



## *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*

---

2006/4

Septiembre 2006

---

### **LA JUNTA GENERAL EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS (Algunas referencias empíricas sobre sus aspectos principales)**

Juan Sánchez-Calero Guilarte  
Isabel Fernández Torres  
Mónica Fuentes Naharro

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.  
Universidad Complutense.  
Ciudad Universitaria s/n.  
28040 Madrid  
00 34 -913 94 54 93  
[jscalero@der.ucm.es](mailto:jscalero@der.ucm.es)  
[monicafuentes@der.ucm.es](mailto:monicafuentes@der.ucm.es)  
[if\\_torres@hotmail.com](mailto:if_torres@hotmail.com)  
<http://www.ucm.es/info/mercantil>

*Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense*  
<http://www.ucm.es/eprints>  
Copyright © 2006 por los autores

**Resumen:**

El presente documento surgió con vistas a una Jornada dedicada a analizar el papel de la Junta general en las sociedades cotizadas españolas. Aún cuando sea un tópico afirmar que la Junta en esas sociedades ha perdido el poder que el legislador le atribuye y que ha pasado a estar controlada por los administradores, consideramos procedente utilizar la amplia información disponible al respecto para precisar en qué aspectos y medida esa devaluación de la Junta es real. Para ello hemos dividido el estudio en apartados inspirados en el propio funcionamiento de la Junta. Las fuentes principales han sido los Informes de Gobierno Corporativo de las sociedades del IBEX-35 correspondientes a los años 2004 y 2005. Esos datos se han analizado también a la vista de la iniciativa europea orientada a reforzar los derechos de los accionistas con vistas a la Junta.

**Palabras clave:** Derecho de sociedades, gobierno corporativo, junta general, administradores, derechos de los accionistas.

**Abstract:**

The present paper was initially thought for a Conference on the role of shareholders meetings of Spanish stock-listed companies. Even if it could seem topical to affirm that general meetings in these companies has lost the actual power that the legislator confers to them and has passed to be controlled only by the directors, extensive data to this respect can show to what extent this devaluation of the initial role of these meetings is real. For this purpose, we have divided the analysis in different sections inspired on the operation of a shareholder meeting. The main sources have been the 2004 & 2005 Corporate Governance reports for the companies listed at the IBEX 35. This data has also been analysed on the premises of the European initiative to reinforce the rights of the shareholders at the general meetings.

**Key words:** Corporate law, corporate governance, general meeting, directors, shareholders rights.

## **LA JUNTA GENERAL EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS**

**(Algunas referencias empíricas sobre sus aspectos principales)\***

**Juan Sánchez-Calero, Isabel Fernández y  
Mónica Fuentes\*\***

---

\* Documento presentado en el Seminario Complutense sobre La Junta General de las sociedades cotizadas: propuestas para su revitalización, celebrado en Madrid el día 6 de abril de 2006, organizado por el Departamento de Derecho Mercantil de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid y la Revista de Derecho Bancario y Bursátil y patrocinado por el Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España.

\*\* Los autores son Profesores del Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho. Universidad Complutense de Madrid.

## SUMARIO:

I.-	INTRODUCCIÓN: EL INTERÉS DE LA INFORMACIÓN SOCIETARIA.....	3
II.-	MÉTODO UTILIZADO Y FUENTES CONSULTADAS .....	4
	BLOQUE 1: DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS Y FOMENTO DE LA ASISTENCIA Y PARTICIPACIÓN A TRAVÉS DE LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS .....	9
I.-	PRELIMINAR: DETERMINACIÓN DEL ÁMBITO OBJETIVO DEL ESTUDIO .....	9
II.-	INICIATIVA Y DETERMINACIÓN DEL CONTENIDO DE LAS CONVOCATORIAS DE LA JUNTA.....	10
	1. - Iniciativa en la realización de la convocatoria .....	10
	2.- Determinación del orden del día de la Junta.....	11
III.-	DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS .....	15
	1.- Carencias informativas: grado de cumplimiento de las exigencias informativas impuestas por la Circular 1/2004....	16
	2.- Ampliación de la información proporcionada al accionista ...	19
	2.1. <i>Publicidad de la convocatoria</i> .....	19
	2.2. <i>Publicidad del acto de celebración de la Junta</i> .....	20
	2.3. <i>Tratamiento del derecho de información del accionista ex art. 112 LSA</i> .....	22
IV.-	CELEBRACIÓN DE LA JUNTA .....	25
	1.- Constitución de la Junta .....	25
	2.- Derecho de asistencia a la Junta .....	29
	2.1. <i>Limitaciones al derecho de asistencia</i> .....	29
	2.2. <i>Participación en las Juntas</i> .....	30
	2.3. <i>Asistencia y distribución del capital</i> .....	33
	3.- Participación electrónica en las juntas generales.....	37

3.1. Asistencia por representación o por medios telemáticos	37
3.2. El voto por medios telemáticos .....	38
4.- Restricciones al derecho de voto .....	41
5.- Reunión y desarrollo de los debates .....	42
6.- Medidas adoptadas para garantizar la independencia y el buen funcionamiento de la Junta; en especial el Reglamento de la Junta .....	44
BLOQUE 2: INDEPENDENCIA Y PODER EFECTIVO DE LA JUNTA RESPECTO DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN .....	47
I.- PODER DE CONTROL DE LA JUNTA SOBRE EL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN .....	47
1.- Nombramiento efectivo de los administradores .....	47
2.- La separación del administrador de su cargo .....	48
3.- La retribución de los administradores .....	49
Conclusiones generales .....	53

## **I.- INTRODUCCIÓN: EL INTERÉS DE LA INFORMACIÓN SOCIETARIA.**

A lo largo de los últimos años el debate sobre el gobierno corporativo en España ha alcanzado un notorio grado de madurez. Las distintas Recomendaciones y la traducción normativa de algunas de ellas, persiguiendo principalmente la efectividad del principio de transparencia han tenido como una de sus principales consecuencias la disposición actual de una ingente información societaria. A pesar de que en ese proceso los trabajos se han orientado principalmente a analizar un mejor funcionamiento del Consejo de Administración y que, como consecuencia de ello, la mayor parte de la información disponible se refiere a ese órgano, nos encontramos con que también están a disposición de los estudiosos e interesados numerosos datos que permiten una aproximación a la realidad de la Junta general en las sociedades cotizadas.

En estos últimos años, la Junta general ha sido destinataria de distintas disposiciones legales cuyo desarrollo reglamentario y aplicación práctica deparan una valiosa información sobre cómo se cumple por cada una de las sociedades cotizadas el propósito que animaba al legislador al impulsar aquellas normas. Así, resulta obligada la mención en este punto al impacto que tuvo la Ley 26/2003, de 17 de julio, conocida como de Transparencia. Deben ser mencionadas, en especial, la introducción y difusión del Reglamento de la Junta general (art. 113 de la Ley del Mercado de Valores -en adelante, LMV-), las referencias que a su funcionamiento se exigían dentro del contenido mínimo del informe de gobierno corporativo [art. 116.4, e) LMV] y, por último, la difusión de información a través de la página web, destinada a atender el ejercicio por parte de los accionistas de su derecho de información y la creciente difusión de información relevante.

La elaboración de esa información por cada una de las sociedades, su ordenación sistemática y su difusión por medio de Registros públicos, cuyo acceso se ha simplificado extraordinariamente merced a Internet, animaban a hacer un esfuerzo de recopilación y depuración de datos referidos a las

Juntas generales de las principales sociedades cotizadas españolas<sup>1</sup>. A esos efectos, se ha considerado que ese grupo de sociedades es el que queda encuadrado en el índice IBEX-35.

## II.- MÉTODO UTILIZADO Y FUENTES CONSULTADAS

Al llevar adelante esta investigación, nuestra atención se ha orientado hacia los hechos que depara la Junta general. Hacia el conjunto amplio y heterogéneo de cuestiones que la preparación y celebración de las reuniones de la Junta, y el ejercicio de las competencias y derechos vinculados que conllevan. Ese análisis de la realidad de la Junta se ha querido poner en conexión con el Derecho positivo aplicable en cada caso, en los distintos apartados que siguen. Creemos que ello se justifica por cuanto sigue en vigor la autorizada opinión que ensalzaba como último fin del estudio de las sociedades mercantiles, el de la mejor interpretación del Derecho vigente<sup>2</sup>.

Ciertamente, esa interpretación y su conexión con los datos que a continuación se facilitan implican una valoración de las normas analizadas. No en vano la iniciación de esta investigación coincidió con los distintos estudios que trataban de analizar el declinar de la Junta general en las sociedades cotizadas españolas y, en qué medida, ello resultaba atribuible a las normas en vigor o a razones metalegislativas. Hemos pretendido conectar algunas conclusiones empíricas con las valoraciones insertas en las disposiciones correspondientes. Con ello debía facilitarse la comprobación

---

<sup>1</sup> Es justo señalar que la CNMV ha llevado a cabo una importante labor en este campo. Primero, por medio de sus distintas encuestas y la posterior difusión de análisis de los resultados que en materia de buen gobierno se referían a los ejercicios 1999, 2000 y 2001. Más relevancia tiene por su actualidad y por el contenido sintético que ofrece el resultado de una revisión general plasmada en CNMV, Informe de Gobierno Corporativo de las Entidades Emisoras de Valores Admitidos a Negociación en los Mercados Secundarios Oficiales, Diciembre 2005, 177 páginas (disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)). Se trata de un documento que sintetiza los datos referidos a sociedades cotizadas, cajas de ahorro y otras entidades emisoras y que además ofrece unos anexos de gran interés.

También, desde el ámbito privado, existen investigaciones que deben de ser indicadas: FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS, Observatorio de gobierno corporativo de las grandes sociedades cotizadas en el mercado de valores español (IBEX-35) 2004, (dir. Olcese Santonja), Papeles de la Fundación 14 (2005), también disponible a través de la página [www.fef.es](http://www.fef.es).

<sup>2</sup>v. GIRÓN, en el Preliminar a Derecho de Sociedades, t. I, Madrid (1996), p. XXVIII.

de hasta qué punto la aplicación de las normas coincide con aquellas valoraciones.

Recuérdese que la regulación de la Junta en la Ley de Sociedades Anónimas (en adelante, LSA) está plagada de preceptos que manifiestan una valoración del legislador. Con carácter general, esa previa valoración se ha dicho que se concreta de distintas formas: como la opción legislativa a favor de uno de los intereses en conflicto, como la protección absoluta de ciertos bienes, mientras que a otros se las ofrece escasa o nula tutela, como la preferencia de unos intereses sobre otros, o como la prohibición de conductas o la restricción de derechos<sup>3</sup>. No resulta difícil vincular alguna de esas categorías con precisas disposiciones dentro de los arts. 90 y siguientes de la LSA.

Este documento no pretende ofrecer una imagen exhaustiva del funcionamiento de la Junta general en las sociedades cotizadas españolas. Acabamos de indicar que nuestro trabajo se ha concentrado en las sociedades del IBEX-35, esto es, aquellas sociedades que cumplen determinados requisitos referidos a la negociación de sus valores<sup>4</sup>. Esto obedece a que, incluso en el mercado continuo, existen diversas sociedades o grupos de sociedades que, sobre todo a partir de un alto grado de concentración de su capital, resultan difíciles de reconducir a lo que cabe enunciar como rasgos característicos comunes a las grandes corporaciones cotizadas.

Además, las cuestiones en las que hemos considerado que la evidencia empírica tenía un especial valor y a las que hemos también constreñido nuestro análisis, son aquellas en las que atisbamos –en especial

---

<sup>3</sup> v. LARENZ, K., Metodología de la Ciencia del Derecho, (traducida y revisada por M. Rodríguez Molinero), Barcelona (1994), pp. 203-204.

<sup>4</sup> El IBEX 35 es el más seguido por inversores y profesionales en la Bolsa española. Lo integran los 35 valores más representativos del mercado continuo, por ser los más líquidos y con mayor volumen de contratación. La relación de sociedades integrantes del IBEX-35 se revisa y actualiza cada seis meses y también como consecuencia de operaciones de fusión, exclusión, OPAS u otras operaciones que reduzcan significativamente la liquidez de un valor. Dadas esas periódicas modificaciones, puede suceder que alguna referencia contenida en este documento o en fuentes citadas en el mismo consideren sociedades que hayan abandonado posteriormente el IBEX 35.

porque así lo vienen apuntando la doctrina y, en alguna medida, la jurisprudencia- una disparidad entre la inspiración de las distintas normas que con respecto a la Junta formula la LSA y la específica aplicación de las mismas. Disparidad que nos parecía interesante sobre todo en aquellos aspectos en los que se debaten los propios principios esenciales de la sociedad anónima, así como en los que se advierte una singular probabilidad de conflictos entre, de un lado, los accionistas (mayoría v minoría) y, de otro, entre éstos y los administradores.

También nos hemos ocupado de la concreción de los diversos derechos que al accionista concede la Ley, así como en qué forma se suele ejercitar cada uno de esos derechos. Todo ello, teniendo en cuenta que la finalidad inmediata de la investigación era su presentación en el marco del Seminario Complutense y su necesaria vinculación con las distintas ponencias presentadas.

Por último, nuestra investigación ha considerado también que muchas de las innovaciones que se proponen en torno al régimen de la Junta general en las sociedades cotizadas se insertan en el debate más amplio del buen gobierno corporativo, que vive en estos momentos en España una nueva etapa con ocasión de la aprobación y posterior difusión del conocido como Código Conthe o Código Unificado de Buen Gobierno<sup>5</sup>, cuyo contenido ya se había anticipado sustancialmente con la presentación de la Propuesta del mismo<sup>6</sup>. La Propuesta y el posterior Código resultan de interés por cuanto son distintas las Recomendaciones que se ocupan de la Junta general, ampliando el alcance objetivo de los previos Informes Olivencia y Aldama. Conviene recordar, además, que esas Recomendaciones son de naturaleza diversa, pues no sólo tienen por destinatarias a las propias sociedades cotizadas, sino que algunas de ellas apuntan a posibles reformas normativas

---

<sup>5</sup> V. GRUPO ESPECIAL DE TRABAJO SOBRE BUEN GOBIERNO, Informe y de Código Unificado de Buen Gobierno, 19 de mayo de 2006, 71 pp.

<sup>6</sup> V. GRUPO ESPECIAL DE TRABAJO SOBRE BUEN GOBIERNO, Proyecto de Código Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, 18 de enero de 2006, 33 pp.

de incuestionable relevancia para la Junta<sup>7</sup>. A algunas de esas Recomendaciones se vinculará la información empírica que sigue, precisamente para permitir una más adecuada valoración de la coincidencia entre las medidas que se proponen y la realidad a la que van destinadas.

Como también creemos que la información recogida puede ser relevante para proyectarla sobre otro de los aspectos de interés en el debate de nuestro Derecho societario, cual es la relación entre la ley y la libertad estatutaria, que puede ser propuesta desde distintas perspectivas: su compatibilidad, su alternancia o su contradicción.

Son varios e importantes los aspectos de la organización, funcionamiento y adopción de acuerdos de la Junta en los que existe un margen para su regulación estatutaria. Los datos que la realidad ofrece permitirán conocer en qué medida la aplicación de esa libertad estatutaria ha tenido resultados coincidentes con la valoración que en su día hizo el legislador que la consintió. Como también permitirán comprobar esos datos, en aquellos aspectos que el legislador no contempló, si la realidad de los mercados y las sociedades reclama la actuación de aquél y, en tal caso, de qué naturaleza.

Las fuentes principalmente consultadas han sido los Registros públicos dependientes de la CNMV, a través de los que se facilita el acceso público a las iniciativas generales adoptadas o en curso en materia de buen gobierno<sup>8</sup>, así como a la situación que en cada una de las sociedades se ofrece a partir del cumplimiento de las disposiciones legales y del seguimiento de aquellas recomendaciones hasta ahora aprobadas<sup>9</sup>. Es preciso advertir que la mayor parte de las fuentes que se han utilizado se

---

<sup>7</sup> Nos referimos a algunas de las Recomendaciones Complementarias (en concreto, las número 5, 6 y ) contenidas en el Código Unificado y que tienen como destinatarios a instituciones financieras españolas, la CNMV y el Gobierno.

<sup>8</sup> A través del enlace que en la página [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es) existe al “*Buen Gobierno Corporativo*” (en adelante IBC).

<sup>9</sup> En la información sobre cada entidad emisora que es accesible a través de la página [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es) puede consultarse dentro del apartado “*Información sobre Gobierno Corporativo*” (en adelante IGC) distinta información actualizada, entre la que destacan los Informes Anuales de sucesivos ejercicios y los Reglamentos de la Junta y del Consejo de Administración.

refieren a los ejercicios 2004 y 2005 (facilitando en algunos aspectos un análisis comparativo, si bien cabe que en relación con alguno de los puntos específicamente tratados, se haga referencia a hechos posteriores y más recientes que han quedado reflejados en los documentos disponibles.

Para una más fácil exposición de la información utilizada, el trabajo se ha estructurado en dos bloques. En el primero se trata sobre los varios e importantes aspectos de la preparación y celebración de la Junta. Al hacerlo, se relaciona la información obtenida con la sistemática seguida por la legislación societaria con respecto a cada uno de esos momentos y, de manera particular, con relación a la vigencia y efectividad que en cada uno de ellos pueda tener el catálogo de derechos del accionista reconocidos por la LSA.

El segundo bloque es más breve y se ocupa del problema que plantea la evidencia del funcionamiento de la Junta general con respecto al diseño legislativo de las relaciones entre la Junta y el Consejo de administración. Se parte del diseño normativo que presume la subordinación de los administradores a la Junta como órgano supremo de la sociedad, lo que evidencia la normativa al atribuir a esta última las principales decisiones en materia de administradores. Frente a ello, la evidencia de la vida societaria refleja cómo, en realidad, el diseño del legislador se ha subvertido y son los administradores los que controlan la Junta. Siendo estas consideraciones conocidas desde hace muchos años, lo que consideramos más interesante de nuestra investigación es la aportación de datos concretos que permiten una mejor evaluación del alcance que tiene el alejamiento de la realidad societaria frente a la valoración y soluciones que quedaron plasmadas en las disposiciones de la LSA.

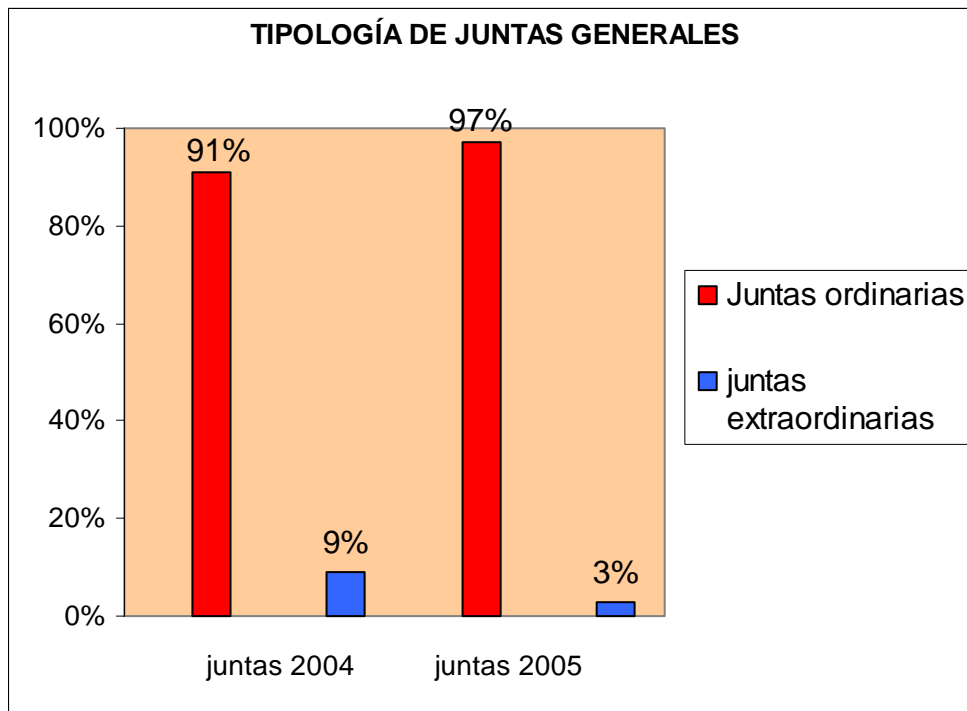
## **BLOQUE 1: DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS Y FOMENTO DE LA ASISTENCIA Y PARTICIPACIÓN A TRAVÉS DE LAS NUEVAS TECNOLOGÍAS**

### **I.- PRELIMINAR: DETERMINACIÓN DEL ÁMBITO OBJETIVO DE ESTUDIO**

Como ya ha quedado referido en la introducción, nuestro estudio empírico se ha efectuado fundamentalmente sobre los IGC de 2004 y 2005 y la documentación acerca de la convocatoria de las Juntas generales celebradas durante esos años que cada sociedad del IBEX-35 ha remitido a la CNMV. Habrá así que tener en consideración que el marco legal vigente en ese momento –sin perjuicio de algunos apuntes que se añadirán, aun cuando queden fuera del ámbito de estudio, sobre las Juntas celebradas en 2006- es anterior a la última reforma de la LSA que ha introducido la Ley 19/2005, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España.

El primer aspecto que hemos afrontado es, lógicamente, la determinación exacta del ámbito objetivo de nuestra investigación, esto es, la tipología de la Junta objeto de estudio. A este respecto, hemos podido comprobar que la inmensa mayoría de las sociedades sólo han celebrado en estos dos años una única Junta general, la ordinaria, si bien, en todos los casos ésta ha adoptado acuerdos que no son los específicos de su competencia ordinaria. Así, sólo tres sociedades en 2004 y una en 2005 convocaron Juntas de carácter extraordinario, además de la ordinaria correspondiente; todas ellas tenían su causa en operaciones de aumento o reducción de capital o en recabar autorización de los accionistas para la adquisición de otra sociedad.

De esta forma, el estudio empírico se encuentra referido, fundamentalmente, a la -única- Junta general ordinaria que cada sociedad ha celebrado a lo largo de los ejercicios sociales referidos.



**GRÁFICO 1**

## **II.- INICIATIVA Y DETERMINACIÓN DEL CONTENIDO DE LAS CONVOCATORIAS DE JUNTA**

### **1.- Iniciativa en la realización de la convocatoria**

Como es sabido, nuestra LSA establece que las Juntas generales, ordinarias o extraordinarias, han de ser convocadas por los administradores de la sociedad, quienes son también los encargados de definir el orden del día de la Junta.

No obstante, tanto la convocatoria como la determinación del orden del día de las Juntas extraordinarias puede quedar también en manos de los accionistas que, representando un 5% del capital, así se lo soliciten a los administradores (cfr. art. 100 LSA). Asimismo, hay que tener en cuenta que, tanto si la Junta general ordinaria no es convocada dentro del plazo legal previsto, como si los administradores hacen caso omiso de la petición por

parte de los accionistas de convocatoria de Junta general extraordinaria, el juez (a petición de los socios) podrá convocarla.

Hemos considerado interesante estudiar la incidencia práctica en el seno de las sociedades cotizadas de esta previsión legal. La conclusión a la que se ha llegado ha sido rotunda: una ausencia total de iniciativa por parte de los accionistas minoritarios para instar la convocatoria de Juntas generales extraordinarias, así como inexistencia de convocatoria judicial alguna.

Ciertamente, la escasa -rectius, nula- movilización de los accionistas minoritarios para convocar una Junta extraordinaria ya se podía presumir del dato analizado en el anterior apartado I (donde quedaba reflejado el escasísimo número de Juntas generales extraordinarias celebradas durante el periodo de tiempo analizado).

Entendemos que, en buena parte, la ausencia de datos reveladores en la práctica a este respecto obedece a la dificultad de alcanzar el umbral mínimo del 5% del capital en el seno de una sociedad cotizada.

## **2.- Determinación del orden del día de la Junta.**

Como ya apuntábamos, en el ámbito temporal al que se refiere la documentación analizada (años 2004 y 2005) nuestro ordenamiento vigente únicamente otorgaba a los accionistas la posibilidad de influir en la determinación del orden del día en el supuesto de solicitud de Junta extraordinaria (cfr. art. 100 LSA). Como es sabido, esta cuestión ha cambiado recientemente tras la reforma de la LSA introducida por la Ley 19/2005, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España, en virtud de la cual se ha incorporado a nuestro ordenamiento el derecho de los accionistas (que representen el 5% del capital) a presentar un complemento a la convocatoria de la Junta, lo que les otorga otra vía para influir en la determinación de su contenido. De observarse las formalidades -quizá demasiado estrictas- en cuanto a plazo y forma del ejercicio de este derecho (notificación fehaciente por parte de los accionistas del complemento en los 5 días siguientes a la publicación de dicha convocatoria), los administradores

quedarán obligados a incluir y publicar el complemento con 15 días de antelación a la celebración de la Junta, bajo pena de su nulidad (cfr. art. 97.3 y 4 LSA).

Aun cuando esta mención no se encuentre incluida en los documentos estudiados, en tanto su previsión se ha manifestado en las Juntas celebradas ya en el ejercicio 2006, cabe destacar y valorar muy positivamente que muchas sociedades han incluido en esas convocatorias (en concreto, 18 de ellas) una mención expresa al derecho al complemento de convocatoria que asiste a los accionistas. Y ello, aun cuando el art. 97.3 LSA, no exige incluir la mención expresa de ese derecho en el texto de la convocatoria. Resulta evidente que la intención –que debe merecer una recepción elogiosa– de muchas de estas sociedades IBEX-35 es informar expresamente a sus accionistas del nuevo derecho que les asiste, aun cuando la ley no les requiera efectuar esta labor.

A pesar, como decíamos, de no estar vigente ese derecho al complemento de convocatoria en el período temporal objeto de análisis, la documentación nos ha puesto de manifiesto que muchas de las sociedades del IBEX-35 reconocen expresamente a los accionistas un derecho a efectuar sugerencias con posterioridad a la celebración de la Junta sobre cualesquiera asuntos que, siendo competencia de la Junta, puedan ser tratados en ella. No obstante, esta mención se ha recogido de dos formas bien distintas, o mejor dicho, con un alcance bien distinto, que merece ser objeto de distinción:

(i) Un número representativo de sociedades (en concreto 11 de las 35 sociedades) reconoce de forma expresa a sus accionistas (sin imponer un umbral mínimo de titularidad de capital) un derecho a emitir sugerencias de asuntos a tratar en la Junta<sup>10</sup>. No obstante, tales sugerencias no se conciben o reconocen como un imperativo para los administradores a la hora de incorporarlas al orden del día, sino como una simple facultad para éstos (en atención a que estimen que puedan ser de interés) o, incluso, dada la

---

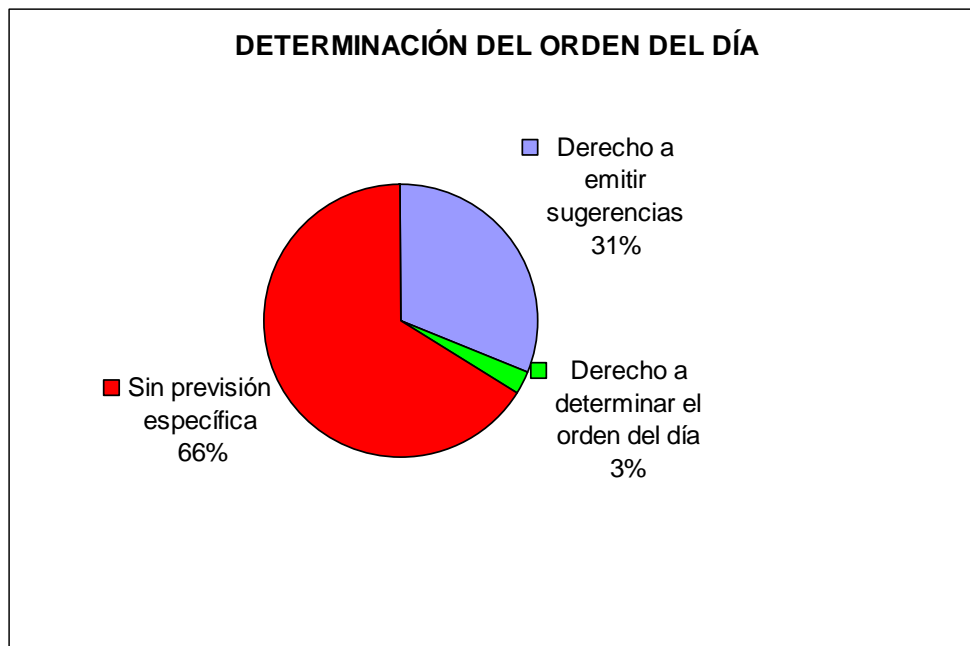
<sup>10</sup> Llama la atención algún supuesto, como el del BANCO DE SANTANDER, en que el Presidente envió una carta particular alentando a los accionistas a formular sugerencias de temas a ser tratados en Junta.

naturaleza de la sugerencia, los administradores pueden decidir simplemente informar o deliberar sobre el tema sugerido (sin que resulte necesaria la adopción de acuerdo ninguno al respecto). De esta forma, el derecho que se otorga a los accionistas tiene un alcance ciertamente limitado y alejado del espíritu de la reciente reforma de nuestra LSA (donde, como veíamos, su inclusión en el orden del día representa un deber para el administrador).

(ii) Sin embargo, cabe destacar que existe una sociedad en la que el reconocimiento de este derecho al accionista no se traduce únicamente en una “*posibilidad*” de inclusión de sus sugerencias en el orden del día subordinada al juicio de conveniencia emitido por los administradores, sino en una obligación para éstos, en tanto necesariamente “deberán incluir” en dicho orden del día los asuntos planteados por los accionistas (que representen el 5% del capital). Se trata por tanto de un caso en el que se reconoce algo similar al anteriormente referido “*derecho a complemento de convocatoria*” por parte del accionista. No obstante, el supuesto analizado no es tanto un “*derecho al complemento de convocatoria*” como un “*derecho al complemento del orden del día*”, en tanto fija un distinto momento -en relación con el reformado art. 97 LSA- para el ejercicio de este derecho: debe ser previo a la convocatoria realizada por los administradores, y no posterior a ella, tal y como dispone la reforma indicada<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA establece en su IGC que “*los socios titulares de un 5% del capital social podrán solicitar al Consejo, con carácter previo a la convocatoria, la inclusión de algún punto en el Orden del Día de la próxima Junta general. El Consejo de administración deberá incluir, a tal efecto, los asuntos solicitados en la forma que mejor se acomoden al interés social, siempre que se refieren a materias que se encuentren en el ámbito de la competencia de la Junta*”.



**GRÁFICO 2**

Finalmente, es importante tener en cuenta que el Derecho europeo proyectado (Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo presentada el 5 de enero de 2006, sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE) recoge expresamente el derecho de los accionistas “*a incluir puntos en el orden del día de las Juntas generales y a presentar proyectos de resolución*”, exigiendo que estos derechos se ejerzan “*con suficiente antelación a la fecha de la Junta general para permitir que otros accionistas reciban o tengan acceso al orden del día revisado o a las resoluciones propuestas antes de que se celebre la junta general*” (sin especificar un plazo, que, lógicamente, será determinado por cada Estado Miembro)<sup>12</sup>.

No obstante, aunque la reforma operada en nuestro Derecho atiende a los principios informadores de la citada Propuesta, lo cierto es que, de salir

<sup>12</sup> Cfr. art. 6 Propuesta de Directiva.

ésta adelante en los términos en que está actualmente planteada, parece que nuestro Derecho de sociedades deberá ser nuevamente modificado. Esto se debe a que aunque la Propuesta (que parte de una concepción más amplia del ejercicio de este derecho, sin imponer en su texto umbrales mínimos de titularidad del capital), admite que los Estados miembros supediten su ejercicio -tal y como ha ocurrido en nuestro país- *“a la condición de que el accionista o los accionistas pertinentes posean una participación mínima en el capital social del emisor”*, señalando dos límites máximos (cumulativos): el 5% del capital social y un valor nominal de 10 millones de euros. Este último límite, no ha sido incorporado en la reforma introducida por la Ley 19/2005.

Además hay que tener en cuenta una segunda cuestión, cual es que el contenido del derecho que la Propuesta otorga a los accionistas es más amplio que nuestro reformado art. 97 LSA: se les reconoce un derecho no sólo a añadir puntos en el orden del día, sino también a *“presentar proyectos de resolución”* (es decir, propuestas de acuerdos) con anterioridad a la celebración de la Junta, aspecto que tampoco nuestro ordenamiento ha recogido en la última reforma.

### **III.- DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS**

Como es sabido, el régimen legal del derecho de información del accionista comprende, fundamentalmente, tres aspectos: (i) el régimen legal de la convocatoria de la Junta general objeto de estudio, muy especialmente en lo que respecta a su contenido (arts. 97, 212, 144 LSA); (ii) las obligaciones de información y publicidad impuestas a través de la página web a las sociedades cotizadas (régimen definido, muy especialmente, por la Circular 1/2004 de la CNMV); y, sobre todo, (iii) el que la doctrina denomina *“derecho de información en sentido estricto”*, recogido por el art. 112 LSA, donde se explicita el tiempo y el modo en que los accionistas pueden recabar y recibir información.

Partiendo de estas tres premisas, nuestro estudio ha identificado dos cuestiones que merecen ser resaltadas:

(1) Por un lado, hemos podido comprobar que no todas las sociedades cumplen con algunas de las exigencias de publicidad a través de la página web que la Circular 1/2004 impone;

(2) Por otro lado, hemos advertido que algunos IGC observan medidas satisfactorias que, apartándose de lo establecido en nuestro Derecho positivo (si bien lo hacen para ampliar -en beneficio de los accionistas- las previsiones en él contenidas) se traducen en: (i) una mayor y mejor difusión publicitaria de las convocatorias de las Juntas generales, (ii) la retransmisión en directo del desarrollo de las mismas e, incluso -aunque ocasionalmente-, (iii) una ampliación del derecho de información en sentido estricto que recoge el art. 112 LSA.

A tales conclusiones se ha llegado, en primer lugar, a través del análisis de la información publicada en la misma página web de las convocatorias y otros documentos complementarios a ellas exigidos por la Circular 1/2004. En segundo lugar, a través del estudio de tres cuestiones concretas a las que numerosos IGC suelen hacer referencia: (a) la publicidad que se da a las convocatorias de Junta (en concreto, los medios de publicidad a que se recurre para darlas a conocer); (b) la publicidad que se da al acto de celebración de la Junta; (iii) y el específico tratamiento que hacen los IGC del derecho de información del accionista recogido en el art. 112 LSA (con el objeto de identificar una posible ampliación -o, en su caso, restricción- del contenido de este derecho).

#### **1.- Carencias informativas: grado de cumplimiento de las exigencias informativas impuestas por la Circular 1/2004**

Como hemos indicado, las obligaciones de información y publicidad impuestas a través de la página web a las sociedades cotizadas cuentan con un régimen definido, muy especialmente, por la Circular 1/2004.

Este régimen pretende ampliar la información con que el accionista cuenta con carácter previo a la celebración de la Junta. En concreto, el Anexo III de la citada Circular exige que la página web de cada sociedad anónima

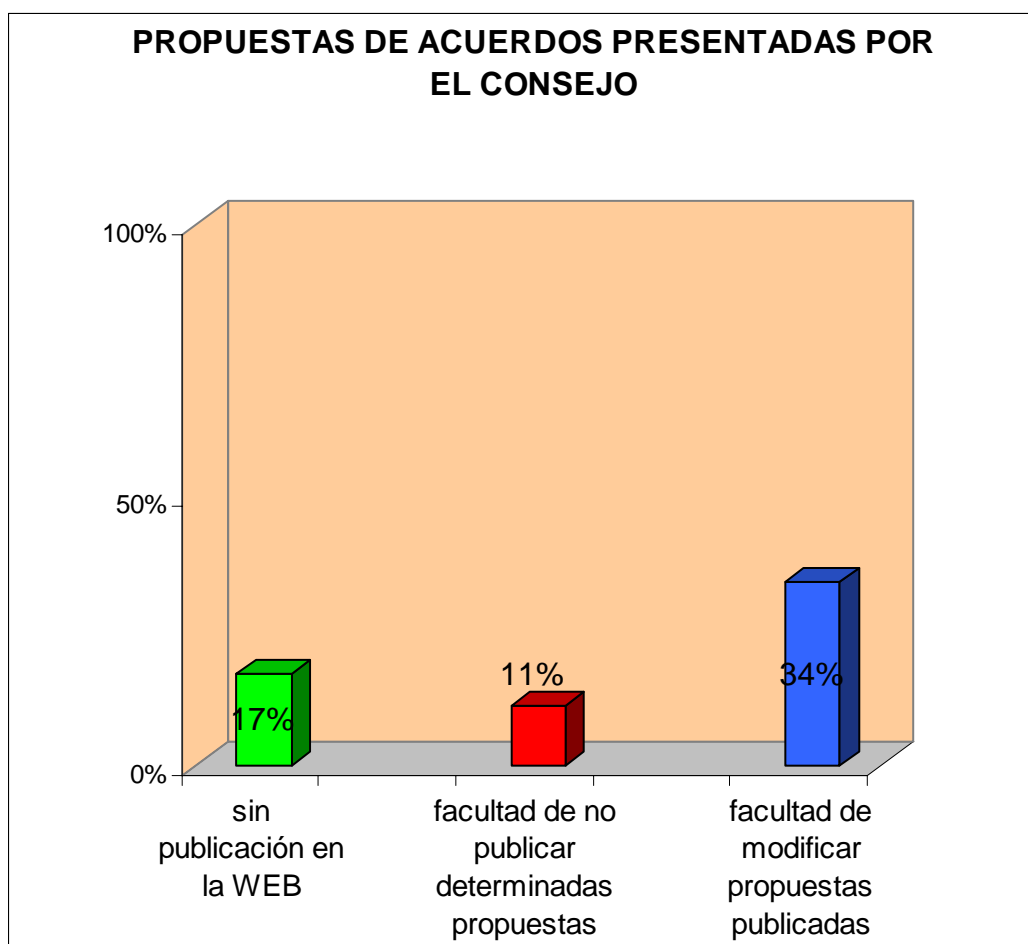
cotizada incluya determinadas informaciones que agrupa bajo la denominación genérica de “*Gobierno corporativo*”, y que se encuentran en buena medida relacionadas con la celebración de las Juntas generales de accionistas: (i) reglamento de la Junta, (ii) detalle de los cauces de comunicación existentes entre la sociedad y los accionistas -con explicaciones pertinentes para el ejercicio del derecho de información-, (iii) texto íntegro de la convocatoria y orden del día de la Junta, (iv) textos completos de las propuestas de acuerdos y de la documentación disponible para el accionista con anterioridad a la Junta, (v) información sobre los medios y procedimientos para conferir la representación en la Junta, (vi) información sobre los medios y procedimientos para ejercer el voto a distancia -incluidos los formularios correspondientes-, (vii) información sobre la composición de la Junta y acuerdos adoptados, y (viii) pactos parasociales.

Aun cuando es justo señalar que la mayor parte de las sociedades cumplen con todos estos requisitos, lo cierto es que hemos encontrado algunas cuestiones relacionadas con las propuestas de acuerdos que los administradores deben publicar en la página web antes de la celebración de la Junta, que nos han parecido reseñables por los siguientes motivos:

En primer lugar, aun cuando resulte preceptivo, algunas sociedades incumplen con ese deber de publicar esas propuestas de acuerdos (limitándose algunas a incorporar en su página web los informes preceptivos emitidos por los administradores sobre los asuntos que legalmente lo requieran, v.gr. modificaciones estatutarias).

En segundo lugar, merecen ser destacadas dos menciones contenidas en los IGC (y reiteradas en los Reglamentos de Junta respectivos) que han merecido críticas por parte de nuestra doctrina, por cuanto se duda de su acomodación a la exigencia de la Circular 1/2004 citada y consideran que debilita el derecho de información del accionista previo a la celebración de la Junta que tal Circular pretendía reforzar: (i) la primera, hace referencia a que muchas sociedades declaran expresamente que queda en manos del Consejo la decisión de publicar o no aquellas propuestas de acuerdos respecto de las

que “la ley o los estatutos no exijan su puesta a disposición de los accionistas desde la fecha de la convocatoria, por entender que concurran motivos excepcionales para no hacerlo” (circunstancia que, en principio, no parece ajustarse a la exigencia de la Circular 1/2004, que se refiere expresamente a la preceptiva publicación de “todas” las propuestas de acuerdos); (ii) la segunda, se refiere a una mención expresa a la facultad del Consejo para modificar esas propuestas “hasta la fecha de la celebración de la junta, cuando sea legalmente posible” (lo que podría afectar, lógicamente, a los votos a distancia emitidos por algunos accionistas con anterioridad a la celebración efectiva de la Junta).



**GRÁFICO 3**

## 2.- Ampliación de la información proporcionada al accionista

### 2.1.- Publicidad de la convocatoria

Como es sabido, en la actualidad nuestro ordenamiento exige que las convocatorias de las Juntas generales se anuncien en el BORME, un periódico de gran circulación en la provincia (art. 97 LSA), y, en el caso de sociedades cotizadas, en la página web de la sociedad (a partir del art. 117.2 LMV)<sup>13</sup>.

Nuestro estudio nos ha permitido concluir que tales premisas legales no sólo se cumplen correctamente, sino que más de la mitad de las sociedades analizadas han previsto 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. Este refuerzo se lleva a cabo de tres distintas maneras:

(1) Aproximadamente, la tercera parte de las sociedades prevén la publicación de las convocatorias de las Juntas generales en más periódicos de los previstos legalmente (en concreto, 8 sociedades de las 35).

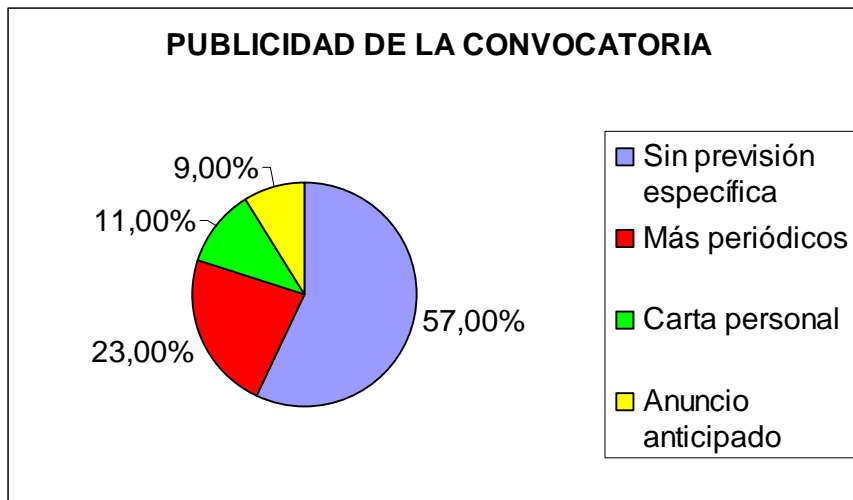
(2) En ocasiones se prevé anunciar de forma anticipada las fechas en las que previsiblemente el Consejo publicará la convocatoria de la Junta general (en concreto, 3 sociedades de las 35).

(3) También en algunos casos se ha previsto el envío de una carta personal al accionista haciéndole llegar la convocatoria de la Junta (en concreto, 4 sociedades de las 35). Esta mención es especialmente destacable, en tanto atiende a una de las obligaciones de información que el Derecho proyectado europeo pretende imponer a la sociedad cotizada: remitir una notificación personal a cada accionista con información exhaustiva sobre la Junta general a celebrarse<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> La Circular 1/2004 exige en su Norma 7 que las sociedades anónimas cotizadas deben incluir en el contenido de su página *web*, entre otras cuestiones, "*los documentos relativos a las Juntas generales ordinarias y extraordinarias y los hechos relevantes*", debiendo éstos encontrarse directamente referenciados en el mapa o cualquier otro índice de contenidos de la *web*. No obstante, es discutido entre nuestra doctrina si la convocatoria debe quedar incluida en esta exigencia.

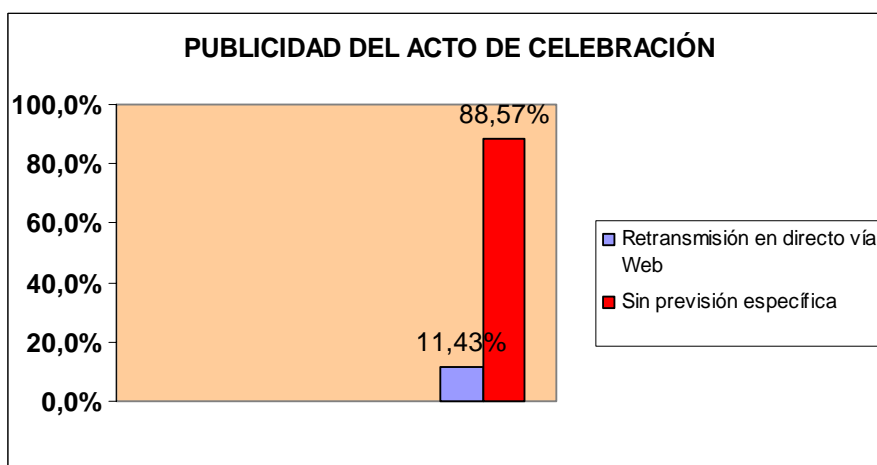
<sup>14</sup> Cfr. art. 5 de la Propuesta de Directiva.



**GRÁFICO 4**

**2.2.- Publicidad del acto de celebración de la Junta**

Aunque nuestra legislación no exige nada al respecto, del estudio de la documentación referida nos ha llamado la atención un hecho que puede resultar significativo por lo que se refiere a la transparencia informativa de la celebración de las Juntas generales: algunas sociedades prevén la retransmisión en directo a través de la web de la celebración de la Junta general (en concreto, 4 de las 35).



**GRÁFICO 5**

Sin duda, es una medida a celebrar, por lo que supone de mayor transparencia en un sentido estricto. Ahora bien, debe advertirse que esta posibilidad que se ofrece al accionista no debe confundirse con la de asistir telemáticamente a la Junta general. Entendemos que la retransmisión en directo a través de la página web, simplemente, se prevé como un mecanismo de publicidad y garantía del buen funcionamiento de la Junta.

La asistencia telemática (la denominada Junta “*virtual*”), recientemente acogida por nuestro legislador tras la reforma introducida por la Ley 19/2005 (cfr. art. 97. 5 LSA), reconoce al accionista la facultad de asistir telemáticamente a la Junta siempre que (i) se garantice debidamente la identidad del sujeto, (ii) los estatutos lo prevean, y (iii) en la convocatoria se incorporen unas menciones mínimas (plazos, formas y modos de ejercicio de los derechos de los accionistas previstos por los administradores para permitir el ordenado desarrollo de la Junta). Con ello, nuestro Derecho positivo ha atendido, con carácter previo a su posible promulgación, otra de las menciones recogidas en el Derecho proyectado europeo: “*Los Estados miembros no prohibirán la participación de accionistas en la Junta general por medios electrónicos*”<sup>15</sup>, permitiendo, no obstante -tal y como hace nuestra reformada LSA-, que se impongan unos requisitos mínimos a tal participación para garantizar la identificación de los accionistas y la seguridad de la comunicación electrónica.

Cabe señalar, como se indica más adelante<sup>16</sup>, que algunos IGC ya preveían, con anterioridad a la reforma indicada, una modificación de sus Reglamentos de Junta a los efectos de incluir la posibilidad de celebración de la denominada Junta “*on-line*” o “*virtual*”. Ciertamente, son muchos los interrogantes que la hipotética celebración -que no mera retransmisión- de una Junta telemática, como bien ha señalado ya nuestra doctrina, puede llegar a plantear. Nosotros, por el limitado ámbito de nuestro estudio, no podemos abordar los variados y complejos aspectos que, en el acto de

---

<sup>15</sup> Cfr. Art. 8 Propuesta de Directiva.

<sup>16</sup> V. infra IV.6.

celebración de la Junta, se suscitan a debate en este contexto y que nos limitamos a apuntar: colegialidad, identificación del accionista, determinación de la “*idoneidad*” de los medios técnicos a esos efectos, las consecuencias de un fallo técnico durante la celebración, etc.. Nos limitaremos a señalar el dato estadístico de su previsión reglamentaria por parte de algunas sociedades del IBEX-35<sup>17</sup>.

### **2.3.- *Tratamiento del derecho de información del accionista ex art. 112 LSA***

Como es sabido, el art. 112 LSA reconoce un derecho del accionista a solicitar información a los administradores sobre los asuntos a tratar en la Junta general, tanto con carácter previo a su celebración, como durante su desarrollo.

Con carácter general, los IGC de las distintas sociedades analizadas se limitan a recoger la literalidad de la norma citada y de las exigencias añadidas por la Circular 1/2004 de la CNMV. No obstante, cabe destacar el tratamiento especial que de este derecho de información realizan algunos de los Informes a que hemos tenido acceso:

En primer lugar, hemos identificado 6 sociedades cuyos Informes podría entenderse que amplían el ámbito subjetivo (pasivo) del derecho de información a que se refiere el primer párrafo del art.112 LSA, por cuanto convierte en destinatarios de la información que los administradores quedan obligados a proporcionar ante la solicitud de un determinado accionista, a todos los demás, y no únicamente al accionista que la solicitó, como, a juicio de la doctrina, parece deducirse del texto legal. No obstante, es importante señalar que, en estos supuestos mencionados, tal difusión informativa queda, en última instancia, en manos de la voluntad de los administradores, quienes únicamente se encuentran obligados a hacer públicas tales

---

<sup>17</sup> V. infra IV.6.

cuestiones cuando consideren que éstas son “*significativas*” o “*de interés general para el conjunto*”<sup>18</sup>.

En cualquier caso, procede señalar que estas previsiones comentadas son coherentes, en parte, con el Derecho proyectado europeo, que introduce la exigencia<sup>19</sup> de que las respuestas dadas por los administradores no se ofrezcan únicamente al accionista que las solicitó, sino que se pongan “*a disposición de todos los accionistas a través del sitio Internet del emisor*”. Sería conveniente por tanto que nuestro Derecho positivo recogiese esta ampliación del sujeto pasivo “*receptor*” de tal información.

No obstante, quizá aún más destacable son las menciones que hacen dos sociedades. Una de ellas, en su IGC expresamente observa que: “*además, con la intención de facilitar que los inversores institucionales y los accionistas con una participación significativa, directa o indirecta, en su capital social, contribuyan de la forma más activa a la formación de la voluntad social, la sociedad les ofrecerá la posibilidad de hacer pública en la página web su política de participación o no en la Junta general y el sentido de su voto en relación con cada punto del orden del día (...)*”<sup>20</sup>. En una línea similar cabe destacar también el reconocimiento expreso por parte de una de las sociedades analizadas del derecho de los accionistas a presentar y hacer públicas sus propuestas de acuerdos antes de la celebración de la Junta, siempre que tengan, eso sí, relación con el orden del día publicado (exigiéndoseles, además, que reúnan el 10% del capital desembolsado). Tales propuestas de acuerdos, que podrán ser presentadas por los accionistas a

---

<sup>18</sup> V.gr., el IGC de INDITEX establece expresamente que “*las respuestas otorgadas a cuestiones significativas que sean facilitadas a los accionistas con anterioridad a la fecha de la reunión, serán puestas a disposición de todos los accionistas concurrentes a la Junta al comienzo de la sesión, y se divulgarán igualmente en la página web de la sociedad*”. En sentido similar, el de ACCIONA, indica que “*la información facilitada en respuesta a una petición de un accionista que pueda ser de interés general para el conjunto, se incluirá en la página web de la sociedad, y si fuera procedente, se comunicará a la CNMV*”.

<sup>19</sup> Cfr. art. 9.3 Propuesta de Directiva.

<sup>20</sup> Así, el IGC del BANCO POPULAR.

través de la página web, una vez aceptadas, serán trasladadas a los demás accionistas<sup>21</sup>.

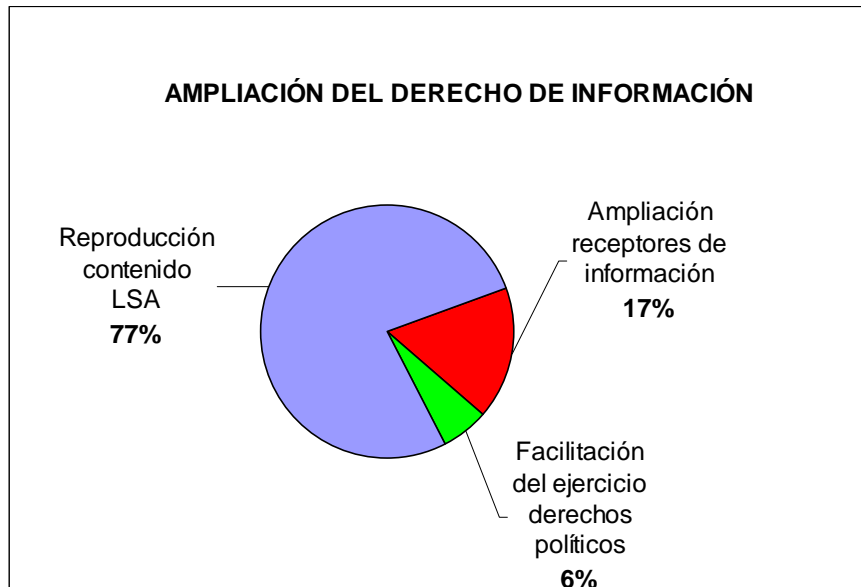
La facilitación de la puesta en común de las posiciones de los accionistas, permitiéndoles comunicar a los demás sus posturas respecto de las distintas decisiones que van a ser adoptadas en la sociedad reviste una enorme trascendencia, en tanto permite que éstos se coordinen y puedan obtener con carácter previo a la celebración de la Junta, adeptos a sus propuestas de acuerdos. Entendemos que ello representa un fortalecimiento sustancial de la posición política del socio (en la línea de lo ya apuntado por la Propuesta de Directiva). Además, estos dos casos referidos vienen a recoger anticipadamente -aunque sólo sea en parte, como matizaremos más adelante- la idea informadora de la Recomendación 5ª del Código Conthe. En ella se propone articular mecanismos que faciliten la coordinación entre los pequeños accionistas de las sociedades cotizadas, con el fin de darles más voz en las Juntas generales y facilitarles el ejercicio de los derechos de minoría que reconoce la legislación vigente (...). A título indicativo se incluyen los siguientes mecanismos de información: (i) crear un Foro electrónico de accionistas, inspirado en la idea recientemente aprobada en Alemania para facilitar que los accionistas y las agrupaciones de accionistas puedan invitar a otros a adherirse, con carácter previo a la Junta general, a las propuestas que tengan intención de formular o a otorgarles su representación; (ii) crear un registro voluntario de agrupaciones de accionistas de sociedades cotizadas.

Sin embargo, aunque menciones como las referidas merecen una valoración muy positiva, y sin duda, promueven la coordinación, fortalecimiento y facilitación del ejercicio de los derechos políticos de los accionistas, no beneficia a los quizá más necesitados de este tipo de previsiones, los accionistas minoritarios (como persigue el Código Conthe), sino a los mayoritarios (recordemos el umbral del 10% exigido) e

---

<sup>21</sup> Así, el caso del BANCO SABADELL (Cfr. Reglamento Junta, punto 9º).

institucionales. En cualquier caso, entendíamos que era una mención digna de ser destacada.



**GRÁFICO 6**

#### **IV.- CELEBRACIÓN DE LA JUNTA<sup>22</sup>**

##### **1.- Constitución de la Junta**

Nuestro estudio empírico muestra que en 7 sociedades del IBEX-35, es decir, en el 20,5% (ejercicio 2005), los quórum de constitución previstos en los estatutos difieren respecto del régimen legal. Se observa que ese porcentaje ha ido en clara disminución desde 2003 en el que ascendía a 25,71%, o en 2004 que representaba un 23,53%. En los casos de mayor dispersión del capital (o que tienen un porcentaje más elevado de capital flotante) suelen establecerse cláusulas que modifican significativamente el porcentaje de capital presente o representado que debe concurrir para entender válidamente constituida una Junta<sup>23</sup>. De esta manera, en los casos en que existen dos o más accionistas relevantes con participaciones

<sup>22</sup> En relación con este apartado se ha prescindido a efectos de cálculos de porcentajes de la sociedad ARCELOR dadas sus particularidades.

<sup>23</sup> Vid Cuadro 2.

significativas o muy significativas y similares en cuanto a su importe o porcentaje, es necesaria la presencia de todos ellos para poder constituirse en Junta<sup>24</sup>.

En la mayoría de los supuestos, las modificaciones que recogen los estatutos afectan al quórum de constitución del art. 103 LSA, es decir, el previsto por la Ley para los supuestos especiales. No obstante, se observa que entre 2003 y 2004 ese porcentaje disminuyó siendo menor el número de sociedades que recogen en los estatutos modificaciones a los quórum legalmente establecidos, tal y como revela el gráfico 7 A. En 2004, en un 17,65% de las sociedades, el quórum modificado ha sido el del art. 103 LSA, frente a un 11,76% de modificaciones del art. 102 LSA. En el ejercicio 2005, el número de sociedades que cuyos estatutos establecen un quórum de constitución del art. 103 LSA diferente asciende a 6 (el 17,65%) y en los estatutos de 4 sociedades (el 11, 7%) se establece un quórum de constitución diferente para el art. 102 LSA.

En relación con las modificaciones del art. 103 LSA, que son las más numerosas, éstas suelen ser de dos tipos: o bien incrementan el porcentaje mínimo exigido para la válida constitución de la Junta o quórum (es ésta la modalidad más frecuente) o los estatutos recogen o añaden supuestos no contemplados por el legislador<sup>25</sup> para los que es necesario un quórum

---

<sup>24</sup> Tal es el caso de INDITEX, IBERIA, IBERDROLA o FCC.

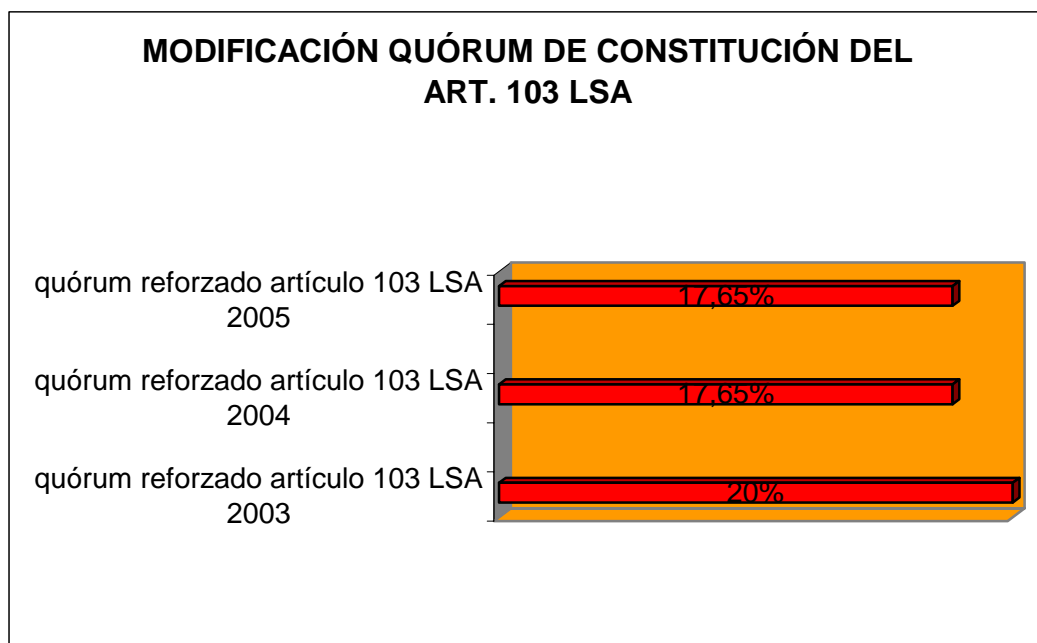
<sup>25</sup> No se ha considerado como una modificación de quórum de constitución aquellos casos en que junto a los supuestos recogidos en el art. 103 LSA, han incluido la disolución voluntaria de la sociedad por cuanto aunque éste no se mencione en el art. 103 LSA, el supuesto está expresamente recogido en el art. 260.1 LSA.

Como muestra recogemos algunos ejemplos de modificación del quórum de constitución. Así, ACCIONA, incluye entre los supuestos para los que es necesario el quórum de constitución reforzado del art. 103 LSA: la emisión de warrants u opciones (solos o unidos a obligaciones), de obligaciones o bonos simples, convertibles o canjeables y de participaciones preferentes.

El BBVA determina en su artículo 25 de los estatutos sociales que "*...Se impone un quórum reforzado del 70% del capital social con derecho a voto y que el acuerdo se adopte con la mayoría de, al menos, el 70% de los votos, para modificar la Disposición Transitoria de los Estatutos sociales*".

También puede citarse el caso de INDITEX en cuyo artículo 21.1 de los Estatutos sociales incluye entre los supuestos especiales para los que se requiere un quórum reforzado, la adopción de un acuerdo de escisión total o parcial, la cesión global del activo y del pasivo y la sustitución del objeto social.

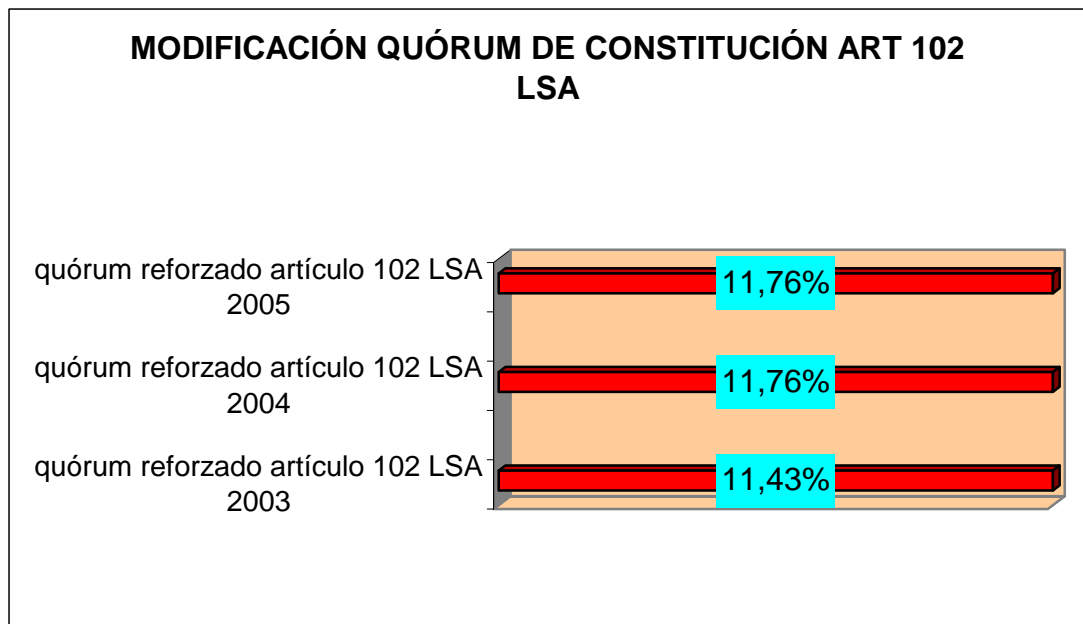
reforzado de constitución. Se constata que en 3 de las sociedades que modifican lo dispuesto en el art. 103 LSA se refuerza el porcentaje de capital necesario para la válida constitución de la Junta a la vez que se incorporan supuestos especiales no contemplados por el legislador (salvo en un único caso en que se mantienen los porcentajes pero se alteran los supuestos especiales). En el resto de los casos, se modifica sólo el porcentaje exigido para la válida constitución de la Junta.



**GRÁFICO 7 A**

---

En términos similares, los estatutos sociales de IBERDROLA (artículo 21.2) incluyen entre los supuestos especiales para los que es necesaria la concurrencia de un quórum reforzado, la sustitución del objeto social.



#### GRÁFICO 7 B

Un razonamiento muy similar se puede deducir también de la mayoría exigida para la adopción de determinados acuerdos sociales (que en orden a conseguir los objetivos anteriormente descritos, en ocasiones se incrementan)<sup>26</sup> y que se modifican en un 23,53% de las sociedades en 2004 frente a tan sólo un 14,70% en 2005. No obstante, es preciso advertir que no todas las sociedades que han modificado el quórum de constitución han elevado las mayorías necesarias para adoptar cierto tipo de acuerdos. Así, se observa que tan sólo 5 sociedades han alterado el régimen legal u ordinario y que éstas no se corresponden necesariamente con las que han modificado su quórum de constitución.

Las modificaciones del quórum y del régimen de adopción de acuerdos deben conectarse directamente con la propia estructura de la propiedad de las sociedades que integran el IBEX-35.

<sup>26</sup> Vid Cuadro 2.

## 2.- Derecho de asistencia a la Junta

### 2.1.- Limitaciones al derecho de asistencia

Nuestro estudio empírico demuestra que este tipo de cláusulas son muy frecuentes en las sociedades cotizadas que integran el IBEX-35, si bien ha de advertirse que el número de acciones exigidas para poder asistir o el valor nominal del capital social mínimo para poder asistir no suele ser elevado. Aproximadamente, el 88 % de las sociedades consultadas, es decir, 30 sociedades, incorporan limitaciones al derecho de asistencia del accionista pero, en general, el número de acciones exigido para asistir es poco significativo o, expresado en otros términos, el nivel económico de inversión que se requiere al accionista para disfrutar del derecho de asistencia es poco elevado<sup>27</sup>. Desde esta perspectiva, parece que las sociedades no dificultan la participación de los accionistas en las Juntas generales.

En efecto, las sociedades que integran el IBEX-35 –a excepción de un caso aislado en el que se exige el máximo legalmente permitido (el 1 por mil)<sup>28</sup>-, exigen un número de acciones poco elevado (lo que representa un 2,9%). La clasificación por tramos sería la siguiente:

- en 6 sociedades del IBEX el límite mínimo se sitúa entre 500 y 10000 acciones si bien, conviene advertir que el número mínimo más alto encontrado entre las sociedades que integran el IBEX-35 es de 2000 acciones<sup>29</sup> lo que representa un 17,6%;

- en 4 sociedades del IBEX-35, no existe ninguna restricción<sup>30</sup> lo que representa el 11,7%;

---

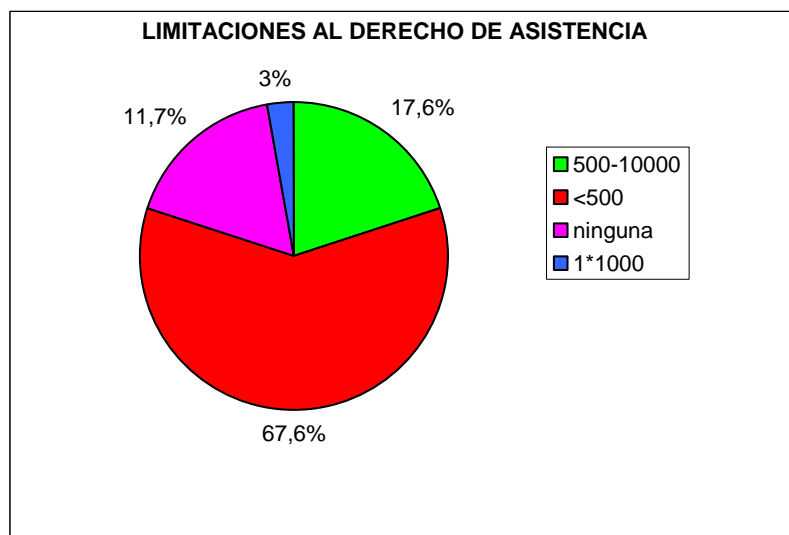
<sup>27</sup> Frente al 94% en 2003 ó el 91% en 2004

<sup>28</sup> Como excepción puede destacarse el BANCO POPULAR.

<sup>29</sup> BANKINTER nominal: 1.5; ACERINOX nominal: 0.25; ABERTIS, nominal 3; FCC nominal: 1; BBVA nominal: 0.49; GAS NATURAL nominal 1; MAPFRE

<sup>30</sup> ALTADIS, BANCO SANTANDER, RED ELECTRICA, INDITEX.

- y, en 23 sociedades del IBEX-35, el número mínimo para asistir es inferior a 500 acciones (siendo muy frecuentes los casos en los que se requieren 100 o incluso menos acciones), lo que representa el 67,64%



**GRÁFICO 8**

## **2.2.- Participación en las Juntas**

La medida anteriormente descrita parece querer fomentar la participación de los accionistas en las Juntas. No obstante, la otra cara de la moneda tiene su reflejo en el estudio de la asistencia a las Juntas celebradas tanto en el 2004 como en el 2005. El estudio realizado revela que la presencia física de los accionistas es relativamente escasa en las Juntas celebradas en las sociedades que integran el IBEX-35. Más aún, se constata un cierto abstencionismo, quizás debido al elevado porcentaje de capital flotante que se alcanza en las sociedades estudiadas, el 54,4%.

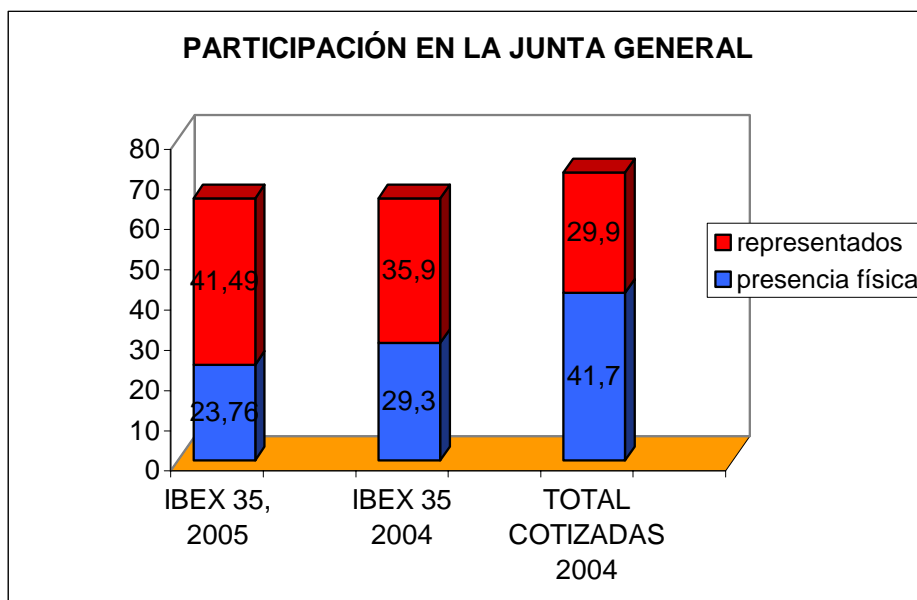
El porcentaje de asistencia por representación es muy elevado en el caso de las sociedades cotizadas, sobre todo, en las sociedades en las que la estructura de la propiedad se encuentra dispersa.

El Informe de Gobierno Corporativo de Entidades Emisoras de Valores 2004 presentado por la CNMV el 22 de diciembre de 2005 precisa que el promedio de participación en las Juntas de las compañías del IBEX-35

celebradas en el año 2004 se situó en un 65,2% del capital, registrándose una mayor participación por representación (35,9%) que por presencia física de los accionistas (29,3%). El Informe pone de manifiesto que para el resto de las sociedades cotizadas se registró una mayor participación: 73,2%, y a diferencia del IBEX-35, con una menor participación por representación (28.6%) que por presencia física (44.6%). El promedio de participación es el que refleja el Gráfico 9.

Las medidas que introducen las sociedades en sus IGC para incentivar la asistencia son escasas. En algunos casos, se hace referencia a la entrega de regalos u obsequios por asistir a la Junta y, excepcionalmente, se ha encontrado un caso en el que el incentivo era de carácter económico, una prima. Pero ha de advertirse que todos ellos son casos aislados.

Con el fin de incentivar la participación de los accionistas en la Junta, el Código Conthe y la Propuesta de Directiva Comunitaria coinciden al señalar que sería conveniente uniformar las tarjetas de asistencia, para lo cual quizás debería establecerse la necesidad de que fueran las propias sociedades y no los intermediarios financieros los que las emitan.



**GRÁFICO 9**

El gráfico pone de manifiesto que la asistencia a las Juntas Generales del año 2005 por presencia física ha disminuido sensiblemente con respecto a las cifras recogidas en el año 2004; así, la participación por presencia física se ha visto reducida en torno a un 5.5 % (hasta alcanzar un total de 23.76%, siendo el resultado del año 2004 de 29.30%). Esa disminución se ha visto compensada por una mayor participación por representación que en el año 2005 ha aumentado hasta alcanzar el 41.49% (lo que representa un incremento del 5.5%).

Estos datos deben conectarse con el cuadro 2 que adjuntamos sobre la estructura de la sociedad. El análisis de los datos de asistencia en relación con la estructura de la propiedad revela que en las sociedades en las que el capital se encuentra muy disperso -aunque en las sociedades que integran el índice IBEX-35 es éste, como veremos más adelante, un supuesto extraordinario- la presencia física en las Juntas Generales se reduce de forma sustancial, siendo muy elevada la asistencia por representación (tal es el caso, en líneas generales, de las entidades bancarias). Asimismo, la presencia física aumenta hasta alcanzar unos porcentajes muy elevados en los casos en los que existe una estructura de la propiedad concentrada o muy concentrada, especialmente en aquellos supuestos en los que una persona física o jurídica posee la mayoría del capital (sociedades de corte familiar o sociedades participadas por otra sociedad incluida a su vez en el IBEX-35) o ejerce o puede ejercer el control<sup>31</sup>. En 6 compañías del IBEX-35 existe un accionista de control.

En las sociedades donde se produjo una mayor participación, el porcentaje de capital de los accionistas que asistieron a la Junta fue superior al representado.

Asimismo, conviene destacar que el promedio de votos a favor de los acuerdos fue del 95,63%.

---

<sup>31</sup> Como por ejemplo, el GRUPO ENTRECANALES

### **2.3.- Asistencia y distribución del capital**

Tal y como hemos adelantado, en las sociedades del IBEX-35 cuya participación en las Juntas fue inferior al 50% del capital social, los accionistas presentes controlaban, en promedio, un porcentaje en torno al 10% y en el resto de las sociedades cotizadas un 23,6%. El porcentaje de capital en poder de los accionistas significativos se sitúa en el 31,1% del capital social.

Entre las sociedades que cotizan en el IBEX-35, el número de sociedades en las que existe alguna persona física o jurídica que ejerza o pueda ejercer el control sobre la sociedad de acuerdo con el art. 4 LMV asciende a 10 -lo que representa el 28,6%- y tres de ellas con porcentajes superiores al 60%, siendo el accionista de control otra sociedad del IBEX-35<sup>32</sup>.

En 7 compañías del IBEX la suma de las participaciones declaradas, incluyendo los paquetes accionariales en poder del Consejo de Administración, superan el 50 % del capital social<sup>33</sup>.

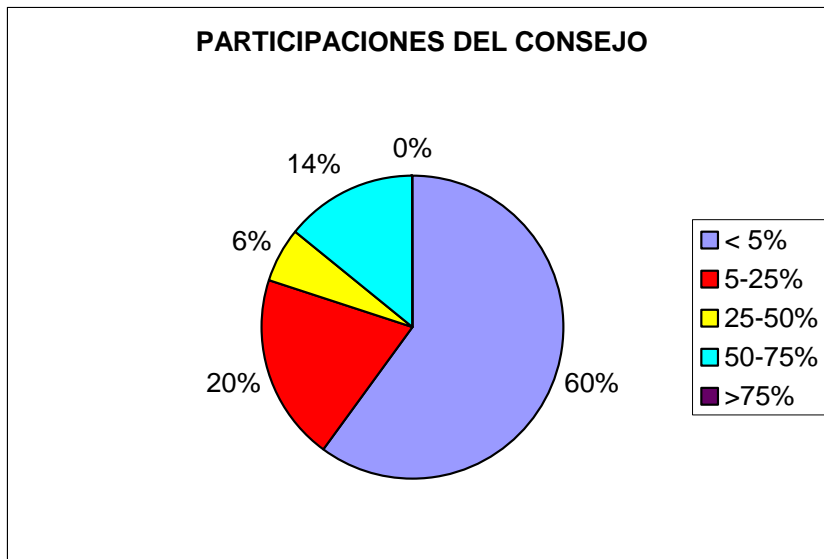
El promedio de los paquetes accionariales en manos del Consejo de Administración en las Compañías del IBEX-35 asciende al 13,7%. Los paquetes accionariales del Consejo de Administración<sup>34</sup>, distribuidos por tramos de participación en el capital son los siguientes:

---

<sup>32</sup> TELEFÓNICA MÓVILES (controlada por Telefónica), CINTRA (controlada por Ferrovial), ABERTIS (controlada por la Caixa), TPI (controlada por Telefónica). Vid. Cuadro 2

<sup>33</sup> ABERTIS, GRUPO FERROVIAL, MAPFRE, TELECINCO, TELEFÓNICA MÓVILES, TPI, PRISA.

<sup>34</sup> En un total de 21 de las 35 sociedades, la participación conjunta del Consejo es inferior al 5%. En otras 7 sociedades, dicha participación oscila entre el 5 y el 25%. En dos, entre el 25 y el 50% y, por último, en las 5 restantes, el Consejo posee una participación elevada que varía entre el 50 y el 75%.



**GRÁFICO 10**

Para las sociedades del IBEX-35 el porcentaje de capital en manos de los accionistas significativos no consejeros asciende al 31,1% del capital social.

Dentro del IBEX-35 existe solamente una sociedad en la que los accionistas no consejeros tienen un participaciones inferiores al 5% y en la que el Consejo controla el 58,8% del capital. El número de compañías cotizadas que son accionistas de otras sociedades cotizadas se eleva a 10 y el número de entidades cotizadas en las que participan las anteriores asciende a 15.

Las cajas de ahorros mantienen también participaciones significativas o relevantes en el capital de otras sociedades cotizadas. Dentro del IBEX-35, 18 Cajas de Ahorros controlan paquetes accionariales superiores al 5% del capital en 13 compañías. Dos Cajas son, respectivamente, accionistas significativos de 6 y 5 sociedades que forman parte del índice selectivo<sup>35</sup>.

Al cierre del ejercicio 2004, las compañías del IBEX-35 mantenían una autocartera equivalente, en promedio al 0,8%:

<sup>35</sup> La Caixa; Caja Madrid

- inferior al 1%, 15 sociedades
- entre el 1% y el 2%, 4 sociedades
- entre el 2% y el 3%, ninguna
- entre el 3% y el 4%, 1 sociedad
- entre el 4% y el 5%, 3 sociedades

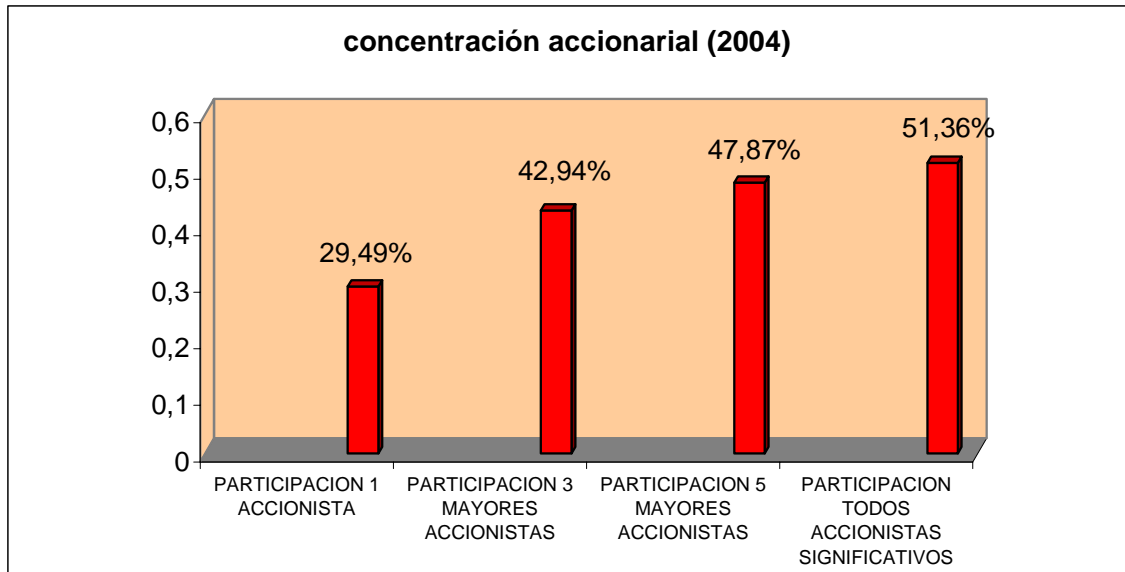
El promedio de capital flotante en las compañías del IBEX-35 se sitúa en torno al 54,4% mientras que para el resto de las sociedades cotizadas que no forman parte del Índice selectivo, el promedio se sitúa en torno al 35,4% del capital social. La distribución por tramos sería la siguiente:

- Inferior al 5%, ninguna sociedad,
- Entre el 5%-25%, 5 sociedades (un 14,28%)
- Entre el 25%-50%, 12 sociedades (un 34,28%)
- Entre el 50%-75%, 10 sociedades (un 28,57%)
- Más del 75%, 8 sociedades (un 22,85%)

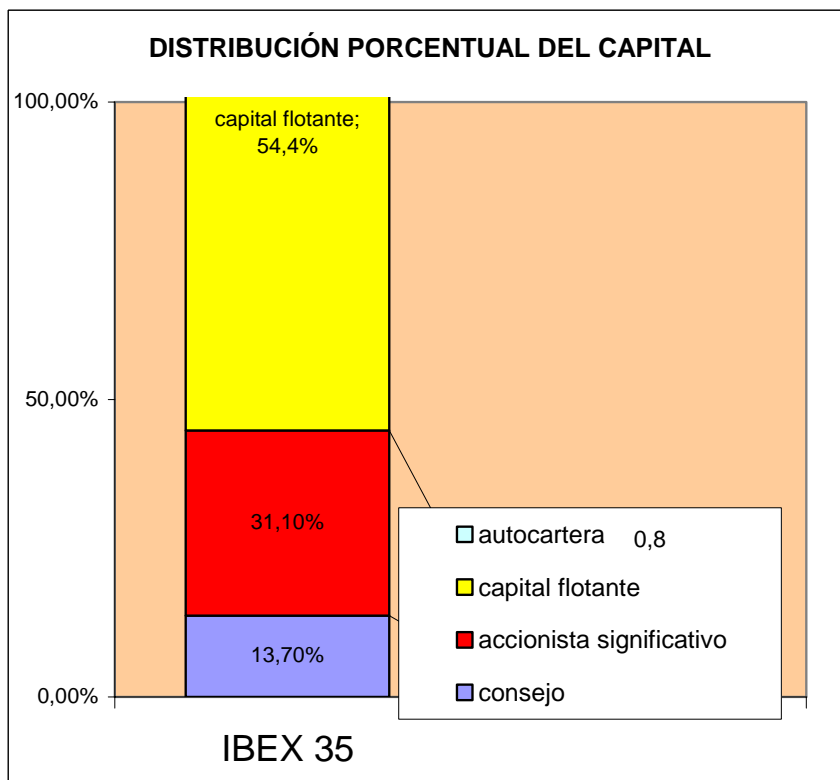
Ello significa que prácticamente el 85,7% de las sociedades del IBEX-35 (28 sociedades) tienen un capital flotante superior al 40% de las acciones en circulación. No obstante, el capital flotante de 3 compañías es inferior al 15% y en las 4 restantes se sitúa en una franja comprendida entre el 25% y el 40%. Las sociedades que componen nuestra muestra presentan una elevada concentración accionarial, de forma similar a como ocurre en otros países de nuestro entorno<sup>36</sup>. Así, en las sociedades con mayor capitalización bursátil, la participación media del primer accionista alcanza casi el 30% (29,45%), siendo la participación media de los cinco mayores accionistas superior al 45% (47,87%).

---

<sup>36</sup> Los accionistas significativos que poseen, como media, una mayor participación accionarial, son las empresas no financieras (15,99%), seguidas por las familias (13,32%), entidades bancarias y de seguros (13,76%) y los inversores institucionales (7,45%) –estos últimos aunque con una participación no elevada, participan casi en un 50% de las sociedades. Vid. Informe de la Fundación de Estudios Financieros, de diciembre de 2005.



**GRÁFICO 11**



**GRÁFICO 12**

### **3.- Participación electrónica en Juntas generales**

#### ***3.1.- Asistencia por representación o por medios telemáticos***

En las sociedades cotizadas y, especialmente, en las sociedades que integran el índice IBEX-35 constituye una práctica consolidada la atribución al presidente del Consejo de Administración de la presidencia de la Junta; así sucede en 32 sociedades de las que forman el IBEX-35 -es decir, en el 94,11%. En relación con este aspecto no se ha producido ningún cambio de tendencia respecto de los resultados del ejercicio anterior, manteniéndose en el mismo nivel.

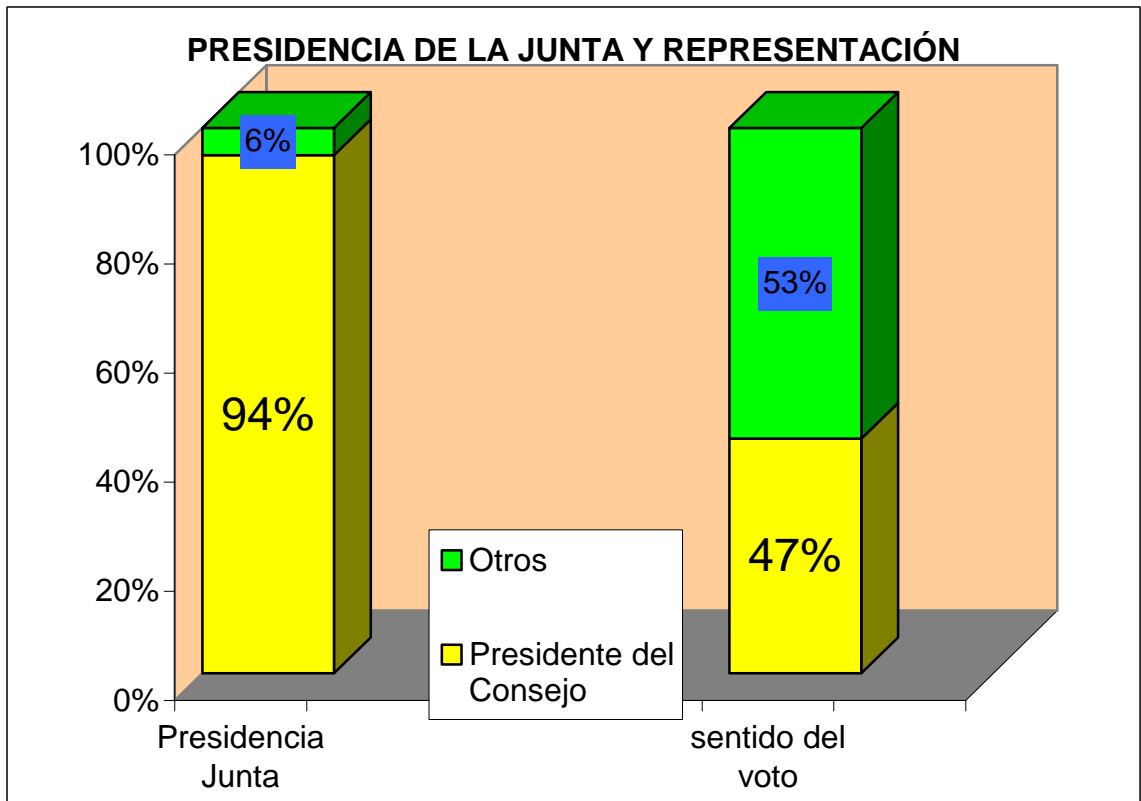
Continuando con el análisis de la figura del Presidente de la Junta, se observa que en un porcentaje muy elevado de sociedades, concretamente en 16 sociedades (lo que representa un 47%) se ha convertido en una práctica muy frecuente el atribuir al Presidente del Consejo la representación en caso de falta de indicación en la tarjeta presumiendo en esos casos que la falta de instrucción equivale al voto en sentido favorable a las decisiones del Consejo.

El resto de las sociedades suele guardar silencio respecto a su sistema o política de delegación de voto. Es decir, en el 53% restante de las sociedades se constata que tanto los IGC como los Reglamentos de la Junta guardan silencio acerca de las personas en quien se entiende delegado el voto o de cuál ha de ser el sentido del voto en caso de ausencia de instrucciones.

En consecuencia, se observa una cierta falta de transparencia en el sistema desde el momento en que, como hemos visto, constituye una práctica habitual atribuir al Presidente del Consejo de Administración la presidencia de la Junta lo que implica el control por parte del Consejo de la Junta y la mitad de las sociedades reconocen que a falta de indicación se entenderá la delegación atribuida al Presidente de la Junta.

Aunque el Código Olivencia y el Informe Aldama señalaban que sería conveniente que se arbitraran medidas encaminadas a hacer más transparente el mecanismo de delegación del voto, lo cierto es que del

estudio empírico se deduce que no ha sido así.



**GRÁFICO 13**

En cuanto a la asistencia virtual a la Junta debe advertirse que sólo con carácter excepcional se hace mención a esta posibilidad<sup>37</sup>.

### **3.2.- El voto por medios telemáticos**

El ejercicio a distancia del voto puede adoptar dos modalidades: voto previo a la celebración del acto o voto simultáneo emitido en tiempo real durante el desarrollo de la Junta si la sociedad ha organizado un sistema de retransmisión en vivo vía “webcam” o similar. Como quiera que el sistema de

<sup>37</sup> Así, a modo de ejemplo, BANCO DE SANTANDER e IBERDROLA prevén la Junta “virtual” u “on-line”.

seguimiento en vivo de las Juntas ha sido instaurado en pocas sociedades del IBEX-35, los votos a emitir serán generalmente previos a la celebración.

El estudio empírico realizado refleja que el número de votos emitidos a distancia en el ejercicio 2004 fue prácticamente inexistente<sup>38</sup>.

El ejercicio 2005 refleja un cambio de tendencia radical. Así, en 13 sociedades del IBEX-35 se han producido votos a distancia, en 2 sociedades no se informa ni en sentido positivo ni afirmativo sobre este aspecto, por lo que dejando a un lado ARCELOR, el porcentaje de sociedades en las que se ha emitido el voto a distancia asciende a un 40%. Ciertamente, en la mayoría de los supuestos, el porcentaje de votos emitidos a distancia es muy reducido pero existen algunos casos en los que el porcentaje es bastante significativo<sup>39</sup>.

Todo ello a pesar de que la entrada en vigor del voto a distancia es una norma dispositiva no imperativa. Los IGC e incluso los Informes Anuales y Reglamentos de la Junta publicados por la CNMV hablan de fomentar la participación de los accionistas favoreciendo el voto a distancia (por correspondencia postal, electrónica o por cualquier otro medio de comunicación) garantizando la identidad del sujeto que ejerce su derecho de voto. Además, es preciso que se establezcan procedimientos eficaces, útiles, de fácil comprensión y sencilla utilización para cualquier accionista, y que se difundan las ventajas y posibilidades que ofrecen los sistemas implantados para facilitar el voto a distancia del capital flotante que, como hemos visto antes, asciende al 54,4%.

Algunas sociedades del IBEX-35 ya habían desarrollado en 2004 sistemas informáticos para permitir a sus accionistas ejercer el derecho de

---

<sup>38</sup> Sólo cabe destacar en ese año el caso del BANCO SANTANDER, si bien el porcentaje fue sólo de 0.003% en la Junta celebrada el 19 de junio de 2004; mientras que en la Junta del mismo banco celebrada el 21 de octubre de 2004, cuyo objeto fundamental era el de aprobar la operación de adquisición por el Banco de Abbey Nacional plc, el porcentaje de voto a distancia emitido aumenta sustancialmente hasta alcanzar el 5,435%.

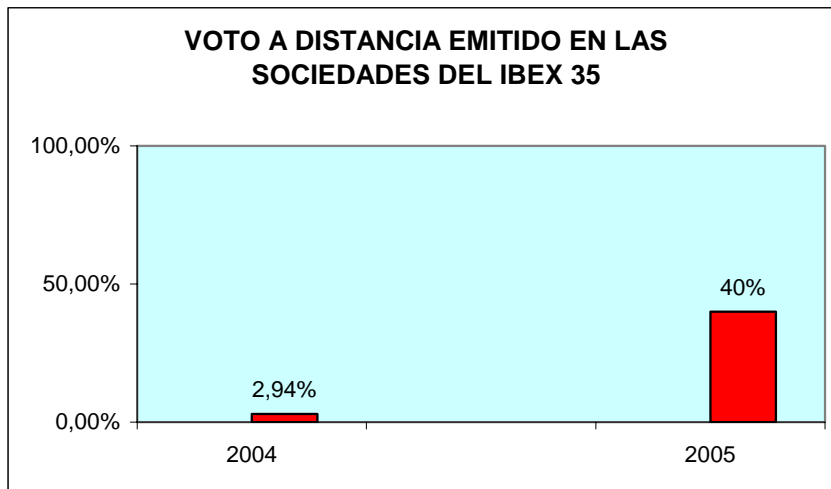
<sup>39</sup> Tal es el caso, por ejemplo, del BBVA (26,03% y 14,7%), de BANKINTER (15,46%) y de GAMESA (8%).

voto a distancia por medios electrónicos (así en 2004, la delegación de voto postal es recogida en los Estatutos y Reglamentos de las Juntas en un 64,7% y la delegación de voto electrónica en un 75,53% de las sociedades). Sin embargo, tal y como hemos tenido ocasión de comprobar, el uso de los dispositivos telemáticos de voto a distancia fue prácticamente marginal en ese período. Las sociedades, quizás, no lo habían puesto en práctica por diversos motivos, tal y como se recoge en la Exposición de Motivos de la Propuesta de Directiva sobre el ejercicio de los derechos de voto de los accionistas: *“la tecnología no está lo suficientemente avanzada para permitir la participación electrónica activa en todos los casos con las garantías de seguridad necesarias y, además, los instrumentos son costosos de introducir”*. Por estos motivos la Propuesta en la EM señala en el punto 4 de los objetivos perseguidos por la Directiva, que “los emisores no deberán verse obligados a ofrecer esta posibilidad a sus accionistas”<sup>40</sup>.

No obstante, a pesar de tratarse de una norma de carácter dispositivo, lo cierto es que las sociedades están implantando los mecanismos necesarios para que pueda ejercitarse el voto a distancia con las garantías y la seguridad necesarias tal y como demuestra el importante incremento porcentual de sociedades en las que se he emitido voto a distancia.

---

<sup>40</sup> Vid. art. 12 de la Propuesta de Directiva.



**GRÁFICO 14**

#### **4.- Restricciones al derecho de voto**

En 7 sociedades del IBEX-35 se han incluido cláusulas restrictivas al derecho de voto, lo que representa un 20,58% de las sociedades (frente al 29,41% en 2004 y el 31,43% de 2003). Lo normal es que esas restricciones alcancen el 10% de los derechos de voto<sup>41</sup>; no obstante, en algún supuesto extraordinario se concede un derecho de voto por cada 10 acciones o, en otro caso, un derecho de voto por cada 100 euros de inversión.

Estas cláusulas, generalmente, se incluyen en las sociedades en las que existen diversos accionistas significativos con participaciones accionariales de similar entidad y en las sociedades en las que la propiedad no está excesivamente concentrada<sup>42</sup>.

Aunque en la intención del legislador esta previsión debía servir para diluir el poder de los grandes accionistas y para reforzar en términos relativos el derecho de voto de los minoritarios, lo cierto es que en la práctica esta habilitación estatutaria ha servido predominantemente en las sociedades cotizadas como cláusula anti-opa destinada a evitar posibles

<sup>41</sup> Vid. Cuadro 2.

<sup>42</sup> IBERDROLA, ACERINOX, TELEFÓNICA, BANCO POPULAR, RED ELECTRICA, REPSOL YPF.

operaciones no deseadas de toma de control, ya que en virtud de dicha limitación el socio que se hiciese con la mayoría del capital no tendría garantizada la mayoría de votos<sup>43</sup>.

## **5.- Reunión y desarrollo de los debates**

Nuestro estudio empírico muestra que es una práctica muy habitual la de atribuir la Presidencia de la Junta al Presidente del Consejo. Esto es así prácticamente en el 95 % de los casos analizados<sup>44</sup>. Sólo hay dos sociedades que se separan de esta práctica<sup>45</sup>.

De hecho, los IGC consultados ponen de manifiesto que es frecuente convertir en régimen estatutario el sistema legal supletorio. Esta práctica favorece la constitución de las Juntas por cuanto el sistema de designación por los propios asistentes puede llegar a constituir un obstáculo importante. Sin embargo, la otra cara de la moneda es que el Consejo acaba teniendo un mayor control sobre la Junta.

La función principal del Presidente es asegurar el normal funcionamiento de la Junta. Sus competencias y facultades pueden agruparse en torno a los tres momentos fundamentales en que se descompone el procedimiento asambleario: constitución, deliberación y votación y, finalmente, la constatación de los resultados.

Los Informes, en su apartado relativo a las medidas adoptadas para garantizar la independencia y buen funcionamiento de la Junta general o en el que se refiere a las modificaciones del Reglamento de la Junta, e incluso los propios reglamentos de la Junta consultados, no suelen contener menciones acerca de la función del Presidente en la constitución de la sociedad (aunque existen casos aislados) o la constatación de los resultados, pero en algunas ocasiones (pocas, más bien se trata de algo extraordinario)

---

<sup>43</sup> Ha de advertirse que el Informe Conthe, a pesar de las críticas que la cuestión suscitó, ha mantenido en su versión, la prohibición de cláusulas que contengan limitaciones del derecho de voto, ni otras medidas anti-OPA (Vid. al respecto Apdo. II recomendación primera).

<sup>44</sup> Vid. Gráfico 13.

<sup>45</sup> BANCO DE SABADELL y BANCO POPULAR.

las sociedades hacen alusión expresa al modo en que debe ejercitarse el derecho de voz del accionista estableciendo una duración mínima de las intervenciones, turnos de réplica, prórrogas de las intervenciones etc.. En definitiva, se ocupan del papel moderador del Presidente de la Junta como persona que ha de ordenar y dirigir los debates y la votación. Concretamente, así sucede en 11 sociedades, es decir, en el 32,35% de ellas. No obstante, como tendremos ocasión de analizar más adelante, el desarrollo de esta materia en los IGC y Reglamentos correspondientes es desigual (nos remitimos a lo que se comenta en el siguiente apartado).

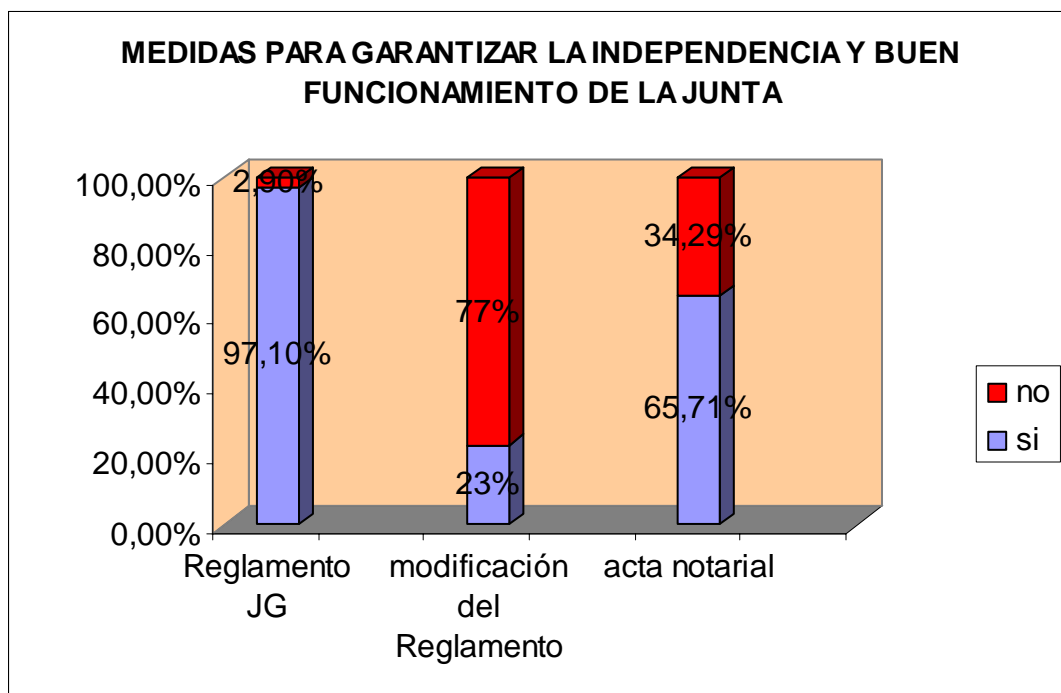
En una línea similar, la Propuesta de Directiva sobre el ejercicio de los derechos de voto de los accionistas se ocupa en el art. 9 del “*Derecho a hacer preguntas*” a la dirección en las Juntas generales. Este derecho se vería vacío de contenido si no se estableciese la obligatoriedad por parte del emisor de contestar a las preguntas, condicionado al buen orden de la Junta o la protección de los intereses empresariales (a este respecto no establece ningún porcentaje mínimo o umbral a partir del cual sea necesario contestar). En línea con lo anterior, y como ya ha sido mencionado, el Código Conthe recomienda al Gobierno que adopte mecanismos que faciliten la participación de los pequeños accionistas con el fin de darles más voz y facilitar así el derecho de la minoría reconocido en la Ley asegurándose de que tales mecanismos son utilizados de buena fe, en defensa del interés social, no de forma arbitraria y con el fin de bloquear o perturbar el buen funcionamiento de la sociedad. Como soluciones o mecanismos el Proyecto señala los siguientes: creación de un Foro electrónico de accionistas y creación en la CNMV de un Registro Voluntario de Agrupaciones de Accionistas de Sociedades Cotizadas<sup>46</sup>.

---

<sup>46</sup> Vid. Código Conthe, Anexo III “*Recomendaciones complementarias al Gobierno, CNMV e Instituciones financieras*”.

## 6.- Medidas adoptadas para garantizar la independencia y el buen funcionamiento de la Junta; en especial el Reglamento de la Junta

Con la aprobación de los Reglamentos de Junta y la asistencia de un Notario a la celebración de éstas, las sociedades analizadas consideran que están adoptando una medida de independencia y garantía del buen funcionamiento de la Junta General<sup>47</sup>.



**GRAFICO 15**

El art. 113 LMV establece la obligatoriedad de adoptar un Reglamento de la Junta para las sociedades cotizadas. De ello han dado cumplimiento todas las sociedades del IBEX-35 excepto de una<sup>48</sup>.

<sup>47</sup> Llama la atención el caso de ACERINOX que en el apartado de su informe, dedicado a las medidas para garantizar la independencia y el buen funcionamiento de la Junta, señala que "según el artículo 15 de los Estatutos sociales, el Presidente del Consejo presidirá las Juntas Generales de los accionistas".

<sup>48</sup> Tal es el caso de ARCELOR que como Reglamento de la Junta tiene un documento titulado "estatutos coordinados" que no responden al contenido de un Reglamento tipo.

Ahora bien, más problemática es la determinación de su contenido respecto del cual el art. 113 LMV guarda silencio. El carácter abierto del referido precepto tiene su reflejo en los IGC que, en ocasiones, en su Epígrafe E.5., recogen o repiten el contenido de dichos Reglamentos, y de cuya lectura se infiere que éstos reiteran en la mayoría de los casos lo dispuesto en los estatutos que, a su vez, no son sino una copia de la propia Ley. La misma conclusión se deduce de la propia lectura de los Reglamentos de la Junta de las distintas sociedades.

A la luz del examen de los Reglamentos de la Junta pensamos que, quizás, hubiera sido conveniente que la LMV o mejor aún, la propia LSA estableciera unas materias de regulación preceptiva, como sucede en relación con el art. 9 LSA en materia de estatutos societarios o el art. 200 LSA para la memoria de las cuentas anuales, e incluso la propia Ley de Transparencia respecto del Informe Anual de Gobierno Corporativo en el art. 116.

A lo largo del ejercicio 2004, 8 sociedades del IBEX-35 modificaron su Reglamento de la Junta<sup>49</sup> (un 23,25%). Se trata de sociedades que adaptándose o en previsión de la Ley de transparencia se habían anticipado y aprobado ya un Reglamento<sup>50</sup>, y que tras la aprobación de la Ley de transparencia han procedido a la adaptación de sus Reglamentos a las exigencias establecidas en la referida norma legal.

Las modificaciones introducidas en todos los casos –generalmente coinciden las 4- se refieren a las siguientes cuestiones: (i) derecho de información, (ii) representación y voto a distancia o por procedimientos telemáticos, (iii) la página web y (iv) asistencia remota<sup>51</sup>.

---

<sup>49</sup> ACERINOX, BANCO SANTANDER, ENDESA, ENAGAS, INDRA, REPSOL YPF, INDITEX, RED ELECTRICA.

<sup>50</sup> Tal es el caso por ejemplo del Banco Santander que aprobó su Reglamento el 21 de junio de 2003. Un 32,35% de las sociedades aprobaron dicho Reglamento en 2003.

<sup>51</sup> Así, el IGC del BANCO DE SANTANDER establece en su apartado E.6. que: "*Las diferencias entre ambos textos se refieren fundamentalmente al derecho de información, delegaciones, emisión de voto y representación mediante medios de comunicación a*

El análisis de los artículos de los distintos Reglamentos relativos al derecho de asistencia establece pocas diferencias respecto al régimen legal. Por el contrario, se constata un cierto interés o preocupación por parte de las sociedades por incorporar medidas que realmente fomenten la participación de los accionistas por medios a distancia.

Según establecen los propios Informes, se trata de cuestiones o medidas implementadas para mejorar el funcionamiento de la Junta, entre ellas y de manera especial, el voto y delegación por procedimientos electrónicos (internet) o voto por correo. La adopción de medidas de este carácter no surtió en 2004, en la mayor parte de los casos, los efectos deseados por las sociedades<sup>52</sup> pero ha tenido, como hemos visto, unos efectos beneficiosos en el ejercicio 2005. De hecho, algunas de las sociedades que modificaron sus Reglamentos en 2005, lo hicieron para facilitar los mecanismos de delegación por medios de comunicación a distancia y de emisión del voto a distancia<sup>53</sup>

En general los Reglamentos que fueron modificados en el ejercicio 2004, hacen referencia al papel moderador del Presidente y consideran ésta una buena medida para garantizar la independencia y buen funcionamiento de la Junta. Sin embargo, sólo algunos de estos Reglamentos regulan con un cierto detenimiento la figura del Presidente y el desarrollo del debate<sup>54</sup>.

---

*distancia, votaciones de las propuestas de acuerdos y posibilidad de asistencia remota en tiempo real a la Junta (Junta "on line").*

<sup>52</sup> A excepción, quizás, del BANCO SANTANDER, en cuyas Juntas generales celebradas en el año 2004 se emitieron votos a distancia. No obstante, puede ser interesante destacar que el incremento de los votos a distancia se produjo sobre todo en la Junta celebrada el 21 de octubre de 2004 donde llegó a superar el 5% y en la que se hizo uso -como expresamente destaca el IGC, además del voto por medios electrónicos, del mecanismo del voto por correo.

<sup>53</sup> Así ha sucedido, por ejemplo, en el caso de GAS NATURAL y de UNIÓN FENOSA.

<sup>54</sup> RED ELECTRICA, ENAGAS, INDITEX Y ENDESA.

No obstante, quizás, el supuesto más interesante de todos y de todas las modificaciones introducidas en los reglamentos en 2004 sea el de INDITEX, que con el fin de *"fomentar y facilitar la participación de los accionistas en la Junta a fin de contribuir a una formación transparente de la voluntad social..... b) Se incluyen en el artículo relativo a las competencias exclusivas de la Junta la de separar a los auditores de cuentas (junto con la de nombrarlos, que ya figuraba) y la de acordar la cesión global del activo y del pasivo (a la que ya se hacía referencia en el precepto que regula el quórum de constitución de la Junta general para supuestos especiales)"*

Es preciso poner de manifiesto que tan sólo cuatro sociedades del IBEX-35 han introducido modificaciones en sus Reglamentos en el ejercicio 2005 pero éstas no son muy relevantes.

La conclusión que se puede deducir de ello es la siguiente: los Reglamentos de la Junta, cuyo contenido no especifica el legislador, parecen constituir un elemento extraño para las sociedades.

Por lo que se refiere a la necesidad de presencia de un Notario en la Junta, tan sólo 12 sociedades aluden a ello expresamente.

## **BLOQUE 2.- INDEPENDENCIA Y PODER EFECTIVO DE LA JUNTA RESPECTO DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN**

### **I.- PODER DE CONTROL DE LA JUNTA SOBRE EL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN**

En el modelo legal, las relaciones entre la Junta y los administradores vienen condicionadas por la propia posición que éstos ocupan en la estructura orgánica del ente societario. Así, el órgano de socios se configura como la instancia suprema de la sociedad. Esa posición de preeminencia deriva de la concurrencia de tres factores y, entre ellos, la situación de dependencia en que respecto de ella se encuentra el órgano de administración. Esta relación de dependencia se constata si tenemos en cuenta que la Junta está facultada para nombrar y revocar "*en cualquier momento*" (art. 131 LSA) a los miembros del órgano de administración (se trata de la influencia indirecta de la Junta a través del nombramiento y revocación de los administradores).

#### **1.- Nombramiento efectivo de los administradores**

Cuando la administración se confía a un Consejo -caso de las sociedades cotizadas- las vacantes que se produzcan en el órgano podrán cubrirse también por el sistema de representación proporcional al amparo de lo establecido en el art. 137 LSA desarrollado por el RD 821/1991, de 17 de mayo, cuyo art. 5 determina que en el momento de someterse a votación en la Junta la cobertura de las vacantes, los accionistas agrupados nombrarán a

los miembros del Consejo que correspondan proporcionalmente a la suma del valor nominal de la agrupación.

El sistema de la representación proporcional no parece tener sentido en las sociedades cotizadas dada la dispersión del accionariado. La posesión de una participación significativa puede ser un instrumento de control más que un medio de representación de la minoría. Así, nuestro estudio empírico demuestra que el nombramiento de consejeros por este sistema constituye un sistema de elección nada habitual en las sociedades cotizadas, más bien todo lo contrario.

De los IGC analizados e incluso de las convocatorias de las Juntas generales se deduce que constituye una práctica habitual en las sociedades cotizadas la cobertura de las vacantes mediante la utilización del sistema de cooptación sometiendo posteriormente ese nombramiento a ratificación por la Junta. Por lo tanto, la realidad demuestra que la Junta no interviene directamente en la designación de los administradores sino que es el propio Consejo quien nombra al nuevo administrador quien es posteriormente ratificado por la Junta.

## **2.- La separación del administrador de su cargo**

El análisis de esta materia puede centrarse en dos aspectos claramente diferenciados: por un lado, el cese voluntario del consejero en los supuestos en los que éste presenta su dimisión (que puede deberse bien a un desacuerdo con la política de la sociedad, bien por la presencia en la persona del consejero de una circunstancia que pueda afectar negativamente al funcionamiento del Consejo o al crédito y reputación de la sociedad) o por razones de edad; y, por otro lado, en la separación del administrador por acuerdo de la Junta.

Nuestro estudio empírico demuestra que lo más habitual -casi en la totalidad de las sociedades- es que sea el propio administrador el que presente su dimisión (los casos analizados comprenden el período 2000-2004) no habiendo encontrado en relación con ese mismo período de tiempo

supuestos de separación por la Junta.

Tampoco tenemos constancia -a través del análisis de los acuerdos adoptados en Junta en los ejercicios 2004 y 2005- de la existencia de ningún ejercicio de acciones de responsabilidad frente a los administradores sociales o de acuerdos de separación de los administradores adoptados por la Junta.

La conclusión que de estos dos aspectos puede deducirse es que el modelo empírico de la sociedad anónima cotizada se separa del modelo legal diseñado, produciéndose en el primero una subversión de facto de la distribución de competencias entre la Junta y el órgano de administración. La Junta realmente no interviene ni en el nombramiento, ni en la separación de los administradores ni tampoco se le informa convenientemente sobre la existencia de las cláusulas de blindaje más aún en 2004 tan sólo en el 33,33% de las sociedades la política de remuneración de los administradores constituía un punto del orden del día<sup>55</sup>.

### **3.- La retribución de los administradores**

La retribución de los administradores en las sociedades cotizadas españolas ha dado lugar a algunos conflictos y procedimientos similares a los registrados en otras jurisdicciones. La falta de información a los accionistas sobre determinadas retribuciones pagadas a los administradores cesados o dimisionarios o de las cantidades por éstos reclamadas han estado en el origen de la mayoría de los citados procedimientos. Esto explica la tendencia a fomentar una mayor intervención de los accionistas a través de la Junta general en la aprobación de las retribuciones de los administradores, lo que supone un reconocimiento de la insuficiencia a esos efectos de las medidas establecidas en el art. 130 LSA y en las demás disposiciones societarias.

El art. 130.1 LSA establece que la retribución debe ser fijada en los estatutos, lo que supone que quien determina dicha retribución y quien la conoce es la Junta general. Sin embargo, este conocimiento está limitado a

---

<sup>55</sup> Vid. Cuadro 3

ciertas formas de retribución que, además, como consecuencia de lo determinado por el art. 200, regla 12 de la LSA, sólo deben de aparecer recogidas en la memoria de manera agregada. Lo mismo rige con relación a otros tipos de retribución de los administradores fundados en relaciones laborales o de servicio. Por su parte, el art. 130.2 LSA supuso una reacción legislativa ante la proliferación de la retribución por medio de acciones u opciones sobre acciones, consistente en someter a la Junta dicha forma de retribución.

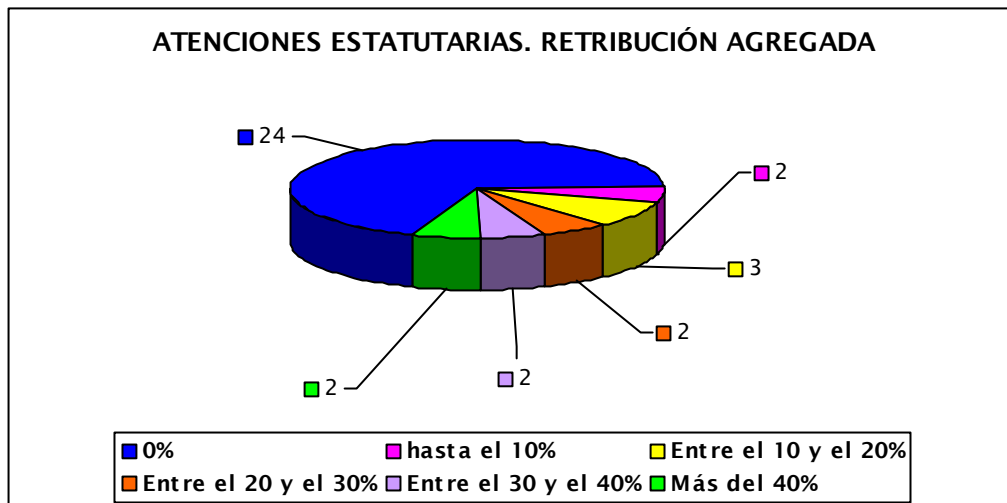
Las disposiciones legales que se han adoptado en el marco del buen gobierno corporativo han supuesto un avance sustancial en cuanto a la información disponible<sup>56</sup>. A pesar de mantenerse por la mayoría de las sociedades el criterio de informar globalmente, el detalle de la información recogida en los IGC ofrece una imagen especialmente precisa sobre cómo, cuánto y a quién retribuyen las sociedades del IBEX-35.

Así, si se examinan los distintos conceptos retributivos que las citadas sociedades tienen obligación de incluir en esa información, se observa como, precisamente, los tipos de retribución contemplados por el art. 130.1 LSA representan un porcentaje decreciente o, sencillamente, inexistente. Así, las atenciones estatutarias no se contemplan en un total de 23 sociedades como supuesto de retribución. En 11, los administradores no reciben dietas. Entre las anteriores, son 7 las sociedades que no pagan ni atenciones estatutarias ni dietas.

Como se observa en el presente cuadro, la participación en los resultados prevista en los estatutos pierde cada vez más significación, como solución vigente en las sociedades del IBEX-35. No sólo porque un número de 23 no las reconozca, sino porque en las 12 en las que existe una retribución por esa vía estatutaria, su importancia es relativa si se compara con la remuneración agregada del Consejo.

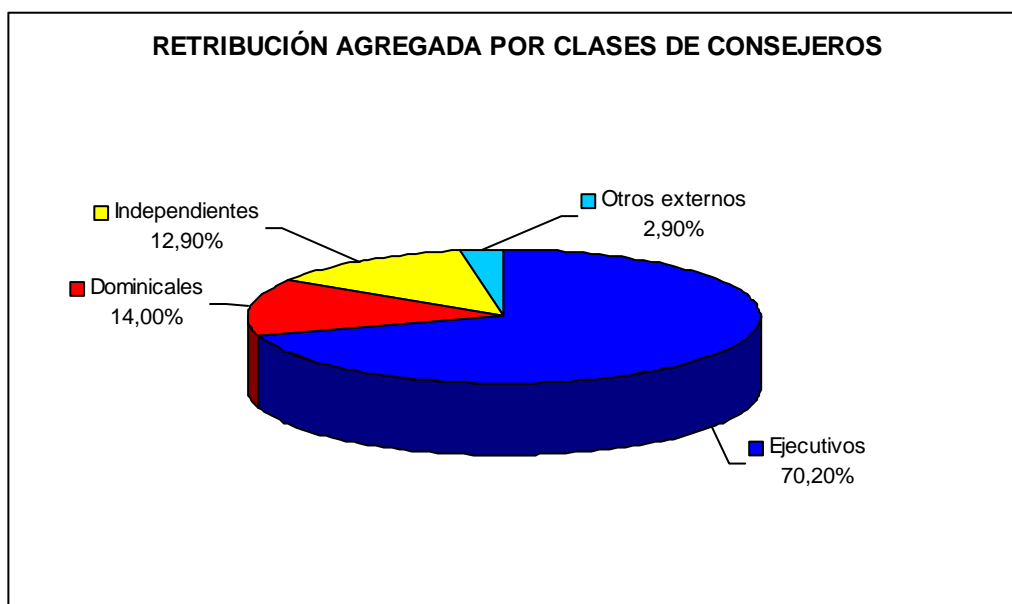
---

<sup>56</sup> V. Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el Informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades y Circular 1/2004 de la CNMV y las diversas referencias que contiene con respecto "*a la remuneración agregada de los consejeros*".



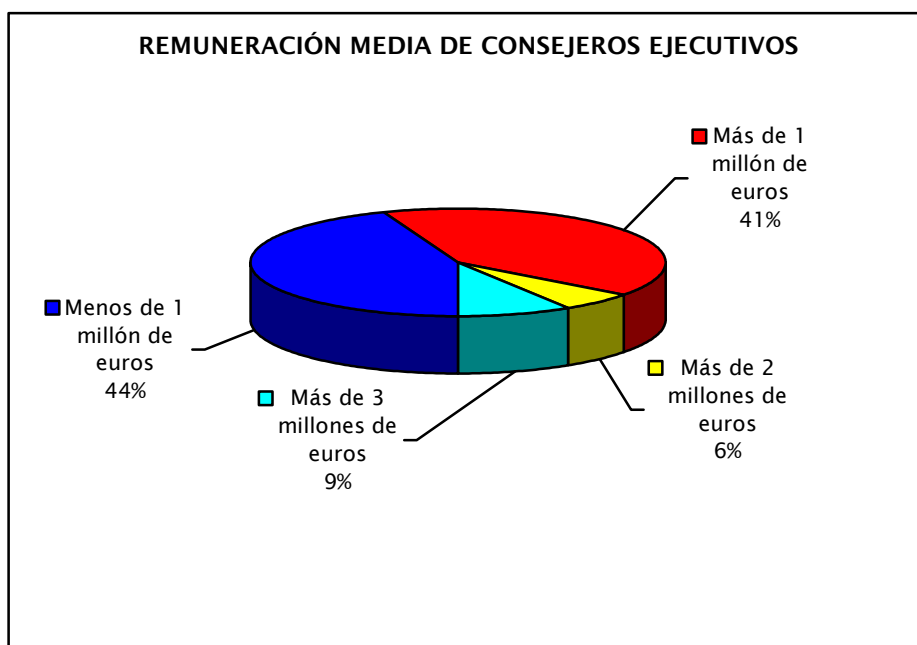
**GRAFICO 16**

Es esa misma información la que permite contemplar la retribución con respecto a cada una de las categorías o clases de consejeros. Desde esa perspectiva, se advierte que la mayor parte de la retribución agregada se destina a los consejeros ejecutivos. Así, lo ha puesto de manifiesto la CNMV en su Informe 2005:



**GRAFICO 17**

Los anteriores datos ponen de manifiesto que la retribución agregada no ofrece una adecuada información sobre la retribución de los consejeros, en particular por la falta de fundamento que se advierte de la presunción generalizada según la cual conlleva la simple condición de administrador en una sociedad cotizada una cuantiosa retribución. Así, los distintos estudios disponibles ponen de manifiesto que la retribución media en 2004 en las sociedades del IBEX-35 para los consejeros externos ascendía a 101.000 euros<sup>57</sup>, o a 159.000 euros<sup>58</sup>. Por contra, la retribución de los consejeros ejecutivos aparece como materialmente mayor.



**GRAFICO 18**

<sup>57</sup> V. FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS, Observatorio de gobierno corporativo de las grandes sociedades cotizadas en el mercado de valores español (IBEX-35) 2004, cit., p. 34. Allí se añade que la retribución media de esos consejeros ascendía a 70.000 euros si no se tomaba en cuenta la pertenencia a Comisiones y, además, que se había producido una sustancial subida con respecto a esa misma retribución media en 2003, que alcanzaba 50.000 euros.

<sup>58</sup> V. CNMV Informe 2005, p. 37. Cabe considerar que esa diferenciación radica en que se tomaba en cuenta también las remuneraciones percibidas por el consejero de otras sociedades del grupo.

En el caso de los ejecutivos, el problema no radica sólo en la cuantía de la retribución, sino de forma especial en la correspondiente de sus indemnizaciones. Normalmente, éstas han quedado plasmadas en documentos que sólo son conocidos por la Comisión de Retribuciones y por el Consejo, pero de las que no se ha informado a la Junta general. Ello no ha impedido que algunas sociedades sí hayan optado por informar a la Junta general también de este concepto, que ha estado en el origen de algunos procedimientos judiciales especialmente notorios de los últimos años<sup>59</sup>.

Es previsible que la forma de informar en materia de retribución cambie radicalmente en breve. El motivo de ello será la incorporación de la Recomendación de la Comisión 2004/913/CE, de 14 de diciembre de 2004<sup>60</sup>. El Código Conthe ha adoptado los criterios de la Recomendación que, en síntesis, imponen la elaboración de un informe o documento especial en esta materia y, sobre todo, que en el mismo se detalle la retribución que por todos los conceptos corresponde a cada uno de los consejeros, incluso tomando en consideración las retribuciones recibidas en otras sociedades del grupo. Sobre ese documento, la Junta general deberá pronunciarse por medio de un acuerdo, si bien cabe la posibilidad de dar al voto de los accionistas en este tema un carácter meramente consultivo.

### **Conclusiones generales:**

Hemos podido constatar que, en la práctica, la Junta general extraordinaria tiene una presencia poco significativa en la vida de las sociedades cotizadas. Todas ellas prefieren aprovechar el acto de celebración

---

<sup>59</sup> En los IGC el seguimiento de este punto es sencillo, toda vez que el apartado B.1.10 informa sobre qué órgano autoriza las “cláusulas de garantía o blindaje” y si se informa a la Junta general sobre las cláusulas.

De los IGC correspondientes a 2004, resulta que en una mayoría de las sociedades es el Consejo de Administración quien autoriza esas cláusulas, aunque son varias las que no detallan este extremo. En 28 sociedades, no se informó a la Junta de este tipo de cláusulas. Ha de indicarse que con ocasión de las Juntas aprobatorias de las cuentas anuales del año 2005, son cada vez más las sociedades que han optado informar a la Junta de este tipo de cláusulas.

<sup>60</sup> Recomendación relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los Consejos de las Empresas con cotización en Bolsa (DOUE L 385 de 29 de diciembre de 2004, p. 55 y ss.).

de la Junta de carácter ordinario para incluir esas cuestiones que, en teoría, son propias de las Juntas extraordinarias. Las motivaciones son varias: coste de la celebración, requisitos formales de publicidad a cumplir en relación con cada una de ellas, accionistas minoritarios con participaciones insuficientes para solicitar la convocatoria de una Junta extraordinaria (lo que explica que en las escasas celebradas, la iniciativa haya correspondido a los administradores).

Asimismo, la participación de los accionistas en la determinación del contenido de las Juntas, esto es, en la posible configuración de su orden del día, es poco relevante (situación que, entendemos, cambiará en futuros estudios que abarquen periodos temporales posteriores a la reforma incorporada por la Ley 19/2005). No obstante, es de destacar que, en muchos casos, se reconoce al accionista el derecho a emitir sugerencias sobre los asuntos a tratar, si bien, goza de un alcance poco significativo, ya que la inclusión de estos asuntos queda en última instancia sometida al juicio de los administradores, que son quienes deciden la conveniencia o interés que tales sugerencias revisten y, por consiguiente, si se incluyen o no en el orden del día correspondiente.

La regulación del derecho de información de los accionistas ocupa una parte esencial del contenido de los IGC. Aun cuando es reprochable el incumplimiento -en algunas sociedades- de la obligación de publicitar a través de la página web las propuestas de acuerdos que los Consejos elaboran con anterioridad a cada Junta, justo es decir que la preocupación de las sociedades del IBEX-35 respecto a este derecho de información se encuentra omnipresente tanto en sus IGC como en sus Reglamentos de Junta general. De hecho, casi todas ellas se ocupan de determinar con detalle el contenido de este derecho de información de los socios con el fin de mostrar que su autogobierno persigue un talante orientado a su “*ampliación*” respecto del contenido básico especificado en la Ley. Desafortunadamente, esta presunta “*ampliación*”, la mayor parte de las veces, no se hace efectiva, y los IGC únicamente se limitan a recoger -de forma, eso sí, muy profusa- los

derechos básicos que ya ha reconocido nuestro ordenamiento. No obstante, debemos destacar que, en contadas ocasiones, se introducen algunas menciones interesantes que sí se traducen en una -modesta- ampliación del derecho de información de estos accionistas.

También es destacable que, en ocasiones, un número más o menos significativo de sociedades amplía o refuerza -tímidamente- las medidas de publicidad de las convocatorias de las Juntas u opta por la retransmisión en directo con el fin de reforzar la transparencia de todo el proceso para los accionistas; se puede por tanto decir que acogen anticipadamente, entre las normas que definen su autogobierno, algunas de las propuestas que contiene el Derecho proyectado europeo.

El Informe Aldama señala que uno de los principales objetivos del gobierno corporativo es la potenciación del papel de la Junta como órgano de decisión y control básico para la vida de la sociedad y la tutela de los intereses de los accionistas.

La Junta es el órgano supremo a través del cual se articula el derecho de los accionistas a intervenir en la toma de decisiones esenciales para la sociedad y censurar la gestión de los administradores. Para ello debe facilitarse la representación de los accionistas que no asistan a la Junta y la expresión de sus intereses a través del derecho de voto: ejercicio y delegación del voto por medios electrónicos o a distancia (art. 105 LSA), la representación por medios de comunicación a distancia (art. 106 LSA). En la práctica, estas medidas de potenciación de la participación de los accionistas en la toma de decisiones no se han hecho efectivas. Lo que sucede es que ni todas las medidas que son necesarias, ni todas las medidas proyectadas por el legislador europeo han sido atendidas por nuestro legislador español.

Nuestro estudio empírico demuestra que la Junta ha perdido hoy en día gran parte de su protagonismo habiéndose subvertido de facto la jerarquía orgánica legalmente diseñada. La Junta no participa en la adopción de las decisiones que afectan al nombramiento de los administradores (limitándose a ratificar los efectuados por cooptación por el propio Consejo)

y tampoco se han encontrado casos de acuerdos de cese o destitución de administradores.

Mostramos un cierto escepticismo sobre la efectividad de las medidas que se proponen para estimular o potenciar la participación en las Juntas.

En esta revitalización de la Junta podrían desempeñar un papel importante los Reglamentos siempre y cuando se profundice en materias de importancia, pudiendo ser una de ellas la que se refiere a las relaciones de los socios con la sociedad incluyendo las competencias implícitas de la Junta. Tal es el caso -aunque aislado- de INDITEX (el Código Conthe sí recoge en sus disposiciones adicionales una cláusula sobre esta materia). En general las cláusulas de los Reglamentos suelen limitarse a reiterar lo dispuesto en la Ley o en los estatutos y las modificaciones introducidas en materia de asistencia, voto, información sobre todo a distancia son de escasa relevancia. Más aún, se reiteran normas de carácter dispositivo que podrían haber sido modificadas.

<p align="center"><b>CUADRO Nº 2</b></p> <p align="center"><b>“INFLUENCIA DE LA ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD EN LA CONSTITUCIÓN DE LA JUNTA Y EN LA ADOPCIÓN DE ACUERDOS” EN SOCIEDADES DEL IBEX-35</b></p>				
SOCIEDAD	Estructura de la propiedad	Modificación quórum legal	Régimen adopción acuerdos	Restricción derecho voto
Acs	Concentrada 1	No	No	No
Abertis	Muy conc 2	No	No	No
Acciona	Concentrada 3	Si	No	si (1/10)
Acerinox	Concentrada 4	No	No	SI (10%)
Altadis	Concentrada 5	No	No	no
Antena3TV	Concentrada 6	No	No	no
B. Popular	Concentrada 7	No	Si	No
B.Sabadell	Concentrada 8	No	No	100 €
B.Santander	Dispersa	No	No	no
BBVA	Dispersa	Si	Si	no
Bankinter	Dispersa	No	No	no
Cintra	Muy conc 9	No	No	no
Enagas	Conc. 10	No	No	no
Endesa	Dispersa 11	No	No	no
Fcc	Muy conc 12	Si	No	no
Ferrovial	Muy conc 13	No	No	no
Gamesa	Conc. 14	No	No	no
Gas Natural	Conc. 15	No	No	no
Iberdrola	Conc. 16	Si	Si	si (10%)
Iberia	Conc. 17	Si	No	no
Inditex	Conc. 18	Si	No	no
Indra	Conc. 19	No	No	no
Mapfre	Muy conc. 20	No	No	no
Metrovacesa	Conc.21	No	No	no
Prisa	Muy conc. 22	No	No	no
Red Eléct.	Conc. 23	No	No	SI ( 3%)
Repsol YPF	Conc. 24	No	Si	SI (10%)

Sacyr Valleh	Conc. 25	No	No	no
Sogecable	Conc. 26	No	No	no
Telecinco	Muy conc. 27	Si	No	no
Telefónica	Conc. 28	No	No	si (10%)
Telefónica M	Muy conc. 29	No	Si	no
Tpi	Muy conc. 30	No	No	No
Unión Fenosa	Conc.31	No	No	No

**ANEXO AL CUADRO 2**  
**ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD**

1. LA CAIXA 23,96%, ACS 17,57%, CAIXA D'ESTALVIS 5,69%, SITREBA SL 5,50%
2. G. ENTRECANALES 59,51%
3. CF ALBA SA 15,52%, CF ARLOR SA 9,29%, INVERSIONES VERSAN 5,97%
4. N. STEEL CORP, LMT 10,93%, CF ALBA 10,50%, OMEGA K SL 9,87%, EGERTON DOLLAR FUND 1,05%, EGERTON EQUITY FUND 1,02%
5. CHASE NOMINEES 15,14%, EC NOMINEES 10,24%, FRANKLIN RESS 5,39%, FIDELITY 3.98%
6. BSCH 10%, KORT GEDING 33,51%, RTL GROUP 17,26%
7. ALLIANZ 9,06%, TOP BREACH HOLDING 5,37%
8. LA CAIXA 14,75%, BCO COMERCIAL PORTUGUÉS 3%
9. GRUPO FERROVIAL 62,03%
10. GAS NATURAL 26,10%, CAJASTUR 5%, ATALAYA INVERSIONES 5,022%, BP ESPAÑA 5%
11. CAJA MADRID 5,010%, LA CAIXA 5,004%, CHASE 5,732%
12. ACCIONA 15,05%, B 1998 SL 52,607%
13. PORTMAN 40,53%
14. IBERDROLA 6,001%, CORPORACIÓN IBV SERVICIOS Y TECNOLOGÍAS 25,779%, NEFINSA 21,285%
15. LA CAISA 23,96%, ACS 17,57%, CAIXA D'ESTALVIS 5,69%, SITREBA SL 5,50%
16. BBVA 8,6%, BBK 7,5%, CAJA ESPAÑA 0,66%, CAJA DUERO 0,59%, CAJA BURGOS 0,36% y 3 CAJAS MÁS CON 0,1% CADA UNA

17. CAJA MADRID 9,7%, BA 9,7%, BBVA 7,4%, LOGISTA 6,5%, CORTE INGLÉS 2,9%, CORP. FINAN.GALICIA 3,4%
18. ROSALÍA MERA 6,993%, ROSP CORUNNA PARTICIPACIONES EMPRESARIALES 6,993%
19. CAJA MADRID 10,026%, CHASE NOMINES LTD 10,081%, STATE ST. BANK 6,49%, FIDELITY INT. LTD 1,846%
20. MAPFRE MUTUALIDAD 55,7%
21. GRUPO EMPRESAS HC 5%, CRESA PATRIMONIAL 11,239%, EXPON-AN 5,66%, PGGM PRISIONES FONDOS 8,62%, BANCAJA 6,013%.
22. ARTISAN PARTNERS LTD. PART 5,155%, PROMOTORA PUBLICACIONES, S.L. 44,535%, TIMÓN, S.A. 18,421%
23. SEPI 28,5%
24. CAIXA 14,12%, BBVA 5,17%, PETROLEOS MEXICANOS 4,8%, CHASE NOMINES LTD 9,356%
25. FINAVAGUE, S.L. 5,257%
26. TELEFÓNICA, S.A. 23,831%, PRISA 23,004%, CAJA MADRID 5,025%, CORPORACIÓN GENERAL FINANCIERA 3,873%, EVENTOS, S.A. 3,23%
27. BERLUSCONI 50,135%, VOCENTO 13%, CHASE NOMINES LTD 5,018%
28. CAIXA 5,377%, BBVA 5,731%
29. TELEFÓNICA S.A. 92,457%
30. TELEFÓNICA 59,899%
31. BSCH 22,022%, CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRÁNEO 4,04%, BCO PASTOR 3,81%, CAIXANOVA 4%, CORPORACIÓN CAIXA GALICIA 5,369%