*los derechos que reconocen a los accionistas los Estatutos sociales y el Reglamento de la Junta del Banco en relación con las juntas generales son los mismos que los que establece la LSC*” si bien destacan los canales de información a sus accionistas mediante Oficinas de Accionistas radicadas en países con gran implantación de su accionariado como España, Reino Unido, EEUU, Brasil, México, Portugal y Chile.

b) Por otra parte, la regulación voluntaria contenida en el CUBG<sup>29</sup>. Este CUBG se caracteriza por su voluntariedad con sujeción al principio de “*cumplir o explicar*”<sup>30</sup>, el carácter vinculante de las definiciones que contiene, su evaluación por el mercado y su generalidad. El examen del

---

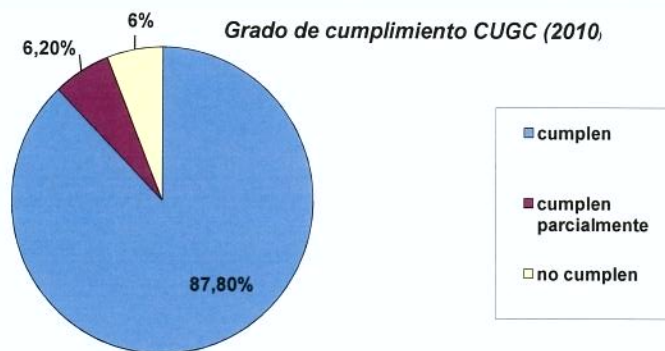
<sup>27</sup>El *Libro Verde sobre la Normativa de Gobierno Corporativo de la UE*, cit., pág. 2, refiere la conducta de los accionistas –junto al comportamiento del consejo de administración y la aplicación del planteamiento de “*cumplir o explicar*”– como uno de los tres temas centrales para el buen gobierno corporativo.

<sup>28</sup>Texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.

<sup>29</sup>Anexo I al Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, publicado por la CNMV el 19 de mayo de 2006.

<sup>30</sup>El *Libro Verde sobre la Normativa de Gobierno Corporativo de la UE*, cit., pág. 20, se pronuncia sobre la aplicación del marco “*cumplir o explicar*” a la supervisión y aplicación de los códigos de gobierno corporativo e incluye en su cuestionario (pág. 26) sendas preguntas –la 24 y la 25– sobre dicha supervisión y aplicación.

contenido de este CUBG nos muestra un sistema de gobierno corporativo en el que la gestión efectiva de la sociedad se desarrolla por los consejeros ejecutivos o internos, se supervisa, en primera instancia, por el consejo de administración integrado mayoritariamente por consejeros externos (dominicales e independientes) y se controla, en última instancia, por la junta general.



La CNMV, en su "Informe de Gobierno Corporativo de las Entidades Emisoras de Valores Admitidos a Negociación en Mercados Secundarios Oficiales" del Ejercicio 2010 (pág.8 y ss.) se refiere a la "Aplicación del Código Unificado" señalando: "A nivel agregado, las declaraciones incluidas en los IAGC sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado ponen de manifiesto lo siguiente:

- En promedio, las sociedades cotizadas cumplen el 78,1% de las recomendaciones del Código (77,3% en 2009) y, adicionalmente, de forma parcial otro 8,9% (9,5% en 2009). Por tanto, a nivel agregado no se sigue un 13% de las recomendaciones. Como en años anteriores, las sociedades del IBEX mantienen en promedio un porcentaje de incumplimientos inferior a la mitad del registrado por el resto de sociedades. El 44,2% de las sociedades (41,1% en 2009) declaran un seguimiento del Código Unificado en 2010 superior al del año anterior. El 21,4% de las sociedades analizadas (17,3% en 2009) siguen más del 90% de las recomendaciones del Código Unificado. Por el contrario, el 7,1% de la muestra (7,7% en 2009) registran un grado de cumplimiento inferior al 50%.

- Como en ejercicios anteriores, las recomendaciones que menos se siguen son las relativas al régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones de los consejeros. Su grado de seguimiento - 65,3%- sigue siendo inferior a la media del Código Unificado, aunque se ha producido un avance de 2,4 puntos porcentuales, respecto a 2009. Las dos únicas recomendaciones del Código que son seguidas por menos de un tercio de las sociedades cotizadas se refieren a la transparencia de las retribuciones de los consejeros. La recomendación 40 - que el consejo someta a la junta un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros - y la 41 - que en la memoria se detalle las retribuciones individuales - son

*seguidas, respectivamente, por el 27,3% y el 31,8% de las sociedades cotizadas (21,2% y 28,2% en 2009).*

*- El nivel de seguimiento de la recomendación sobre la evaluación periódica del consejo es el que registra un mayor avance, pasando del 62,2% en 2009 al 70,1% en 2010.*

*- Se ha analizado una muestra de 647 explicaciones (un 33,65%) incluidas en los IAGC de 2010 sobre las 10 recomendaciones menos seguidas del Código Unificado. Excepto en las sociedades del IBEX, se ha observado una disminución del nivel de calidad de dichas explicaciones, que sigue por debajo de la media europea."*

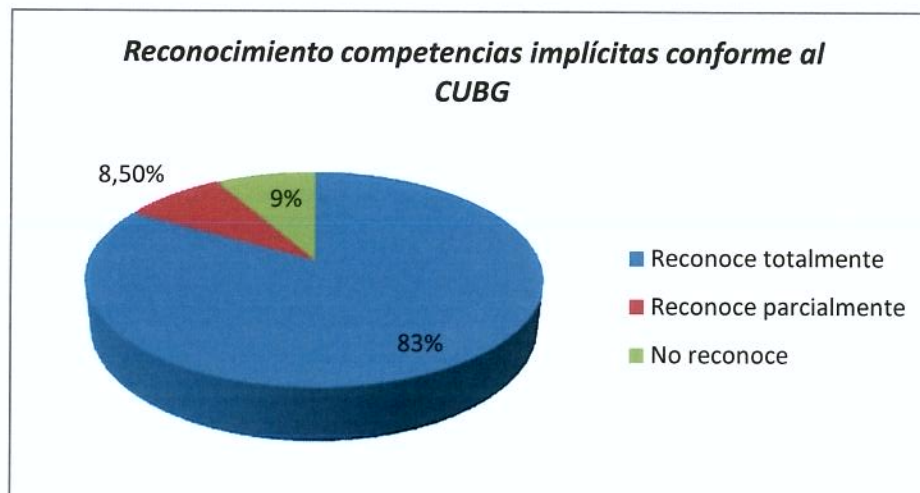
Algunas sociedades del IBEX 35 han modificado sus estatutos en 2011 para asumir las normas de buen gobierno corporativo e integrarlas en sus regulaciones, por lo que adquieren carácter obligatorio por propia voluntad de dichas sociedades.

Por lo anterior, el papel que a la junta general le confían ambas regulaciones es el de órgano de control último de la gestión de la sociedad cotizada, con la diferencia de que el CUBG da por supuesta la existencia de un cuerpo intermedio de control previo que es el consejo de administración.

En el anterior sentido, interesa destacar que las nuevas redacciones de determinados Estatutos extienden la competencia de sus juntas a cualquier asunto que se someta a su decisión por el consejo de administración. Ello está en línea con el reconocimiento por parte del CUGC de unas competencias implícitas de la junta en relación con decisiones que impliquen una modificación estructural de la sociedad<sup>31</sup>. Cabe destacar que, según se desprende del análisis de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo de 2010, son mayoría las sociedades del IBEX-35 que han reconocido total o parcialmente las competencias implícitas, apuntadas en la Recomendación segunda del CUBG, a su órgano de socios (operaciones de filialización, adquisición o enajenación de activos esenciales u operaciones equivalentes a la liquidación de la sociedad).

---

<sup>31</sup> FERNANDEZ TORRES, I., "De nuevo sobre las modificaciones estructurales y las competencias implícitas de la Junta General. A propósito de las Sentencias del Tribunal Supremo (sala 1ª) de 28 de septiembre de 2006 y de 8 de febrero de 2007", *RdS* 28, 2007, págs. 325-348.



Es importante aclarar los diferentes efectos jurídicos que tienen ambas regulaciones a los efectos de una eventual impugnación de los acuerdos del consejo de administración o de la junta general porque tales impugnaciones podrán fundamentarse en que aquellos acuerdos son nulos por infringir las normas imperativas de la LSC sobre la junta general de accionistas de las sociedades cotizadas, pero no por contradecir las recomendaciones referidas a dicha junta que se contienen en el CUBG. La infracción de estas recomendaciones no es susceptible de servir de base a una acción de impugnación, sin perjuicio de que, si tales recomendaciones han pasado a formar parte de los estatutos de la sociedad o permiten precisar el interés social que no debe ser lesionado en beneficio de uno o varios socios o de terceros, puedan integrar una causa de anulabilidad del acuerdo (v. art. 204.2 LSC)<sup>32</sup>.

<sup>32</sup> V. ALCALÁ DÍAZ, M.A., "Revisión del derecho del socio a la impugnación de acuerdos de la junta general y tutela de la minoría en la sociedad cotizada", Tomo I, pág. 617 y ss. y QUIJANO GONZÁLEZ, J., "Bases para una revisión del derecho de impugnación de los acuerdos sociales", Tomo I, pág. 261 y ss. ambos en AA.VV., *La modernización del Derecho de Sociedades en España. Cuestiones pendientes de reforma*, cit.

### III. ASPECTOS ESPECIALES: LA EFICACIA DE LAS DISTINTAS MEDIDAS NORMATIVAS PARA REVITALIZAR LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS

#### A) La eficacia del principio de igualdad de trato

##### a) El nuevo artículo 514 LSC

Al regular el funcionamiento de la junta general, como la primera de sus “*disposiciones generales*” nos encontramos en el art. 514 LSC con la necesaria<sup>33</sup> reiteración del principio de igualdad de trato, que enuncia con carácter general el art. 97 LSC<sup>34</sup>. La justificación de esa reproducción se encuentra en que la formulación del principio se proyecta sobre un órgano concreto, como una especialidad dentro de su régimen, y sobre el ejercicio de los derechos de los accionistas relacionados con su funcionamiento. De esta manera, procede un análisis detallado de la efectividad de tal principio con respecto a los aspectos fundamentales de la junta, pues en relación con todos ellos despliegan sus efectos los derechos de todo accionista de información, participación y voto, que enuncia el art. 514 LSC.

El titular de ese deber continúa siendo la sociedad, si bien se advierte un matiz diferenciador entre la atribución directa que realiza el art. 97 LSC (“*La sociedad deberá...*”) y lo que se presenta como una especie de acción instrumental en el art. 514 LSC. Decir que la sociedad garantizará la paridad de trato apunta a que se compromete a asegurar tal resultado, siendo las acciones de otros las que resultan determinantes para su vigencia. Entre los sujetos a los que directamente compete llevar a cabo cuantas acciones resulten necesarias para la igualdad de trato de los accionistas destacan los administradores, al ser quienes habitualmente convocan la junta y preparan cuantos elementos materiales y de otro tipo deben posibilitar la celebración de la junta con pleno respeto hacia los

---

<sup>33</sup>El precepto es consecuencia del artículo 10 de la Directiva 2007/36/CE: “*La sociedad garantizará la igualdad de trato de todos los accionistas que estén en la misma posición por lo que se refiere a la participación y al ejercicio de derechos de voto en la junta general.*”

<sup>34</sup>V. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La igualdad de trato de los accionistas ¿un principio general?”, en RdS nº 35, 2010, pág.331 y ss. y MARTÍNEZ FLOREZ, A., “Comentario al art. 97. Igualdad de trato”, en AA.VV., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (dirs. Rojo, A./Beltrán, E.), t. I, Cizur Menor, 2011, pág. 820 y ss.

derechos legalmente reconocidos a los accionistas. Pero también cabe atribuir esa misma obligación a aquellos accionistas que, en un supuesto excepcional en el funcionamiento de las sociedades cotizadas, hagan uso de su derecho de solicitar la convocatoria (art. 168 LSC) o el complemento de la misma (art. 172 LSC) y, con ello, quedarán obligados a redactar determinados documentos para que se pongan a disposición de los accionistas al tiempo de la convocatoria de la junta (cfr. arts. 286 y 287 LSC con respecto a la propuesta de modificación estatutaria). Otro tanto puede apuntarse con respecto a la función que ciertos sujetos ajenos a la propia sociedad pueden desarrollar en relación con los derechos de los accionistas que cita el art. 514 LSC. En materia de información puede señalarse a la CNMV o a cualquier otro titular de un sitio de internet o página *web*<sup>35</sup> en donde se difunda la convocatoria o cualquier otro aspecto de preparación o ejercicio de los derechos de los accionistas. En aspectos más específicos aparecen los intermediarios financieros que representan a los accionistas (art. 523 LSC).

Esa variedad de intervenciones y la diversidad de su contenido pueden justificar la configuración de la igualdad de trato como un objetivo que no depende tanto de la sociedad, sino de prestaciones de otros, que intervienen en la junta por imposición de la ley, por opción de la propia sociedad o a instancias de determinados accionistas. De ahí que la sociedad cotizada no sea la obligada directa a cumplir tal deber, sino que su papel sea de garantía del correcto desempeño de los deberes legales o contractuales por parte de terceros. Esto explica el uso por el art. 514 LSC de la voz "*garantizar*".

La solución adoptada puede tener esa justificación pero no deja de conllevar una cierta confusión. Ésta nace de la apariencia de que la igualdad de trato que reclama el art. 514 LSC (como derivación de deber general que nace del art. 97 LSC), es un deber principal de otros y subsidiario de la sociedad. apreciación errónea puesto que la igualdad de trato compete de forma principal y directa a la sociedad frente a sus accionistas. La presencia de otros puede dar lugar a algún tipo de responsabilidad adicional, pero sin olvidar que de las consecuencias de la

---

<sup>35</sup>Ha de recordarse que la Directiva "*parte del supuesto de que todas las sociedades cotizadas disponen ya de un sitio Internet*" [v. su Considerando (6)].

información de ese deber responde siempre la sociedad frente al accionista discriminado.

*b) ¿Una norma reiterativa o con sentido propio?*

La redacción del art. 514 LSC es, con los matices que se comentarán, una simple transposición del art. 4 de la Directiva 2007/36/CE. Así como la Exposición de Motivos se limita a hacer una referencia a la promulgación de ese principio en la legislación reformada, ninguno de los considerandos de la Directiva ofrece una justificación de esa formulación de la paridad de trato como su primer contenido. Lo único que queda claro en la redacción de ambos preceptos es la limitación objetiva de esa exigencia de un trato igualitario, coherente con la propia inspiración de la Directiva que es, como es sabido, la regulación de "*determinados derechos*" de los accionistas en las sociedades cotizadas. A partir de esa evidencia, sin embargo, persiste la incertidumbre de si la general formulación del principio de igualdad de trato, con carácter general, no resultaba suficiente para lograr ese resultado. Es cierto que en el Derecho europeo, la igualdad de trato se recogió en la Segunda Directiva<sup>36</sup>, pero no lo es menos que en nuestro Derecho la ubicación del principio se hizo con la clara y razonable pretensión de que rija como disposición fundamental en todo lo que afecte a cualquiera de los derechos del accionista, en la aplicación e interpretación de las reglas particulares a cada uno de tales derechos. Esto hace que el art. 514 LSC aparezca como una norma enfática o repetitiva, antes que como precepto con un contenido propio y específico frente al art. 97 LSC.

Buscando una explicación a la aparente reiteración en que incurre el art. 514 LSC, puede pensarse que, sin perjuicio de ello, la incorporación en dicho precepto del correspondiente de la Directiva es coherente con la fundamentación político-legislativa de la disciplina incorporada a la LSC, que pasa por el fortalecimiento de la junta a través del correspondiente

---

<sup>36</sup>Es decir, buscando que su formulación opere con respecto al propio objeto de la Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital. Así lo reconoce su artículo 42: "*Para la aplicación de la presente Directiva, las legislaciones de los Estados miembros garantizarán un trato igual de los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas.*".

reconocimiento ampliado de los derechos de los accionistas, a cuyo fin la proclamación específica de la igualdad de trato resulta conveniente ante la evidente tendencia que se da en ciertas sociedades cotizadas a dispensar un dispar trato a los accionistas de control o significativos y al resto. Una pretensión normativa que aflora en el lenguaje de la Directiva y de la LSC al reiterar el reconocimiento de los distintos derechos con relación a "*todo accionista*" o a "*todos los accionistas*".

O puede que lo que dote de sentido al precepto que nos ocupa no sea tanto la vigencia del principio que parece animarlo, sino precisamente la formulación de las excepciones al mismo. No debemos atender tanto a la proclamación de la igualdad entre los accionistas, sino las circunstancias que legitiman que tal igualdad no se produzca. La igualdad de los accionistas, como ya hemos tenido ocasión de exponer, no es un principio absoluto, sino que precisa de un presupuesto conforme al que requerirla o, por supuesto, denegarla. Ese presupuesto lo refiere el art. 514 LSC a "*las posiciones idénticas*" que deben compartir los accionistas sobre los que se proyecta el trato paritario. En sentido opuesto, el art. 514 nos dice que no merecen igual trato aquellos accionistas que con relación a los demás ocupan una posición distinta en cuanto a los derechos que se citan en relación con la junta general. En suma, lo que reviste de sentido a la norma es reiterar esa excepción en relación con el contenido objetivo de derechos accionariales sobre los que se quiere que actúe el principio de igualdad.

c) *El ámbito objetivo del art. 514 LSC*

La junta general es el ámbito orgánico preciso en el que se desenvuelve el mandato contenido en el artículo 514 LSC. En concreto, se dice que la igualdad deberá respetarse en "la información, la participación y el ejercicio del derecho de voto en la junta general". Con esta formulación, recordemos que tomada del artículo 4 de la Directiva 2007/36/CE<sup>37</sup>, se apunta a un ámbito de vigencia del principio de igualdad que excede la simple concreción de aquellos derechos típicos que, de una u otra manera están conectados con la junta general [determinados en el art. 93, apartados c) y d) LSC] y que se conecta con todo lo que acompaña la

---

<sup>37</sup>En realidad, se amplía la fórmula de la Directiva, al incluirse una expresa mención de "*la información*" que no incluía el precepto europeo.

preparación, celebración y ejecución de las reuniones de la junta general. De esta manera, la igualdad no consiste en permitir un ejercicio de esos derechos por los accionistas en igualdad de contenido, sino en garantizar que en el funcionamiento de la junta y en cuantos aspectos del mismo relacionados con la información y participación de los accionistas, la sociedad, sin necesidad de atender a previos requerimientos de accionistas concretos, organiza la junta bajo el respeto de la igualdad de trato de *"todos los accionistas"*, cualquiera que sea el comportamiento concreto que adopte o renuncie a adoptar cada uno de ellos en la junta. Los términos del artículo 514 LSC son más amplios que la simple enunciación de derechos del artículo 93 LSC. Se proyectan sobre las distintas fases de la junta en las que los accionistas tienen reconocido algún tipo de protagonismo, pero en las que la sociedad también tiene impuestos deberes igualmente tipificados. Así, la igualdad no se refiere al derecho de información o al de asistencia, sino a *"la información"* o *"la participación"*, términos genéricos que exceden del ejercicio de los derechos subjetivos atribuidos a cada accionista. Incluso, la información y participación en la junta son comportamientos coincidentes, puesto que la segunda precisa en numerosos aspectos de la primera.

La información que debe garantizar una igualdad para los accionistas se produce en momentos distintos de la junta, coincidentes, cercanos o lejanos a la celebración de la misma. Baste aquí con una remisión a los medios técnicos de información y a la página *web* de toda sociedad cotizada (art. 528.1 y 2 LSC), o a la notificación de hechos relevantes y otra información a la CNMV que da lugar al derecho especial de información que consagra el artículo 527 LSC y que abarca en ocasiones todo un ejercicio social o, en fin, al derecho de información a partir de la convocatoria de la propia junta (entre otros, v. los arts. 272.2 LSC con respecto a las cuentas anuales, y el art. 287 LSC con relación a la modificación estatutaria ) o en el seno de la misma (art. 199 LSC) para apreciar el enorme alcance que cobra la garantía de una igualdad de trato.

#### *d) La vigencia temporal de la igualdad*

La amplitud de los deberes informativos que el ordenamiento impone a una sociedad cotizada con respecto a sus accionistas resalta otro de los elementos del artículo 514 LSC, como es la de la permanencia de la igualdad de trato, que la sociedad ha de garantizar *"en todo momento"*. Si

consideramos que ese deber de información y el correspondiente derecho se proyecta sobre todos aquellos hechos que la sociedad comunica en el período que transcurre entre dos juntas (art. 527 LSC) se advierte la trascendencia de la oportunidad en la que se facilita a todos los accionistas una misma información. Romper la simultaneidad en el acceso a la información puede conllevar una lesión del principio de igualdad. En los mercados de valores, pocas informaciones referidas a una sociedad cotizada son inocuas. Casi todas esas informaciones tienen o, al menos, pueden tener, un impacto sobre el valor de cotización. El conocimiento de la información antes que otros accionistas no sólo implica una ruptura de la paridad de trato, sino que hace recaer sobre el accionista beneficiario la sospecha de un uso ilícito (cfr. art. 81 LMV) de esa información.

*e) Sobre los privilegios de algunos accionistas*

Es conocido que el mismo principio de igualdad de trato contiene su excepción fundamental: no cabe tratar igual a los desiguales, esto es, la igualdad debe aplicarse entre aquellos que se encuentran en la misma posición. Ésta vendrá definida por la clase de acciones que tiene cada accionista y por su correlativo contenido en derechos. Habrá accionistas ordinarios, preferentes o privilegiados, que son calificativos que acompañan numerosas emisiones, que no significan siempre un plus en el contenido de derechos de un accionista, pues es habitual que el reforzamiento de alguno de esos derechos tenga su razón de ser en la privación de otro. Mas esa diversidad no afecta a la vigencia de la igualdad de trato, que opera con relación a cada una de las situaciones en las que existe una pluralidad de accionistas que comparten un contenido idéntico en cuanto a sus derechos. En ese escenario, sin embargo, aparece la principal duda con respecto al principio de igualdad, puesto que se advierte otra circunstancia como factor de discriminación.

Se trata de la tenencia de participaciones en el capital de una dimensión especialmente significativa. Para estos accionistas, la práctica nos enseña que rige una posición de especial ventaja, en especial desde el punto de vista de la información. Accionistas o inversores institucionales o significativos suelen beneficiarse de ventajas informativas. Son frecuentes y un hecho aceptado las reuniones que mantienen con el consejo de administración o el equipo gestor de la compañía, en las que pueden tener acceso a informaciones o previsiones desconocidas por el resto de

los accionistas (al menos en ese momento)<sup>38</sup>. Se da el supuesto en que ese tipo de reuniones adquieren un carácter programado y que se presentan como un ejercicio de transparencia por parte de la sociedad.

La apariencia de que esas prácticas están en contradicción con el art. 514 LSC no reclama especial argumentación. Sin embargo, proclamar su ilicitud no parece tan sencillo. Estamos en un terreno en el que confluye una práctica societaria que, así como puede parecer cuestionable desde la óptica societaria, encuentra su justificación en otras normas, como es el caso de la regulación de los mercados de valores. Porque es en esa normativa sectorial donde sobre esos accionistas se proyectan disposiciones que permiten afirmar que se trata de accionistas que no están en idéntica posición a la de los demás titulares de las mismas acciones.

## **B) La eficacia de las medidas que afectan a la convocatoria de la junta**

### *a) La reducción del plazo de convocatoria de las juntas generales extraordinarias.*

En una sociedad anónima de régimen común, deberá mediar el plazo mínimo de un mes entre la publicación del anuncio de convocatoria de toda junta general -ordinaria o extraordinaria- y la fecha de su celebración (art. 176 LSC).

Tras la reforma de la Ley 25/2011, las sociedades cotizadas pueden reducir ese plazo a la mitad, 15 días, cuando se trate de juntas generales extraordinarias (art.165 LSC) y se cumplan dos requisitos (art. 515 LSC)<sup>39</sup>:

---

<sup>38</sup>Sobre este supuesto en relación con el Derecho alemán, v. SPINDLER, G., "Los derechos de los accionistas en relación con el Derecho europeo", en AA.VV., *Los derechos de los accionistas en las sociedades cotizadas*, cit., págs. 23-26.

<sup>39</sup>De este modo, nuestro ordenamiento adapta el mandato armonizador contenido en el art. 5.1.2º de la Directiva 2007/36/CE cuando dispone: "*Los Estados miembros podrán establecer que, cuando la sociedad ofrezca a los accionistas la posibilidad de votar por medios electrónicos accesibles a todos los accionistas, la junta general de accionistas pueda decidir anunciar las convocatorias de las juntas generales distintas de las juntas generales anuales de una de las formas que se especifican en el apartado 2 del presente art. , a más tardar 14 días antes del día de la junta. Esta decisión deberá tomarse, como mínimo, por una mayoría no inferior a dos tercios de los votos correspondientes a las acciones o al capital suscrito que representen, y por un período que no podrá superar la fecha de la junta general anual siguiente*".

El primero, que la sociedad ofrezca a los accionistas la posibilidad efectiva de votar por medios electrónicos accesibles a todos ellos. La efectividad del posible voto electrónico y la accesibilidad de “*todos*” los accionistas de la sociedad cotizada a ellos plantearán problemas de interpretación en la práctica. Segundo, que se adopte un acuerdo expreso por la junta general ordinaria por, al menos, dos tercios del capital suscrito con derecho a voto y cuya vigencia no podrá superar la fecha de celebración de la siguiente. Se trata de una mayoría de voto reforzada “*sui generis*” porque no coincide con la genéricamente prevista en el art. 201 de la LSC.

Esta reducción del plazo de convocatoria de la junta va en contra de la tendencia histórica general en el caso de las sociedades anónimas cotizadas de ampliar el plazo para permitir que los accionistas dispusieran de más tiempo para acceder y procesar toda la mayor información que deben considerar para emitir su voto fundado. En este sentido, hemos visto como el plazo de 15 días que establecía el art. 46.3 de la LSA de 1989 para la convocatoria de las juntas generales de todo tipo de sociedades anónimas se ha duplicado hasta el mes previsto con carácter general en el art. 176 de la LSC<sup>40</sup>.

La razón de este camino de ida y vuelta se encuentra en la conveniencia de agilizar la convocatoria y celebración de la junta cuando la tecnología permita garantizar que el voto y los restantes derechos periféricos pueden ejercerse en el plazo reducido.

#### *b) La ampliación del contenido del anuncio de convocatoria*

En una sociedad anónima de régimen común, el anuncio de convocatoria de toda junta general deberá expresar el nombre de la sociedad, la fecha y hora de la reunión y el orden del día, en el que figurará los asuntos a tratar (art. 174 LSC). Este contenido se ampliará cuando se trate de una junta convocada para modificar los estatutos (art. 287 LSC).

El carácter abierto de las sociedades cotizadas tanto por su número de accionistas como por el de potenciales inversores en sus acciones les

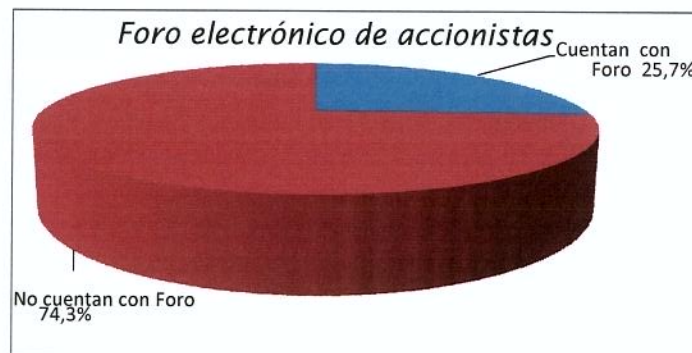
---

<sup>40</sup>Sobre la evolución de este plazo en los distintos textos legislativos se pronunciaba SÁNCHEZ CALERO, F., *ob. cit.*, págs. 657 y ss., quien, en la pág. 660, se refería a la justificación de la ampliación del plazo de convocatoria en el campo de las sociedades cotizadas.

obliga a potenciar el anuncio de convocatoria en sus dos vertientes: dando más valor informativo al contenido del anuncio y garantizando un mayor acceso al mismo. Tras la reforma de la Ley 25/2011, el anuncio de convocatoria de la junta general de accionistas de una sociedad cotizada debe ampliar su contenido para incluir, además de las menciones legalmente exigibles con carácter general para toda sociedad anónima (art. 174 LSC), las siguientes (art. 517 LSC)<sup>41</sup>:

- Menciones adicionales sobre la legitimación e información del accionista. En este sentido, el anuncio de la convocatoria de junta general de sociedad cotizada expresará la fecha en la que el accionista deberá tener registradas a su nombre las acciones para poder participar y votar en la junta general (cfr.art.179.3 LSC), el lugar y la forma en que puede obtenerse el texto completo de los documentos y propuestas de acuerdo, y la dirección de la pagina *web* de la sociedad en que estará disponible la información (cfr.art.518 LSC). En concreto, dentro de la página *web* se habilitará un Foro Electrónico de Accionistas con el fin de facilitar la comunicación de sus accionistas –individual o colectivamente– con la sociedad o entre sí con carácter previo a la celebración de las juntas generales (art. 539.2, pfo. 2º LSC).

En este sentido, es importante destacar que las principales sociedades cotizadas ya en 2010 habían establecido, tal y como se desprende de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo de ese año, sus correspondientes Foros Electrónicos de Accionistas habilitados en su página *web* como vehículos para formulación y publicación de propuestas, sugerencias e iniciativas de sus socios.



<sup>41</sup>Cfr. art. 5.3 Directiva 2007/36/CE.

Este número, como era de esperar, ha aumentado conforme ha avanzado el año 2011 y, muy especialmente, tras la entrada en vigor de la Ley 25/2011. Por otra parte, para acceder a dicho Foro, las regulaciones de determinadas sociedades exigen que los accionistas hayan firmado previamente, bien un "*Contrato Multicanal*" o bien un "*Contrato de Acceso para Voto y Delegación Electrónicos y Asistencia Remota*".

- Menciones adicionales sobre el ejercicio de los derechos políticos del accionista. En este sentido, el anuncio deberá contener, en general, una información clara y exacta de los trámites que los accionistas deberán seguir para participar y emitir su voto en la junta general, incluyendo, en particular, los siguientes extremos:

- (i) El derecho a solicitar información (cfr. art. 520 LSC), a incluir puntos en el orden del día y a presentar propuestas de acuerdo, así como el plazo de ejercicio (cfr. art. 519 LSC). Cuando se haga constar que en la página *web* de la sociedad se puede obtener información más detallada sobre tales derechos, el anuncio podrá limitarse a indicar el plazo de ejercicio.
- (ii) El sistema para la emisión de voto por representación, con especial indicación de los formularios que deban utilizarse para la delegación de voto y de los medios que deban emplearse para que la sociedad pueda aceptar una notificación por vía electrónica de las representaciones conferidas (cfr.art.522 LSC).
- (iii) Los procedimientos establecidos para la emisión del voto a distancia, sea por correo o por medios electrónicos (cfr.art. 521 LSC).

Algunos estatutos de las sociedades del IBEX 35 prevén que el consejo de administración podrá acordar que la junta se celebre en cualquier lugar del territorio nacional cuando lo considere oportuno para facilitar el desarrollo de la reunión.

#### *c) La ampliación de la publicidad del anuncio de convocatoria*

En una sociedad anónima de régimen común, el anuncio de convocatoria de toda junta general deberá publicarse en el BORME y en uno de los diarios de mayor circulación de la provincia donde esté ubicado su domicilio social (art. 173 LSC).

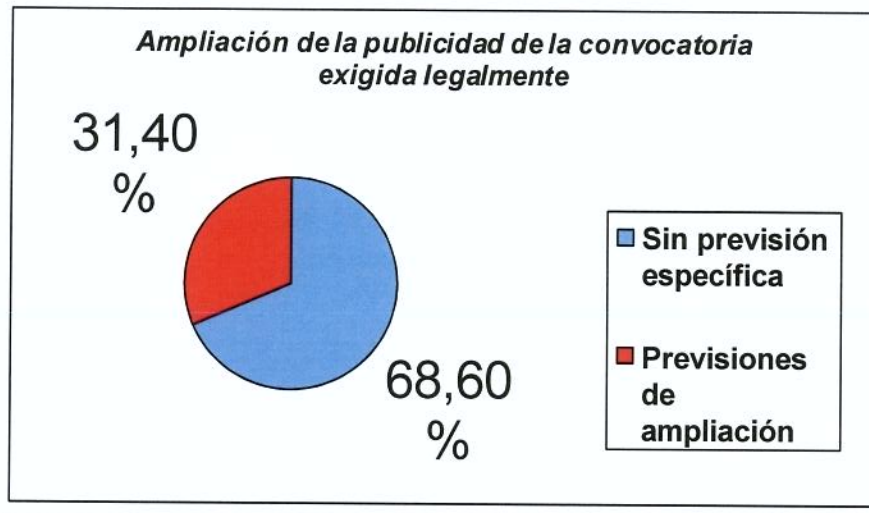
En una sociedad cotizada, aquella publicidad se potencia de dos maneras (art. 516 LSC)<sup>42</sup>:

- En cuanto a los medios de publicidad:

- (i) Con carácter general, garantizando un acceso a la información rápido y no discriminatorio entre todos los accionistas para lo que se utilizarán medios de comunicación que aseguren la difusión pública y efectiva de la convocatoria. Se trata de una obligación de resultado que, por este mismo carácter, puede dar lugar a problemas de interpretación en el futuro.
- (ii) De forma concreta, difundiendo el anuncio de convocatoria, al menos, además de en el BORME y en uno de los diarios de mayor circulación en España (y no sólo de la provincia de su domicilio social), en la página *web* de la CNMV, porque la sociedad deberá haber comunicado la convocatoria de su junta general como un hecho relevante “ex” art.82 de la LMV y en la página *web* de la propia sociedad convocante, porque toda sociedad cotizada debe contar con una página *web* en los términos previstos en el art. 539.2 de la LSC.

---

<sup>42</sup>De este modo, nuestro Ordenamiento adapta el mandato armonizador contenido en el art. 5.2 de la Directiva 2007/36/CE cuando dispone: “*Sin perjuicio de otros requisitos de notificación o publicación que establezca el Estado miembro competente según se define en el Art. 1, apartado 2, las sociedades tendrán la obligación de anunciar la convocatoria a que se refiere el apartado 1 del presente Art. de un modo que garantice un acceso rápido y no discriminatorio a la misma. El Estado miembro exigirá a la sociedad que se sirva de medios de comunicación de los que quepa razonablemente esperar una difusión efectiva de la información al público en toda la Comunidad. El Estado miembro no podrá imponer la obligación de utilizar solamente medios de comunicación cuyos operadores estén establecidos en su territorio. Los Estados miembros podrán no aplicar lo dispuesto en el párrafo anterior a las sociedades que puedan determinar el nombre y la dirección de sus accionistas a partir de un registro de accionistas actualizado, siempre que dichas sociedades tengan la obligación de enviar la convocatoria a cada uno de los accionistas registrados. En cualquier caso, las sociedades no podrán cobrar ningún gasto específico por anunciar la convocatoria de la forma prescrita*”.



Conforme se deduce del análisis de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo de 2010, las premisas legales no sólo se cumplen por las sociedades del IBEX-35, sino que un número significativo (en concreto, 11, lo que representa un 31,4% del total) de las sociedades analizadas prevén un refuerzo o ampliación de las medidas de publicidad de sus convocatorias de junta en aras de proporcionar una mayor y más accesible información a sus accionistas, bien sea publicando tales convocatorias en más periódicos de los previstos legalmente, bien sea enviando una comunicación o carta personal al accionista haciéndole llegar la convocatoria de la junta.

- En cuanto a los destinatarios de la publicidad, ampliando su ámbito porque la sociedad cotizada deberá garantizar el acceso gratuito a la convocatoria no solo a los accionistas residentes en España, sino también por parte de los accionistas en toda la Unión Europea.

Entre las medidas adoptadas para fomentar la participación de los accionistas en las juntas generales algunas sociedades cotizadas del IBEX 35 destacan la "máxima difusión de la convocatoria" y durante al máximo periodo de tiempo posible entre la publicación del anuncio y la celebración de la junta.

### **C) La eficacia del derecho de los accionistas a completar la convocatoria y presentar nuevas propuestas de acuerdo**

#### *a) La comparación entre la sociedad anónima de régimen común y la sociedad anónima cotizada*

Si comparamos el régimen de la sociedad anónima común con el de la sociedad anónima cotizada, vemos cómo los accionistas de la primera tienen el derecho a completar el orden del día, incluyendo uno o más

puntos en él (art.172 LSC); pero carecen del derecho a presentar nuevas propuestas de acuerdo. En la sociedad cotizada se le reconocen ambos derechos (art.519 LSC)<sup>43</sup>.

*b) La eficacia del derecho de los accionistas a completar la convocatoria*

En primer lugar y en cuanto al derecho a completar el orden del día, en una sociedad anónima de régimen común, los accionistas que representen, al menos, el 5% del capital social, podrán solicitar –mediante notificación fehaciente que habrá de recibirse en el domicilio social dentro de los cinco días siguientes a la publicación de la convocatoria de cualquier tipos de junta general– que se publique un complemento a la convocatoria de la junta general ordinaria, incluyendo uno o más puntos en el orden del día. Dicho complemento deberá publicarse con 15 días de antelación como mínimo a la fecha establecida para la reunión de la junta y la falta de publicación en plazo del complemento será causa de nulidad de la junta (art. 172 LSC).

En el caso de una sociedad anónima cotizada, el anterior derecho se mantiene en los términos mencionados, pero sometido a las siguientes restricciones (art. 519.1 LSC). La primera restricción consiste en que, únicamente puede afectar a una junta general ordinaria (art.164 LSC), excluyéndose expresamente su ejercicio respecto de la convocatoria de juntas generales extraordinarias (art.165 LSC).Y ello porque la minoría que represente un 5% del capital social podrá solicitar, en todo caso, la convocatoria de una junta general extraordinaria que incluya los puntos del orden del día que estimen procedentes (art.168 LSC), condición que exige el art. 6.1 de la Directiva 2007/36/CE para admitir esta limitación objetiva del derecho.

Sólo 2 sociedades del IBEX 35 reducen del 5% al 1% el porcentaje de capital social necesario para que sus accionistas puedan solicitar la inclusión de asuntos en el

---

<sup>43</sup>A este respecto, el considerando (7) de la Directiva 2007/36/CE señala: “Es conveniente que los accionistas tengan, en principio, la posibilidad de incluir puntos en el orden del día de la junta general y de presentar proyectos de resolución en relación con los puntos del orden del día. Sin perjuicio de los diversos plazos y modalidades que actualmente se aplican en los distintos países de la Comunidad, el ejercicio de estos derechos debe supeditarse a dos normas básicas, a saber, que el umbral exigido para el ejercicio de estos derechos no exceda del 5 % del capital social de la sociedad y que, en cualquier caso, todos los accionistas reciban la versión definitiva del orden del día con tiempo suficiente para preparar los debates y la votación de cada uno de sus puntos”.

orden del día de sus juntas generales que el consejo de administración está obligado a convocar cuando se formule una OPA sobre sus acciones. Lo cierto es que el límite del 5% restringe, en la práctica, el ejercicio del derecho al complemento de convocatoria. De hecho, en el año 2010 este derecho no fue ejercitado en ninguna sociedad del IBEX-35, y en el 2011 sólo en una de ellas se ejercitó.

La segunda restricción consiste en que los accionistas que ejerciten tal derecho deberán acompañar los nuevos puntos de una justificación o, en su caso, de una propuesta de acuerdo justificada. Se trata de una condición que, aun cuando no exista para los accionistas de una sociedad anónima de régimen común, resultará admisible en tanto no limite esta facultad y se justifique por las especiales circunstancias de una sociedad cotizada. De tal modo que, si los administradores se reservan la facultad de decidir si la justificación resulta satisfactoria para ejercitar aquel derecho por los accionistas minoritarios de una sociedad cotizada, entonces, la limitación infringirá la ley.

*c) La eficacia del derecho de los accionistas a presentar nuevas propuestas de acuerdo.*

En cuanto al derecho a presentar nuevas propuestas de acuerdo –que se atribuye exclusivamente a los accionistas de las sociedades cotizadas– los requisitos de legitimación (5% del capital) y los plazos de ejercicio son iguales al derecho anterior. El objeto de este derecho son propuestas fundamentadas de acuerdo sobre asuntos ya incluidos o que deban incluirse en el orden del día de la junta convocada. El ejercicio de este derecho por los accionistas impone a la sociedad el deber de garantizar la difusión de estas propuestas de acuerdo y de la documentación que, en su caso, se adjunte, entre el resto de los accionistas, mediante el mecanismo de publicidad continua en su página *web* previsto en el art. 518.2.d) de la LSC (art. 519.2 LSC)<sup>44</sup>.

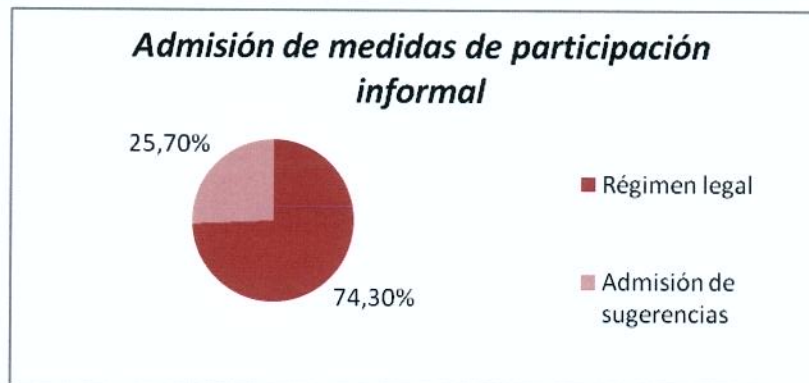
En la práctica, los anuncios de convocatoria de las juntas generales de las principales sociedades cotizadas informan de la forma de ejercitar el derecho a solicitar que se publique un complemento a la convocatoria y los Foros Electrónicos de Accionistas sirven para publicar propuestas que pretendan presentarse como complemento al orden del día anunciado en la convocatoria, solicitudes de adhesión a dichas propuestas o iniciativas para alcanzar el porcentaje legal mínimo.

En cuanto al grado de participación de los accionistas con nuevas propuestas a debatir en la junta general, la práctica de las sociedades cotizadas en el IBEX 35

---

<sup>44</sup>Cfr. art. 6 Directiva 2007/36/CE.

nos permite distinguir dos tipos de sociedades: aquellas que se limitan a reconocer a sus accionistas los derechos formales y legales mínimos de participación y aquellas otras que arbitran medidas de participación informal de sus accionistas admitiendo expresamente que hagan sugerencias al consejo, aun cuando no tengan los porcentajes legalmente exigidos ni se acomoden al procedimiento legalmente previsto. El medio previsto, según se desprende de los Informes de Gobierno Corporativo de 2010, para la comunicación y articulación de estas sugerencias suele ser en la mayor parte de las sociedades la denominada "oficina del accionista".



#### **D) La eficacia de la potenciación del derecho de información**

##### *a) La mejora de la información pasiva del accionista de la sociedad cotizada*

La mejora del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas exige que sus accionistas se impliquen activamente en el control de los administradores y esa implicación efectiva exige, a su vez, que ejerzan su derecho de voto de forma consciente, esto es, con conocimiento de las causas y de los efectos de las decisiones colectivas en las que participan o a las que se oponen<sup>45</sup>. Y ese voto consciente exige que dispongan de la información precisa (información pasiva) y que puedan formular las preguntas o solicitar las aclaraciones que consideren necesarias sobre la información inicialmente disponible (información activa).

<sup>45</sup>V. el considerando (6) de la Directiva 2007/36/CE.

A su vez, la mejora de la información pasiva del accionista de la sociedad cotizada se consigue de dos maneras: mediante la publicidad esporádica del anuncio de convocatoria (art. 516 LSC) con el contenido legalmente previsto (art. 517 LSC); y mediante la publicación continua –de forma ininterrumpida desde el primer día de publicación del anuncio de convocatoria y hasta el día de celebración de la correspondiente junta general– en su página *web*, como mínimo, de la siguiente información (art. 518 LSC)<sup>46</sup>: a) El anuncio de la convocatoria, con el contenido especialmente previsto para este tipo de sociedades en el art. 517 de la LSC. b) El número total de acciones y derechos de voto en la fecha de la convocatoria, desglosados por clases de acciones, si existieran. Adviértase que tales acciones estarán representadas por anotaciones en cuenta (art. 496 LSC) y que la sociedad tiene derecho a conocer –mediante la entidad encargada de la llevanza del correspondiente registro contable– la identidad de sus accionistas con el detalle establecido en el art. 497 de la LSC. c) Los documentos que se presentarán a la junta general y, en particular, los informes de administradores, auditores de cuentas y expertos independientes. d) Los textos completos de las propuestas de acuerdo o, en el caso de no existir, un informe de los órganos competentes, comentando cada uno de los puntos del orden del día. A medida que se reciban, se incluirán también las propuestas de

---

<sup>46</sup>De este modo, nuestro Ordenamiento adapta el mandato armonizador contenido en el art. 5.4 de la Directiva 2007/36/CE cuando dispone: *“Los Estados miembros garantizarán que durante un período ininterrumpido que se iniciará, al menos, 21 días antes de la fecha de la junta general y durará hasta el día de celebración de la junta inclusive, la sociedad coloque en su sitio Internet a disposición de sus accionistas la siguiente información como mínimo: a) la convocatoria a que se refiere el apartado 1; b) el número total de acciones y derechos de voto en la fecha de la convocatoria (con desglose de los totales para las distintas clases de acciones, cuando el capital de la sociedad esté dividido en dos o más clases de acciones); c) los documentos que se presentarán en la junta general; d) un proyecto de resolución o, cuando no se haya propuesto la adopción de resolución alguna, un comentario de un órgano competente de la sociedad, designado con arreglo a la legislación aplicable, sobre cada uno de los puntos del orden del día propuesto para la junta general; además, los proyectos de resolución que presenten los accionistas se añadirán al sitio Internet en cuanto sea posible una vez la sociedad los haya recibido; e) cuando corresponda, los formularios que deberán utilizarse para el voto mediante representación y para el voto por correspondencia, salvo que estos formularios sean enviados directamente a cada accionista. Cuando los formularios mencionados en la letra e) no puedan publicarse en el sitio Internet por causas técnicas, la sociedad indicará en su sitio Internet cómo pueden obtenerse los formularios en papel. En este caso, la sociedad estará obligada a enviar los formularios por correo gratuitamente a todos los accionistas que lo soliciten. Cuando, de conformidad con lo dispuesto en el Art. 9, apartado 4, o en el Art. 11, apartado 4, de la Directiva 2004/25/CE, o a tenor del apartado 1, párrafo segundo, del presente artículo, la convocatoria de la junta general se anuncie con menos de 21 días de antelación a la reunión, el período especificado en el presente apartado se reducirá en consecuencia”*.

acuerdo presentadas por los accionistas<sup>47</sup>. Respecto de estos dos últimos extremos, téngase en cuenta que tales documentos dependerán del tipo de junta general de que se trate (por ejemplo, si se trata de la junta general ordinaria que debe examinar y, en su caso, aprobar las cuentas, desde cuya convocatoria deben estar a disposición de los accionistas los documentos pertinentes conforme al art. 272.2 LSC) y de los acuerdos que se proponga adoptar (por ejemplo, si se trata de la junta general convocada para modificar estatutos, desde cuya convocatoria deben estar a disposición de los accionistas la propuesta de modificación e informes respectivos conforme al art.287 LSC)

e) Los formularios que deberán utilizarse para el voto por representación y a distancia, salvo cuando sean enviados directamente por la sociedad a cada accionista (v. arts. 521 y 522 LSC). En el caso de que no puedan publicarse en el sitio de Internet por causas técnicas, la sociedad deberá indicar en el sitio de Internet cómo obtener los formularios en papel, que deberá enviar a todo accionista que lo solicite.

*Se trata de alcanzar el objetivo descrito en el considerando (5) de la Directiva cuando se refiere a que "un porcentaje importante de las acciones de sociedades cotizadas obra en poder de accionistas que no residen en el Estado miembro en el que dichas sociedades tienen su domicilio social. Los accionistas no residentes deben 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 domicilio social la sociedad. A tal efecto, es necesario que se supriman los obstáculos que dificultan en la actualidad el acceso de los accionistas no residentes a la información pertinente para la junta general y el ejercicio de los derechos de voto sin asistencia física a la junta general. La supresión de estos obstáculos también debe beneficiar a los accionistas residentes que no deseen o no puedan asistir a la junta general".*

En la práctica, los estatutos de las principales sociedades cotizadas prevén expresamente que los anuncios de convocatoria de las juntas generales se mantendrán accesibles en la página *web* de la sociedad hasta la celebración de dichas juntas.

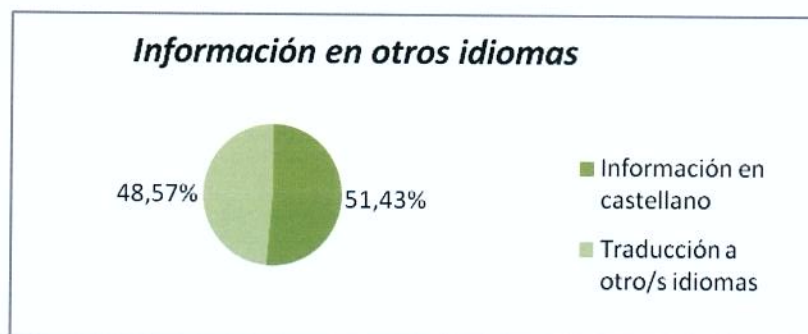
En cuanto a los canales de información de sus accionistas, la práctica de las sociedades cotizadas en el IBEX 35 nos permite distinguir dos tipos de sociedades: aquellas que se limitan a reconocer a sus accionistas los derechos formales y legales mínimos de información y aquellas otras que arbitran medidas

---

<sup>47</sup> En este sentido, cabe apuntar que, por lo que se desprende del análisis de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo de 2010, no todas las sociedades del IBEX-35 (en concreto, tres de ellas) cumplen con la preceptiva publicación por parte de sus administradores de las Propuestas de acuerdo que presenta el consejo.

de información de tipo informal como los contactos personales con sus accionistas y las reuniones con inversores y analistas.

Asimismo, cabe destacar que la mitad de las sociedades del IBEX 35 (17 en concreto), a fin de facilitar aún más la información a sus accionistas no residentes en España, traducen sus páginas web al inglés (o, incluso, a otros idiomas como el portugués, catalán o francés); también en muchos casos proporcionan la traducción de buena parte de los documentos societarios más importantes e, incluso, la traducción simultánea a otros idiomas de las retransmisiones de la celebración de las juntas generales.



*b) La mejora de la información activa del accionista de la sociedad cotizada*

El de información es un derecho mínimo del socio en las sociedades de capital (art. 93.d) LSC) que se ejercita de diversa manera con ocasión y en el marco de la junta general de la SRL (art. 196 LSC) y de la SA (art. 197 LSC).

En el caso de la sociedad anónima cotizada, el ejercicio del derecho de información por parte del accionista se rige por lo previsto para las sociedades anónimas de régimen general en el art. 197 de la LSC. Esto es, puede ejercerse por escrito antes de la junta o verbalmente durante la misma respecto de los asuntos comprendidos en el orden del día, cumpliendo los requisitos legales de tiempo y forma y los administradores están obligados a proporcionar la información solicitada, salvo que, a juicio del presidente, la publicidad de aquella información perjudique el interés social, sin que valga de denegación si la solicitada está apoyada por el 25% o más del capital social.

*c) La extensión del derecho de información a la información pública comunicada a la CNMV y al informe del auditor*

El interés legítimo que puedan tener sus accionistas por conocer aspectos que, sin afectar a los asuntos comprendidos en el orden del día, se refieran a la información accesible al público que la sociedad hubiera facilitado a la CNMV (v. gr. cumpliendo el deber de publicar informaciones relevantes ex art. 82 LMV), justifica que el derecho de información se extienda a tales aspectos. Por ello, los accionistas de la sociedad cotizada, además de la información general que pueden solicitar conforme al art. 197 de la LSC, podrán solicitar a los administradores por escrito hasta el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la junta o verbalmente durante su celebración las aclaraciones que estimen precisas acerca de la información accesible al público que la sociedad hubiera facilitado a la CNMV desde la celebración de la última junta general y acerca del informe del auditor (art. 520.1 LSC).

En la práctica, los anuncios de convocatoria de las juntas generales de las principales sociedades cotizadas reflejan la extensión del derecho a formular preguntas sobre las informaciones facilitadas a la CNMV y lo hacen constar expresamente en sus Estatutos

*d) La eventual restricción del derecho de información*

Frente a la anterior ampliación, en la sociedad cotizada se modifica el deber de dar información que pesa sobre los administradores en un sentido que puede llevar a restringir materialmente el ejercicio de aquel derecho por los accionistas. En efecto, la LSC dice que *“los administradores no estarán obligados a responder a preguntas concretas de los accionistas cuando, con anterioridad a su formulación, la información solicitada esté clara y directamente disponible para todos los accionistas en la página web de la sociedad bajo el formato “pregunta-respuesta”* (art. 520.2 LSC). Esta previsión afecta a todo el ámbito del derecho de información del accionista de la sociedad cotizada, esto es, tanto respecto de los asuntos comprendidos en el orden del día ejercitable en los términos del art. 197 de la LSC como respecto a la información accesible al público que la sociedad hubiera facilitado a la CNMV. Por ello, la interpretación de lo que son *“preguntas concretas”* y de cuando la respuesta a las mismas *“esté clara y directamente disponible para todos los accionistas”* en la *página web* de la sociedad admite

infinidad de matices y una aproximación restrictiva puede redundar en una limitación del derecho de información.

De este modo, nuestro ordenamiento adapta el mandato armonizador contenido en el art. 9 de la Directiva 2007/36/CE cuando, bajo el título de “derecho a formular preguntas” dispone: “1. Todo accionista tendrá derecho a formular preguntas relacionadas con los puntos del orden del día de la junta general. La sociedad responderá a las preguntas formuladas por los accionistas. 2. El derecho a formular preguntas y la obligación de responder estarán sujetos a las medidas que los Estados miembros puedan adoptar o permitir que adopten las sociedades, con el fin de garantizar la identificación de los accionistas, el correcto desarrollo y la preparación de la junta general y la protección de la confidencialidad e intereses empresariales de las sociedades. Los Estados miembros podrán permitir a las sociedades dar una respuesta conjunta a las preguntas de igual contenido. Los Estados miembros podrán disponer que no sea necesario responder a una pregunta cuando la información solicitada figure en formato pregunta-respuesta en el sitio Internet de la sociedad”.

Esta disposición se explica cuando el considerando (8) dice que “todo accionista debe tener la posibilidad de formular preguntas en relación con los puntos del orden del día de la junta general y recibir una respuesta, si bien los Estados miembros deberán decidir las normas de desarrollo relativas a cómo y cuándo han de formularse las preguntas y recibirse las respuestas”.

## **E) La eficacia de las nuevas medidas de participación a distancia de los accionistas**

### *a) El nuevo artículo 521 LSC*

El nuevo artículo 521 LSC agrupa bajo la rúbrica de “participación a distancia” distintas medidas destinadas a lograr una situación paradójica: revitalizar el funcionamiento de un órgano no por atraer a sus sesiones a un mayor número de accionistas presentes o representados, sino por conseguir que en las deliberaciones y decisiones de la junta participe un mayor número de accionistas “ausentes” o, mejor dicho, separados o distantes del lugar en el que se reúnen quienes asisten a la junta. Se trata de convertir en un principio normativo de la disciplina de la junta una modalidad de participación de los accionistas que se benefician de las posibilidades que ofrecen las nuevas tecnologías<sup>48</sup>.

Ha de matizarse la inspiración de esta medida en la Directiva 2007/36/CE y en el ordenamiento español. Para la primera, la participación a distancia

---

<sup>48</sup>V. ALCOVER GARAU, G., “Aproximación al régimen jurídico del voto electrónico”, Tomo I, pág. 375 y ss., en AA.VV., *La modernización del Derecho de Sociedades en España. Cuestiones pendientes de reforma*, cit.

se integra en el objetivo de fomentar un auténtico mercado societario europeo. Importa que puedan ejercer sus derechos en relación con la junta general los accionistas que no residan en el Estado miembro en el que se encuentre domiciliada la sociedad, en términos paritarios con los de aquellos accionistas residentes en ese Estado miembro<sup>49</sup>. Dicho de forma resumida, la participación a distancia es el instrumento esencial para un ejercicio transfronterizo de los derechos de todo accionista<sup>50</sup>. Desde la perspectiva de la legislación nacional, la participación a distancia se integra en el mejor funcionamiento de las sociedades. Convierte en fundamento principal de la nueva regulación la configuración de la junta general como un órgano que, mediante los avances que plantean las nuevas tecnologías para la participación de los accionistas, contribuye al mejor gobierno de las empresas<sup>51</sup>.

Como en tantos otros ámbitos de la actividad económica, la generalización de las nuevas tecnologías de la información y comunicación permiten plantear como habituales soluciones que hace pocos años resultaban impensables. Esa ventaja tecnológica opera en un doble ámbito, en el de la directa participación del accionista en la junta general (objeto principal del art. 521.2 LSC), pero también en el régimen aplicable a la representación del accionista.

Se dice que la junta es un órgano social resultado de la reunión de los accionistas (art. 159.1 LSC) y en las sociedades cotizadas vemos que se abre camino la participación de quienes, sin estar propiamente reunidos con los demás accionistas y permaneciendo no solo fuera, sino incluso muy lejos del lugar en que se desarrolla esa reunión, ven reconocida la posibilidad de formar parte de la misma. Esa posibilidad no ha quedado reconocida con la aprobación de la Ley 25/2011 y la consiguiente reforma de la LSC por incorporación de la Directiva 2004/36/CE, pues ya era una realidad en nuestra práctica societaria y con amparo en otras normas mercantiles. La innovación legislativa supone, sin embargo, un formal acogimiento de esa participación a distancia como una alternativa

---

<sup>49</sup>V. los considerandos (5) y (14) de la Directiva.

<sup>50</sup> V. YANES YANES, P., "El voto transfronterizo. Problemas y orientaciones político-legislativas en la Unión Europea", Tomo I, pág. 463 y ss., en AA.VV., *La modernización del Derecho de Sociedades en España. Cuestiones pendientes de reforma*, cit.

<sup>51</sup>V. RODRIGUEZ ARTIGAS, F. "Ejercicio a distancia de los derechos de socio y de minoría en el marco de la crisis de la junta general", en Tomo I, pág. 227 y ss., en *La modernización del Derecho de Sociedades en España. Cuestiones pendientes de reforma*", cit.

que favorece el ejercicio por los accionistas de algunos de sus principales derechos que tienen en la junta el marco para su concreción. Ha de de subrayarse que con la incorporación del mandato europeo, asistimos a una consolidación en nuestro ordenamiento de otro de los aspectos organizativos especiales que depara el funcionamiento de la junta en las sociedades cotizadas.

En la pugna constante por revitalizar la junta o por hacer que ésta salga fortalecida de la encrucijada en la que se encuentra como consecuencia de la disparidad entre el papel esencial y supremo que le otorgan las normas y la realidad de su sumisión a los administradores, el recurso a las nuevas tecnologías convierte la participación a distancia en una circunstancia que merece especial ponderación. Porque el absentismo de los accionistas ha sido tradicionalmente la expresión de una renuncia a asistir a la reunión o, si se prefiere, a estar presente. El absentismo o la apatía se calificaban como racionales, por resultar perfectamente comprensibles desde una perspectiva económica o de sentido común. Pretender que muchos accionistas dedicaran parte de su tiempo a asistir a una reunión en cuyas decisiones carecían de influencia y que, además, lo hicieran soportando un coste económico (por ejemplo, en materia de transporte o alojamiento) resulta temerario. No lo es tanto si la carga económica de esa participación presencial desaparece en la solución “*a distancia*” en la que, además, se irá extendiendo entre los pequeños accionistas el convencimiento de que integran una comunidad cada vez más influyente en la adopción de los correspondientes acuerdos.

Como es notorio, la participación de los accionistas a distancia no es una novedad, pues cambios adoptados en la hoy derogada LSA ya contemplaban esa posibilidad<sup>52</sup>. Lo que sucede es que en el acogimiento por el artículo 521 de la mencionada posibilidad se avanza en la concreción de ésta, de acuerdo con el mandato contenido en la Directiva 2007/36/CE y se hace, además, tomando en consideración la configuración que la LSC reformada ha hecho del uso de las tecnologías de la información en muchos otros aspectos de la preparación de la junta que resultan complementarios para esa forma de participación a distancia. Lo que se quiere señalar es que nuestro ordenamiento está construyendo el régimen de la junta y la participación de los accionistas

---

<sup>52</sup>Los cambios fueron impulsados de manera principal por la Ley 26/2003, de 17 de julio (conocida como la Ley de Transparencia), concretándose en art. 105 LSA.

desde esa perspectiva que permite ver a los accionistas como sujetos que permanecen vinculados a la marcha de la sociedad y a la preparación de la junta, así como a la adopción de los acuerdos sociales sin asistir nunca a la reunión de dicho órgano o a cualesquiera otro tipo de actos preparatorios o consecuentes de la junta.

De estas consideraciones iniciales cabe concluir, en suma, que no nos encontramos ante una mera aplicación más de las nuevas tecnologías al funcionamiento de la vida societaria. El tiempo se encargará de determinar si, más allá de esa obviedad que depara la reforma legal, se está produciendo un auténtico cambio en la capacidad de implicar en el funcionamiento de la junta a un número creciente de accionistas o, si se prefiere, a un grupo creciente de accionistas que de otra forma nunca participarían en el funcionamiento de la junta.

La experiencia de estos últimos años no debe ignorarse, puesto que alerta sobre cómo de una forma progresiva, las juntas de nuestras sociedades cotizadas cuentan con un número creciente de accionistas distantes, pero presentes. Para ello contamos con las votaciones en las que el voto electrónico se convierte en un factor cada vez más relevante.

Como en tantos aspectos del funcionamiento y gobierno de las sociedades cotizadas, la estructura del capital tiene también una notable influencia sobre la participación de los accionistas en la junta. La concentración de capital que caracteriza numerosas sociedades españolas provoca altos niveles de asistencia a la junta. Así, si nos centramos en las sociedades del IBEX 35, en 2010 se mantiene un alto porcentaje de asistencia: el 71,5 por ciento. Se advierte una reducción con respecto al año 2009 (73,3 por ciento). Lo relevante será constatar si ese dato supone la modificación de la tendencia que se venía observando a lo largo de los ejercicios precedentes, desde el año 2006.

Dicho esto, la CNMV viene llamando la atención sobre un hecho que alerta sobre la importancia que adquiere la dilución del capital en manos de minoritarios para el nivel de asistencia. Se produce una regla inversa: *“En los últimos años, las compañías cotizadas han puesto especial énfasis en la adopción de medidas para favorecer la participación de los accionistas minoritarios en las juntas generales. Sin embargo, como se observa en el gráfico 24 el mayor porcentaje de accionistas minoritarios suele estar correlacionado, en general, con un menor nivel de participación en las juntas. De hecho, en 5 de las 9 entidades que registraron en 2010 una participación en las juntas generales superior al 80%, su capital flotante era inferior al 21%. Mientras que de las 8 sociedades que tuvieron una participación inferior al 60%, 5 tienen un capital flotante superior al 75%.”*

La CNMV, en su “Informe de Gobierno Corporativo de las Entidades Emisoras de Valores Admitidos a Negociación en Mercados Secundarios Oficiales” del Ejercicio 2010 (pág.6 y 65 y ss.) señala que *“el porcentaje de sociedades que facilitan el voto a distancia ha aumentado de forma continuada desde el ejercicio 2008,*

*pasando del 12,3% al 19,6% actual".*

Asistimos en estos meses a la iniciación de lo que podríamos describir como la incorporación del nuevo régimen legal de la participación de los accionistas en la junta general. Por lo tanto, resulta prematuro valorar la incidencia que esa forma de participación puede tener para el perfil de las juntas generales de dichas sociedades y, en especial, para comprobar si tienen fundamento las esperanzas de quienes ven en esa participación a distancia una revitalización de la junta. Hasta ahora las medidas pioneras que se han aplicado desde que tal forma de participación se acogió por la Ley de Transparencia no parecen haber jugado un papel determinante.

La CNMV, en su Informe Anual de Gobierno Corporativo de las Compañías del IBEX 35 del ejercicio 2010 (págs. 39 y ss.), constata que el porcentaje de presencia física de los accionistas en las juntas generales se redujo 4 puntos en el año 2010 y el voto a distancia se redujo en un 1%. En concreto, el 48,6% de las compañías utilizaron el voto a distancia.

#### *b) Los principios generales de la participación a distancia*

La terminología utilizada en la regulación de esta materia puede llevar a una cierta confusión sobre cuáles son los fundamentos de su regulación. Comencemos por recordar que la participación a distancia de los accionistas no se formula de manera expresa como una forma que permita a los accionistas el ejercicio de sus derechos, sino como una forma de organización de la junta que debe ponerse a disposición de las sociedades. El considerando (9) de la Directiva utiliza la siguiente expresión: *"Las sociedades no deben encontrar obstáculos jurídicos a la hora de ofrecer a sus accionistas cualquier forma de participación por medios electrónicos en la junta general"*. A su vez, el artículo 8.1 de la Directiva señala que *"Los Estados miembros permitirán a las sociedades ofrecer a sus accionistas..."*. Es claro que a las sociedades compete recoger en sus estatutos y reglamentos corporativos las disposiciones que doten de operatividad a esa posible participación a distancia. No es tan claro si ese ofrecimiento a los accionistas de tal posibilidad, que la legislación no debe obstaculizar, será el resultado de una libertad societaria a la hora de acoger o no tal posibilidad de participación en la junta. Porque la redacción de la Directiva da a entender que la participación a distancia es una alternativa ofrecida a las sociedades cotizadas y no un mandato normativo. Ese entendimiento es sin embargo erróneo a la vista de la propia redacción del art. 8.2 que de manera más contundente viene a afirmar la generalidad de la participación electrónica

de todos los accionistas en todas las juntas generales al decir que esta participación sólo podrá supeditarse de determinados requisitos orientados a verificar la identidad del accionista y la seguridad en las comunicaciones.

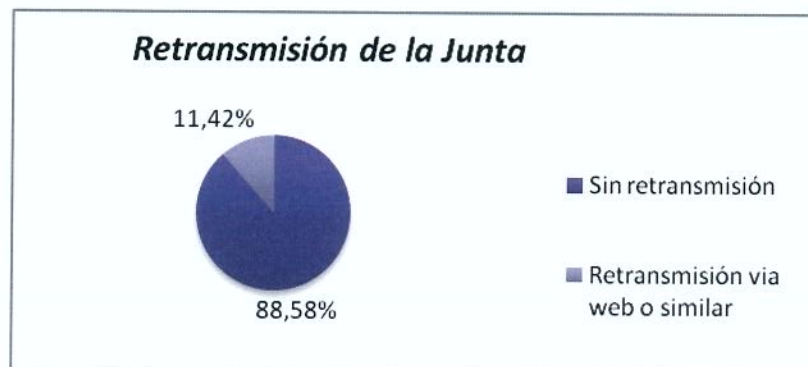
Sin embargo, esa lectura potestativa de la participación a distancia reaparece en el art. 521 LSC. Lo hace al encomendar a los estatutos de la sociedad el régimen general de la participación a distancia. Por lo tanto, esta posibilidad se abrirá a los accionistas en función de la autonomía estatutaria respectiva. Puede plantearse cuál es la razón que hace que un principio de política legislativa tan claro como es el de potenciar en el mercado interior el ejercicio de los derechos de los accionistas y, como consecuencia de ello, el mejor funcionamiento de la junta general en las sociedades cotizadas europeas, queda a la postre encomendado a la opción que pueda adoptar cada sociedad en concreto.

La autonomía estatutaria está limitada por lo que podríamos llamar los requisitos mínimos o de garantía de la participación a distancia. Así como ésta puede contemplar cualquier medio de comunicación, debe asegurar la garantía de la identidad del sujeto que participa en la junta o vota a través de su representante y la seguridad de las comunicaciones electrónicas. En cuanto a lo primero, es evidente que la atención debe proyectarse sobre los sistemas electrónicos de participación, pues son los únicos que permiten hacer efectiva la participación en la junta. La situación actual y la experiencia de algunas sociedades, permite afirmar que esos requisitos no plantean una exigencia relevante.

Admitida esa participación en los estatutos sociales, corresponderá al Reglamento de la junta general regular de forma detallada el ejercicio de estos derechos (art. 521.2 LSC).

En la práctica, los anuncios de convocatoria de las juntas generales de las principales sociedades cotizadas informan de la forma de ejercitar los derechos de asistencia, representación y voto a distancia. Asimismo, procede destacar las reformas de algunos Estatutos para regular la asistencia y el voto a distancia.

Esta "*asistencia remota*" exige, como presupuesto básico, que la junta sea retransmitida en directo y permita a los accionistas participar activamente en su celebración. Según se desprende de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo de 2010, sólo 4 de las grandes sociedades del IBEX-35 tenían prevista la retransmisión en directo de la celebración de sus juntas vía web o similar.



#### F) La eficacia de las nuevas medidas de representación de los accionistas

La representación de los accionistas en la junta general viene jugando un papel determinante en la conformación y funcionamiento del citado órgano<sup>53</sup>. Esto rige tanto para lo que podríamos describir como aspectos positivos, como para los negativos de la junta. Cualquier observador de la realidad advierte que de cómo tolere el ordenamiento ese supuesto dependerá que la junta mantenga su condición de órgano supeditado en prácticamente todas sus decisiones a las propuestas de los administradores o que aparezca como un órgano en el que son los accionistas los que deciden en los asuntos de competencia de la junta de una manera autónoma. Ambas situaciones dependen de cómo acepte el ordenamiento la posibilidad de que un accionista participe en la junta a través de un representante. El punto decisivo en la determinación de esa posibilidad es la identidad del representante, primero, y la limitación de la actuación de éste, en segundo lugar. Como tendremos ocasión de recordar, el régimen legal de la representación del accionista en sociedades cotizadas ha acogido en los últimos años innovaciones que, por un lado, admiten una variedad de sujetos legitimados para representar al accionista. Se ha abierto esa posibilidad a todo tipo de personas físicas o jurídicas, a los administradores de la sociedad o a

<sup>53</sup> V. RONCERO SÁNCHEZ, A., "La captación del voto a través de la solicitud pública de representación: transparencia, igualdad de oportunidades y conflictos de interés", Tomo I, pág. 399 y ss. en AA.VV., *La modernización del Derecho de Sociedades en España. Cuestiones pendientes de reforma*, cit.

intermediarios financieros. Ello se ha hecho, por otro lado, estableciendo una serie de circunstancias subjetivas que deparan una situación de conflicto de intereses entre los del accionista y los del representante (art. 523 LSC), así como aceptando que cuando el representante es un intermediario financiero, el ejercicio del voto correspondiente a los distintos accionistas representados pueda dar lugar a un voto divergente o diferente en un mismo acuerdo (art. 524.2 LSC). Por último, la representación de un accionista por un administrador aparece supeditada a ciertas condiciones de naturaleza objetiva. Esta medida es decisiva a la hora de descartar el uso por los administradores de la representación pública de los accionistas en su propio interés en aquellos asuntos en los que resulta indiscutible que pueda enfrentarse con el de la sociedad.

En las sociedades cotizadas, la dilución o atomización del capital y la falta de incentivos para la asistencia personal del accionista convierten la representación de los accionistas en un elemento esencial para su control. Salvo que determinados accionistas ostenten participaciones relevantes, será la capacidad de obtener la representación de los accionistas el criterio decisivo a la hora de orientar la voluntad social. La representación de la mayoría del capital social explicaba la capacidad de los administradores de contar por regla general con el respaldo de la junta general. Para corregir esta situación, que suponía una alteración en el diseño legal de la jerarquía orgánica, la legislación societaria viene adoptando distintas reglas en materia de representación, regulando la posibilidad de que la representación la ostenten otros sujetos distintos a los administradores y sometiendo la concedida a favor de éstos a condiciones más estrictas.

- (i) Esa postura favorable a la representación del accionista comienza por la prohibición de cláusulas estatutarias limitativas de la representación de un accionista por cualquier persona (limitación que sí cabe en los estatutos de sociedades anónimas no cotizadas). En una sociedad cotizada los estatutos podrán, sin embargo, prohibir la sustitución del representante por un tercero (artículo 522.1 L.S.C.).
- (ii) La designación del representante y su revocación podrán notificarse a la sociedad por escrito o por medios electrónicos, conforme a los sistemas establecidos por la sociedad al efecto (artículo 522.3 L.S.C.).
- (iii) Se admite que un mismo representante ostente la representación de

varios accionistas, sin limitación (artículo 522.4 L.S.C.). Las acciones representadas se computarán al objeto de determinar si concurre el porcentaje de capital suficiente para la válida constitución de la junta (artículo 522.5 L.S.C.).

- (iv) El representante habrá de votar conforme a las instrucciones recibidas del accionista representado. Las instrucciones deberán conservarse durante un año desde la celebración de la junta general. Una de las principales novedades es la admisión normativa del voto divergente: en el caso de que una misma persona actúe en representación de una pluralidad de accionistas, podrá emitir en relación con un mismo acuerdo votos de signo distinto en función de las instrucciones respectivas de cada uno de los representados (artículo 522.4 L.S.C.).
- (v) Merece especial atención el régimen del conflicto de intereses en la relación entre el accionista y su representante. Al respecto, el primer deber del representante, previo a su designación, pasa por informar al accionista de la existencia de un eventual conflicto. Si el conflicto nace con posterioridad a la designación, el representante deberá informar de ello al accionista de forma inmediata. En cualquiera de esos supuestos, ante una situación de conflicto y en tanto el accionista no transmita nuevas instrucciones al representante, éste viene obligado a abstenerse de emitir el voto representado (artículo 523.1).

La regulación de los conflictos de intereses se ve debilitada siempre que falta en la norma una delimitación de las situaciones en las que se entiende que surge tal conflicto. De ahí que el artículo 523.2 L.S.C. enuncie una serie de situaciones particulares en las que ha de entenderse que existe tal conflicto, como presupuesto para la aplicación de las normas que estudiamos. Estas situaciones se fundan en la identidad del representante, de manera que habrá conflicto cuando el representante sea un accionista de control, un administrador (para este caso, ha de estarse además a las normas especiales del artículo 526, a las que se hará posterior mención), el auditor de la sociedad o una persona física vinculada con los anteriores. Esas circunstancias se toman en cuenta no sólo con relación a la sociedad cuya junta general va a celebrarse, sino también con respecto a otras sociedades vinculadas con aquélla.

- (vi) También es relevante la regulación de la representación de los accionistas por los intermediarios financieros (artículo 524 L.S.C.). Lo es por cuanto la representación es consecuencia de relaciones contractuales previas que tienen por objeto las acciones (por ejemplo, un contrato de depósito, de administración de valores, etc.) propiedad de sus clientes.

En este supuesto, el intermediario financiero debe notificar a la sociedad, dentro de los siete días anteriores a la fecha de celebración de la junta, la lista de clientes que le han otorgado su representación y las instrucciones recibidas de cada uno de ellos. El intermediario puede delegar su representación a un tercero, siempre que los estatutos no prohíban esa posibilidad. De nuevo, las instrucciones divergentes de sus clientes en cuanto al voto de un mismo acuerdo pueden llevar al intermediario-representante a votar en sentido distinto en nombre de sus diversos representados. El sentido del voto deberá haber sido comunicado a la sociedad en la indicada comunicación previa a la sociedad de las representaciones que ostenta.

- (vii) Como ya se indicó, el artículo 526 L.S.C. establece unas exigencias al administrador que haya obtenido la representación de accionistas en los supuestos de formulación de solicitud pública de representación. Es una manifestación más de los deberes que les son exigibles y cuyo especial desarrollo se produjo con la llamada Ley de Transparencia. Estamos ante una regulación especial y diferenciadora, puesto que la L.S.C. guarda silencio respecto de los deberes de comportamiento de los administradores de las sociedades anónimas no cotizadas en este mismo supuesto. El citado precepto impide al administrador ejercitar el derecho de voto correspondiente a las acciones que represente en aquellos asuntos en los que se encuentre en una situación de conflicto de intereses. Este principio general ha ido ganando concreción en nuestro ordenamiento, quizás como única vía para dotarlo de efectividad y dar respuesta a la importancia que esta materia cobra en el control de las grandes sociedades. Así, la consideración de la situación de conflicto no la deja el legislador al libre arbitrio del administrador (o de quien se la reproche), sino que enumera una serie de supuestos en los que este conflicto, en todo caso, existe: *a)* su nombramiento o ratificación como administrador;

*b)* su destitución, separación o cese; *c)* el ejercicio contra él de la acción social de responsabilidad; y *d)* la aprobación o ratificación de operaciones de la sociedad con él o con personas vinculadas. Estas normas deberán aplicarse también cuando se traten asuntos sin la previa constancia en el orden del día, asuntos que sólo podrán referirse a su separación o al ejercicio de la acción social contra él.

La Ley no resuelve sin embargo la cuestión siempre discutida, de si el administrador que al mismo tiempo ostenta la condición de accionista, puede ejercitar sus derechos de voto en los mencionados supuestos de conflicto de intereses.

En la práctica, cabe destacar la reforma de los sistemas de representación de los accionistas. También merece ser destacada la reforma de los sistemas de deliberación, votación y adopción de acuerdos.

## **G) La eficacia de las nuevas medidas sobre votación de acuerdos**

### *a) Resultado de las votaciones.*

En una sociedad anónima de régimen común, todos los acuerdos sociales deberán constar en el acta de la junta (art. 202.1 LSC), que deberá recoger su contenido, el número de socios concurrentes con derecho a voto, indicando cuantos los hacen personalmente y cuantos por representación, el resultado de las votaciones, con expresión de las mayorías con las que se hubieren adoptado cada uno de los acuerdos y, en caso de que se solicite, los votos en contra (art. 97.1.7º RRM).

En las sociedades cotizadas, se intensifica la transparencia del resultado de las votaciones porque, para cada acuerdo sometido a votación de la junta general deberá determinarse, como mínimo, las circunstancias siguientes: el número de acciones respecto de las que se hayan emitido votos válidos, la proporción de capital social representado por dichos votos, el número total de votos válidos, el número de votos a favor y en contra de cada acuerdo y, en su caso, el número de abstenciones (art. 525.1 LSC). Además, se potencia la accesibilidad pública a esta información porque los acuerdos aprobados y el resultado de las votaciones se publicarán íntegros en la página web de la SAC dentro de

los cinco días siguientes a la finalización de la junta general (art. 525.2 LSC).

*b) Nulidad de las cláusulas limitativas del derecho de voto.*

En una sociedad anónima de régimen común, los estatutos podrán fijar el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a un mismo grupo (art. 188.3 LSC).

En las sociedades cotizadas serán nulas de pleno derecho las cláusulas estatutarias que, directa o indirectamente, fijen con carácter general el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a un mismo grupo<sup>54</sup>. Cuando se produzca la admisión a negociación en un mercado secundario oficial de valores de las acciones de una sociedad cuyos estatutos contengan cláusulas limitativas del máximo de votos, la sociedad deberá proceder a la adaptación de sus estatutos, eliminando dichas cláusulas, en el plazo máximo de un año contado a partir de la fecha de admisión. Si transcurriere ese plazo sin que la sociedad hubiese presentado en el Registro Mercantil la escritura de modificación de sus estatutos, las cláusulas limitativas del máximo de voto se tendrán por no puestas (art. 527 LSC).

#### IV. CONCLUSIONES

1ª. La regulación del gobierno corporativo de la sociedad anónima cotizada se basa en el paradigma de la primacía de los accionistas que -a través de la junta general- adoptan las decisiones fundamentales para la vida social en cuanto a su evolución, modificaciones estructurales y eventual disolución y liquidación. En particular, la junta debe ejercer el control de la gestión a través de la aprobación de las cuentas y el nombramiento o separación de los administradores.

---

<sup>54</sup> La CNMV, en su "Informe de Gobierno Corporativo de las Entidades Emisoras de Valores Admitidos a Negociación en Mercados Secundarios Oficiales" del Ejercicio 2010 (pág. 65) se refiere a esta modificación diciendo: "Además, el 1 de julio de 2011, entró en vigor el artículo 527 de la Ley de Sociedades de Capital, relativo a la nulidad de las cláusulas estatutarias limitativas del derecho de voto que, directa o indirectamente, fijen con carácter general el número de derechos de voto que puede emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a su mismo grupo".

2ª. El examen de la realidad muestra que las juntas generales de las sociedades anónimas cotizadas no ejercen un control real sobre la gestión porque los accionistas, en general, y los inversores institucionales, en particular, operan a corto plazo sin implicarse en los objetivos sociales a medio y largo plazo.

3ª. Ante la anterior paradoja caben dos opciones: mantener la junta general reformando su regulación para que mejore el control de la gestión o suprimirla para evitar los costes ineficientes y las apariencias engañosas de control.

4ª. Tanto el Derecho comunitario, como el Derecho español, han optado por mantener la junta general potenciando los derechos políticos de participación información y voto de los accionistas para mejorar su implicación en el control de la gestión.

5ª. La igualdad de trato no consiste en permitir un ejercicio de los derechos de participación por los accionistas con un contenido igual, sino en garantizar que, en el funcionamiento de la junta y en cuantos aspectos del mismo están relacionados con la información y participación de los accionistas, la sociedad, sin necesidad de atender a previos requerimientos de accionistas concretos, organiza la junta bajo el respeto de la igualdad de trato de "*todos los accionistas*", cualquiera que sea el comportamiento concreto que adopte o renuncie a adoptar cada uno de ellos en la junta.

6ª. Las medidas que afectan a la convocatoria de la junta consisten en la ampliación del contenido y de la publicidad del anuncio de convocatoria y en la facultad de los accionistas de completar dicha convocatoria o presentar nuevas propuestas de acuerdo y serán eficaces en la medida en que los accionistas tengan un interés económico real por conocer la convocatoria y completar su contenido.

7ª. Las medidas que afectan a la información de los accionistas ante una junta general potencian tanto la información pasiva, mediante la disponibilidad de la información durante todo el periodo previo a la celebración de la junta; como la información activa. Para ello se faculta a los accionistas para solicitar de los administradores las aclaraciones sobre la información disponible en la CNMV y sobre el informe del

auditor. También en este caso tales medidas serán eficaces para mejorar el control de la gestión social si los accionistas están interesados financieramente en ejercitar tales facultades.

8ª. En cuanto a la participación a distancia, la autonomía estatutaria está limitada por los requisitos mínimos o de garantía consistentes en asegurar la garantía de la identidad del sujeto que participa en la junta o vota a través de su representante y la seguridad de las comunicaciones electrónicas. Ambas garantías coinciden en afectar a los sistemas electrónicos de participación porque son los únicos que permiten hacer efectiva la participación en la junta.

9ª. En las sociedades cotizadas, la dilución o atomización del capital y la falta de incentivos para la asistencia personal del accionista convierten su representación en un elemento esencial para su control.

10ª. Las reformas tocantes a la votación de acuerdos en la junta general de la sociedad anónima cotizada persiguen un efecto material, con la nulidad –y, por lo tanto, consiguiente supresión- de las cláusulas estatutarias limitativas del derecho de voto, y un efecto formal, con la intensificación de la transparencia del resultado de las votaciones.