



*Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho
Mercantil*

2014/87

Junio 2014

**ALGUNOS CAMBIOS EN LA REGULACIÓN DE LA JUNTA GENERAL
EN EL INFORME DE LA COMISIÓN DE EXPERTOS
(Y EN EL ANTEPROYECTO DE LEY DE MODIFICACIÓN DE LA LSC)**

Juan Sánchez-Calero Guilarte

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
E-mail: jscalero@der.ucm.es

<http://www.ucm.es/dep-derecho-mercantil>

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

Copyright © 2014 por el autor

**ALGUNOS CAMBIOS EN LA REGULACIÓN DE LA JUNTA GENERAL
EN EL INFORME DE LA COMISIÓN DE EXPERTOS
(Y EN EL ANTEPROYECTO DE LEY DE MODIFICACIÓN DE LA LSC)***

Juan Sánchez-Calero Guilarte**

Resumen: Este documento contiene una valoración de algunos de los cambios que se derivan de la reforma en curso para la junta general.

Palabras clave: Junta general, sociedades anónimas, convocatoria, información, constitución, votaciones, acuerdos.

Abstract: This working document includes an assessment of some of the changes deriving from the shareholders' meeting reform under course.

Key Words: Shareholders' meeting, corporations, call, information, incorporation, voting, corporate resolutions.

* Intervención en la sesión del 18 de diciembre de 2013, en la Universidad Pontificia de Comillas, dentro de la Cátedra Garrigues de Modernización del Derecho de Sociedades (Curso 2013/2014). Mi agradecimiento a sus Directores, los profesores Mónica Martín de Vidales y Javier Ibáñez Jimenez, por la invitación y por la oportunidad de participar en el interesante debate posterior.

** Catedrático de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho. Universidad Complutense de Madrid

SUMARIO:

I.-	INTRODUCCIÓN	4
	1. La oportunidad de la iniciativa gubernamental	4
	2. Principios y alcance del trabajo de la Comisión	5
	3. Junta y estructura de la propiedad de capital: un apunte necesario	7
	4. Del renacer de la junta general	8
II.-	LA CONVOCATORIA DE LA JUNTA GENERAL	9
	1. La satisfacción con el sistema vigente	9
	2. Propuesta de acuerdo y deber de información	10
III.-	ASISTENCIA A LA JUNTA GENERAL	11
	1. La justificación de los límites estatutarios al derecho de asistencia	11
	2. La revisión del límite máximo que atiende a la posesión de acciones	12
IV.-	VOTACIONES EN LA JUNTA GENERAL	13
	1. Votación separada de determinadas propuestas de acuerdo	13
	2. Regulación de los conflictos de intereses y ejercicio del derecho de voto en la junta	16
	3. Cláusulas limitativas del voto	20
	4. Fraccionamiento del voto y voto divergente	23
V.-	ADOPCIÓN DE ACUERDOS EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA	32
	1. El cambio de la regla de la mayoría	32
	2. Mayorías reforzadas	33
	3. Reconocimiento de la autonomía estatutaria	34
VI.-	DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS	34
	1. El abuso del derecho de información y la limitación de la acción de impugnación	34
	2. El plazo de ejercicio del derecho de información en sociedades cotizadas	36
	3. La relevancia informativa de la página web	36

I.- INTRODUCCIÓN

1. La oportunidad de la iniciativa gubernamental

- 1 Se me ha solicitado que analice algunos de los cambios que se anuncian en la Ley de Sociedades de Capital (LSC) en relación con la regulación de la junta general. En concreto, esta exposición se refiere a algunos de sus cambios que afectan a la convocatoria, la asistencia, las votaciones, adopción de acuerdos y los derechos de información de los accionistas. Las referencias a esas cuestiones en el actual proceso de reforma deben ponerse en relación con las correspondientes a otros aspectos cercanos de los que abordaré, que serán tratados en otras sesiones de esta Cátedra. Cumpliré el encargo de inmediato, pero me parece imprescindible realizar algunas consideraciones preliminares, sobre todo para situar esas medidas concretas en el marco general del impulso de reforma de la LSC que comporta la creación de la Comisión de Expertos¹ a la que se encargó la elaboración del correspondiente “*Estudio sobre propuestas normativas*”² (al que me referiré indistintamente como “*el Informe*” o “*el Estudio*”), cuyo contenido nos corresponde analizar en estas sesiones. En virtud de esos hechos, estamos inmersos en un nuevo proceso de revisión de nuestro Derecho de las sociedades de capital, una vez que las propuestas de la Comisión se han traducido con mínimos cambios de redacción en el correspondiente Anteproyecto de Ley³ (“*el Anteproyecto*”).
- 2 Sin duda, la decisión del Gobierno de incorporar este asunto al Plan de Reformas que inspira numerosas iniciativas normativas supuso una precipitación en un proceso que ya venía planteándose con ocasión de la

¹ La Comisión de Expertos en Materia de Gobierno Corporativo se creó por Acuerdo del Consejo de Ministros de 10 de mayo de 2013, que se publicó por Orden ECC/895/2013, de 21 de mayo.

² El Estudio se publicó el 14 de octubre de 2013. Puede consultarse en www.cnmv.es

³ En diciembre de 2013 el Gobierno sometió a audiencia pública el *Anteproyecto de Ley por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo*.

conclusión de la Propuesta de Código Mercantil⁴ (PCM). Es una situación similar a la que se vivió hace algo más de un decenio cuando la presentación de la Propuesta del Código de Sociedades mercantiles se vio seguida de la creación de la Comisión Aldama y de la posterior elaboración del correspondiente Informe⁵. Entonces y ahora, pueden suscitarse dudas sobre la política legislativa que impulsa iniciativas paralelas desde distintos Departamentos ministeriales y puede entrarse en un debate sobre la oportunidad del contenido de propuestas coincidentes en el tiempo. Es una discusión que debe superarse desde el reconocimiento del trabajo de todos aquellos que, desde cualquiera de los ámbitos, se afanan por mejorar la calidad de nuestra legislación societaria. Esto es lo que debemos evaluar, teniendo en cuenta que el Informe está plagado de referencias a la PCM, asumiendo o desestimando las soluciones sugeridas por éste. Al final, lo relevante es la calidad de nuestras leyes.

2. Principios y alcance del trabajo de la Comisión

- 3 El trabajo de la Comisión de Expertos estuvo orientado a la mejora del gobierno corporativo de nuestras sociedades, señaladamente de aquellas que conocemos como sociedades cotizadas. Conviene recordarlo por lo que implica de consolidación de una tendencia imparable a favor de implicar a la junta general en el núcleo del buen gobierno de una sociedad. Frente a los trabajos iniciales que en esta materia vieron la luz a finales del siglo pasado (desde el *Informe Cadbury* a nuestro *Informe Olivencia*) y que centraban su atención en la mejor organización (estructura) y funcionamiento del consejo de administración, llevamos unos años en los que la regulación de la junta general se ha situado en términos afines a los del consejo de administración en el centro del escenario. Digo regulación porque, de consolidarse la propuesta

⁴ MINISTERIO DE JUSTICIA, *Propuesta de Código Mercantil* elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, Madrid (2013).

⁵ Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas, disponible en la www.cnmv.es

normativa de la Comisión sobre la junta general de las sociedades anónimas, en general, y de las cotizadas, en particular, se proyecta un número creciente de disposiciones, la mayoría de contenido imperativo, que relegan el campo disponible para iniciativas autorregulatorias o recomendaciones. Un proceso normativo que enlaza con no pocas reformas parciales que, preferentemente por el impulso europeo, han convertido a la junta general (mejor a los derechos de los accionistas vinculados con su funcionamiento) en su principal destinataria. El trabajo de la Comisión venía determinado por algunos de los objetivos que a su tarea señalaba el Acuerdo de creación de la Comisión con respecto a la junta general. En el Anexo de la Orden ECC/895/2013 se hacía referencia a las medidas destinadas a *“la potenciación del papel de las Juntas de accionistas en el control de las políticas de retribución de los órganos de gestión y alta dirección de la sociedad”*. También *“al establecimiento de reglas claras respecto a los mecanismos que pueden permitir a los administradores y otros agentes influir en las juntas de socios, evitando los conflictos de interés y amparando las legítimas expectativas de los socios minoritarios”*. Para finalizar orientando el trabajo de la Comisión a la proposición de *“iniciativas destinadas a que la información suministrada en todo momento por los administradores a los socios y a los mercados sea veraz y comprensible”*. Ese era el terreno de juego marcado por el Gobierno y dentro del que el Informe realiza sus propuestas de reforma.

- 4 Las propuestas concretas de modificación de la LSC pueden llamar la atención por afectar a un amplio número de disposiciones referidas a las sociedades cotizadas, ciertamente, pero también a las que no tienen esa condición. La justificación de esa circunstancia que se aprecia a partir de la simple lectura del Anteproyecto puede ser doble. Una primera justificación nos devuelve al tenor del Acuerdo gubernamental. Aunque en éste se apunta a los problemas clásicos de la disciplina de las sociedades cuyos valores se negocian en los mercados financieros, también se apunta con claridad a una innovadora pretensión, como es la de que también las sociedades no cotizadas se conviertan en destinatarias de normas o recomendaciones en materia de buen

gobierno⁶. La segunda explicación enlaza con el carácter especial de la regulación de las sociedades cotizadas. A éstas se les aplican las normas generales propias de la sociedad anónima (que en muchas ocasiones son las generales de las sociedades de capital) y las especiales que integran el Título XIV LSC. Por lo tanto, la reforma debía pasar por normas generales y especiales destinadas a la junta general de la sociedad anónima.

3. Junta y estructura de la propiedad de capital: un apunte necesario

- 5 Uno de los tópicos que ha acompañado el debate sobre nuestra regulación de las sociedades cotizadas es el de la devaluación del papel de la junta general como consecuencia de la atomización del capital social y el consiguiente alejamiento de los accionistas. La “*apatía racional*” de éstos, como expresión que resume el generalizado absentismo de los dueños del capital a la hora de asistir a la junta, habría actuado como factor principal de desplazamiento del control de la junta hacia quienes sin ser accionistas relevantes, representaban a un porcentaje suficiente y organizado. Los administradores eran los principales beneficiarios por ese control ocasional (anual) de la junta, que garantizaba el control permanente de la marcha de la sociedad. Ese tópico se asienta, sobre todo, en la experiencia de los grandes mercados financieros en los que el escenario coincide mayoritariamente con lo descrito. Es la separación entre propiedad y control de clásica enunciación. Un escenario igualmente válido para algunas de nuestras grandes sociedades españolas, cuya estructura de capital reproduce una cuota muy importante de capital flotante, sin perjuicio de la presencia en algunas de ellas de determinados accionistas significativos pertenecientes al sector financiero. No es, sin embargo, lo que sucede en la mayoría de las sociedades cotizadas españolas, cuya estructura de capital presenta como una de las características más influyentes para el funcionamiento de la junta general, la concentración de capital en manos de dos grupos

⁶ El Acuerdo de creación de la Comisión de Expertos contemplaba expresamente “*la posibilidad de elaborar un Código de Buenas Prácticas para las sociedades no cotizadas*”.

de propietarios: los accionistas significativos y los integrantes del consejo de administración. Conforme a la información elaborada por la CNMV, en 107 sociedades cotizadas (el 73% del total de ellas, 18 del IBEX), las participaciones significativas declaradas, incluidas las poseídas por los administradores, superan el 50 % del capital social⁷. Siendo habitual que los accionistas significativos formen parte del consejo de administración a través de los consejeros ejecutivos (representantes del accionista significativo o propuestos por éste) y consejeros dominicales, nos encontramos con una situación en la que el control de la sociedad es estable. Los administradores controlan la junta de forma directa (por título de propiedad o mediante convenios), en términos similares a los que ofrecen sociedades no cotizadas. Por lo tanto, el dibujo de la junta como una suerte de órgano desvalido y falto de orientación no debe aceptarse sin más. En la mayoría de las sociedades cotizadas, el grupo de control cuenta con un poder directo, que no precisa del recurso a la representación.

4. Del renacer de la junta general

- 6 La junta general se ve situada de nuevo en el centro de las reformas de la LSC. De nuevo porque, sobre todo como consecuencia de la adaptación a las Directivas europeas, la LSC presenta en sus más recientes reformas esa modificación del régimen de la junta. A ese impulso se suma el del Anteproyecto, que va a alcanzar una notable importancia. Hace no muchos años, la junta general transitaba por una lánguida existencia. Se hablaba de su declinar o de que se hallaba en una encrucijada normativa, expresiones que trataban de provocar la revisión radical de su papel (incluso de su pervivencia) en la configuración orgánica de las sociedades

⁷ COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, *Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Ejercicio 2012*, disponible en www.cnmv.es, pp. 26 y 27, en donde se destaca que en 2012 y en sociedades con capitalización superior a 1.000 millones de euros, el promedio de capital en manos del consejo ha crecido en 9 puntos, en detrimento de accionistas significativos y capital flotante.

anónimas⁸. El proceso legislativo –el actual y sus precedentes– suponen una radical alteración de la situación, a partir de un propósito de revitalización de la junta general en la sociedad no cotizada y en las cotizadas. No permite este lugar profundizar en las causas de tan evidente cambio, más allá de apuntar el papel que las nuevas tecnologías (páginas web, registros electrónicos, etc.) juegan al respecto, el reconocimiento de nuevos actores en la vida societaria (entre otros, asesores de voto, asociaciones de accionistas, accionistas “*activistas*”, etc.) y, por supuesto, una política legislativa consciente de que un correcto sistema de gobierno corporativo reclamaba devolver a los accionistas, a través del poder de la junta, la primacía sobre la que se asienta el diseño de ese tipo social. La promulgación de la Directiva 2007/36/CE, de 11 de julio de 2007, constituyó un hito para la revitalización de la junta. Un proceso que no ha supuesto una simple devolución de la junta de accionistas al centro del escenario, sino una auténtica reformulación del funcionamiento de ésta. La clave radica en las posibilidades tecnológicas, que, mediante la aceptación del ejercicio de los derechos de los accionistas a esas nuevas oportunidades, comportan también un cambio profundo para la actividad del propio órgano social y para la adopción de acuerdos.

II.- LA CONVOCATORIA DE LA JUNTA GENERAL

1. La satisfacción con el sistema vigente

7 En materia de convocatoria de junta general ha de partirse de la valoración favorable que la propia Comisión hace de la normativa en vigor, para la que propone únicamente “*ligeros retoques*” destinados a reforzar la transparencia y a facilitar la mejor información a los accionistas para el mejor ejercicio de sus derechos. Es un criterio acertado puesto que, como enseña la realidad, la convocatoria ha visto notablemente impulsada su eficacia informativa en virtud de normas

⁸ Baste una concreta referencia a la oportuna iniciativa que se tradujo en AA.VV., *La junta general de las sociedades de capital. Cuestiones actuales*, (Rodríguez Artigas, F. y otros, coord.), Madrid (2009), 461 páginas.

imperativas. Una eficacia que la introducción de la página web (arts. 11 bis y ss. LSC) refuerza. La convocatoria ha dejado atrás en grandes y medianas sociedades su carácter de acto ocasional y de publicidad limitada de simple enunciación de los asuntos a tratar y aspectos precisos sobre la reunión (lugar, hora, etc.). Se convierte en un instrumento de información de especial eficacia, pues a través de ella se ofrece a los accionistas el acceso inmediato a cuantos datos, informes y documentos exige la norma y cualquier información adicional que se juzgue oportuno poner a su disposición. Siendo inestimable que las nuevas tecnologías suponen un considerable avance para la información societaria y la comunicación con los socios, esa eficacia se incrementa con respecto a la preparación de la junta general. Basta con remitir a la extensión y detalle de la convocatoria de cualquier sociedad cotizada para comprobar hasta qué punto su anuncio o publicación hace tiempo que superaron la simple indicación de la fecha y lugar de celebración y del orden del día. La convocatoria es ya, en gran medida, una guía sobre el ejercicio de distintos derechos de los accionistas (cfr. art. 517 LSC) y un incentivo al ejercicio de sus derechos (de completar la convocatoria y presentar propuestas o de información: artículos 519 y 520 LSC).

2. Propuesta de acuerdo y deber de información

- 8 A partir de las anteriores evidencias, no es extraño que, por lo tanto, la propuesta de cambios se haya traducido en una leve modificación del artículo 518 LSC, destinado a las sociedades cotizadas y que afecte a la información general previa a la junta que debe facilitarse conforme los apartados d) y e) de la propuesta del Anteproyecto. En el primero, se pasa a señalar que cualquier propuesta de acuerdo sobre todos y cada uno de los puntos del orden del día deberá integrar la información que la sociedad debe poner a disposición de sus socios y demás interesados a través de la página web. Se quiere evitar así la práctica ocasional consistente en no formular propuestas de acuerdo en relación con algunos puntos del orden del día o que esas propuestas sean publicadas con posterioridad a la convocatoria. La falta de una propuesta de acuerdo sólo se admite, lógicamente, en aquellos puntos del orden del día que

sean “*de carácter puramente informativo*”. En su lugar, se mantiene la exigencia de un informe explicando su inclusión.

- 9 Dado que el propio Informe de la Comisión explicaba que la práctica de no incluir las propuestas de acuerdo junto con la convocatoria había sido usada especialmente en el nombramiento de administradores, el apartado e) del artículo 518 del Anteproyecto pasa a exigir que la información previa referida a este asunto tenga un contenido concreto. Así, cuando la propuesta de acuerdo se refiera al nombramiento, ratificación o reelección de un consejero, desde la publicación del anuncio de la convocatoria deberá incluirse junto con la propuesta correspondiente, la identidad, el currículum del candidato y el correspondiente informe o propuesta de la Comisión de nombramientos.

III.- ASISTENCIA A LA JUNTA GENERAL

1. La justificación de los límites estatutarios al derecho de asistencia

- 10 Una disposición clásica en materia de asistencia a la junta general ha sido la que reconocía a los estatutos sociales la posibilidad de limitar ese derecho a la posesión o titularidad de un número mínimo de acciones. Ante el riesgo de abuso de esa limitación estatutaria, el artículo 179.2 LSC establecía un límite a la autonomía estatutaria de forma que nunca pueda someterse el derecho de asistencia a la tenencia de un porcentaje superior al uno por mil del capital social. Este límite resultaba de aplicación a cualquier tipo de sociedad anónima y, por lo tanto, se adivinaba fácilmente que exigir un uno por mil del capital como requisito para la asistencia en la junta de no pocas sociedades cotizadas resultaría excesivo. La atomización o dilución del capital en este tipo de sociedades podría dar lugar a que dicho límite estatutario dejara fuera de la junta a un elevado número de accionistas.

2. La revisión del límite máximo que atiende a la posesión de acciones

11 La Comisión no ignoró que abolir dicho límite y reconocer con carácter general el derecho de asistencia podría dar lugar a una muy compleja organización de las juntas generales, ante la perspectiva de la afluencia a las mismas de un número tan elevado de accionistas que desde cualquier punto de vista organizativo esa asistencia se convertiría en un problema considerable. De ahí que se optara por mantener la facultad de los estatutos para supeditar la asistencia a la tenencia de un número de acciones, estableciendo como límite máximo en el caso de sociedades cotizadas la posesión de mil acciones. Este límite aparece en el nuevo artículo 521 bis del Anteproyecto y supone una conciliación entre el derecho de asistencia como una de las facultades esenciales de todo accionista y el interés de la sociedad por someter ese derecho a unos límites razonables que hagan posible la organización de la junta también en aquellas sociedades cuya principal característica es la de contar con cientos de miles o incluso, millones de accionistas. El cambio propuesto está llamado a tener una relativa incidencia sobre la situación actual⁹. La limitación de ese derecho debe analizarse conforme al hecho nuevo que supone la posibilidad de una participación a distancia, es decir, de una presencia que no requiere asistencia del socio. Una posibilidad llamada a cambiar de manera tan constante como profunda el funcionamiento de la junta, en especial en las grandes sociedades anónimas, pero también en las sociedades limitadas¹⁰.

⁹ CNMV, *Informe de gobierno corporativo. Ejercicio 2012*, pp. 77-78. Ahí se pone de manifiesto el descenso continuado de número de sociedades que exigen un número mínimo de acciones para poder asistir a la junta. Son excepcionales las que exigen la titularidad de un número muy superior de acciones al que se propone (dos sociedades exigen tener 25.000 acciones). Es una amplia mayoría la que se mueve en cifras cercanas al límite previsto en el artículo 521 bis del Anteproyecto: entre 500 y 1500 acciones.

¹⁰ Al respecto, por todos, v. la reciente aportación de RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "La participación por medios electrónicos en las juntas de la sociedad limitada", RDM 289 (2013), p. 75 y ss.

IV.- VOTACIONES EN LA JUNTA GENERAL

12 En el apartado relativo a como se produce el ejercicio del derecho de voto por los accionistas y la formación de los acuerdos es donde los cambios normativos acogidos en el Anteproyecto tienen un especial alcance.

1. Votación separada de determinadas propuestas de acuerdo

a) Un requisito de transparencia

13 Las muchas materias en las que se reconoce a la junta la competencia para adoptar los correspondientes acuerdos presentan una dispar relevancia para el funcionamiento de la sociedad, los derechos de los socios y los intereses vinculados con la actividad social. La propia LSC es consciente de ello y de ahí que supedita determinados acuerdos a la constitución de la junta con determinados porcentajes de asistencia y también a que el acuerdo se adopte con el respaldo de determinadas mayorías de votos, pudiendo incluso los estatutos elevar los límites legales. Junto a esas medidas, sin embargo, ha lugar a otras inspiradas en ese mismo criterio y que sirvan para tener la certeza de que el pronunciamiento cuenta con una adecuada información de los socios y, al propio tiempo, su voto en relación con un asunto no se ve afectado por el hecho de que la votación correspondiente se agrupe con otros asuntos. Camuflar asuntos conflictivos en los que se prevé una reticencia significativa de los accionistas con otros que, previsiblemente, producen el efecto contrario, no opera en favor de la efectividad de la junta general. Es un principio de transparencia y de buen funcionamiento de la junta general presentar a los socios los acuerdos a adoptar de manera que puedan valorar adecuadamente el contenido de lo que se les propone, y votar en consecuencia. Es esa además una reacción que reclama la propia práctica societaria en la que con frecuencia ciertos asuntos importantes o conflictivos se presentan de manera inadecuada, agrupando la correspondiente propuesta de acuerdo con las referidas a otros asuntos de menor complejidad. Así lo señala el Informe de la Comisión y explica

la redacción propuesta para el artículo 201 bis LSC que supone que ciertos asuntos se voten necesariamente de forma separada.

- 14 No existe un *numerus clausus* a esos efectos, puesto que el artículo 201 bis LSC comienza formulando una regla general y de no sencilla interpretación: “*deberán votarse separadamente aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes*”. Cabe preguntarse si esta última condición no es lo suficientemente clara como para asegurar la correcta aplicación del precepto. Su interpretación gira en torno al adverbio “*sustancialmente*”. Se trata de combatir la práctica conforme a la cual, asuntos que formalmente parecen dependientes, sean votados de forma conjunta cuando la esencia o contenido de tales asuntos son muy distintos. El ejemplo más sencillo es el del nombramiento de los consejeros, cuando existen dos o más vacantes. El simultáneo nombramiento de todos los candidatos se puede querer justificar en la homogeneidad del acuerdo: “*nombramiento de administradores*”. Desde un punto de vista sustancial, el nombramiento de cada uno de ellos es autónomo. Así debe presentarse a la junta para la votación, de manera que los accionistas expresen con libertad su respaldo o rechazo a cada uno de los candidatos. Otro tanto podría argumentarse con respecto a las modificaciones estatutarias. La propuesta de cambiar el valor nominal de las acciones o la de introducir límites máximos al número de votos son acuerdos formalmente coincidentes, pero de dispar sustancia.

b) El acuerdo referido a un administrador

- 15 Quizás sea por la imprecisión de la regla general, pero lo cierto es que el artículo 201 bis LSC se encarga de establecer dos reglas especiales, precisamente en relación aquellos asuntos en los que se viene observando un mayor uso de la votación agrupada. Así, en primer lugar, cualquier acuerdo que afecte a un administrador ha de dar lugar a un voto separado con respecto al mismo. El artículo 201 bis LSC, menciona el nombramiento, la ratificación, la reelección o la separación de “*cada*” administrador. La práctica societaria viene ilustrando que en esta materia no todos los administradores son iguales y que en una misma junta se

produce la llamativa situación consistente en que entre el nombramiento de uno y otro administrador puede haber importantes variaciones en cuanto al porcentaje de capital que lo apoya y, en consecuencia, que lo rechaza. Es además una técnica de votación acorde con el hecho de que en las sociedades los consejeros tienen una diversa implicación y responsabilidad en la marcha de la sociedad. El caso más evidente nos lo ofrecen las sociedades cotizadas y su clasificación de los consejeros en distintas categorías (por ejemplo, ejecutivos o independientes), de manera que el nombramiento o la reelección deben plantearse y acordar de forma individual y separada como procedimiento que asegura una mejor valoración de las características individuales de cada consejero. La votación separada es una práctica elemental de transparencia y, por lo tanto, una expresión de buen gobierno corporativo.

c) Modificaciones estatutarias

16 En segundo lugar, la votación separada se exige para cualquier modificación estatutaria. Es de nuevo una reacción ante prácticas incorrectas. En los cambios estatutarios la heterogeneidad de propuestas reviste al pronunciamiento de la junta (y el voto de cada socio) de una importancia muy variable. Hay modificaciones estatutarias de trámite y de escasa o nula relevancia, frente a otras que son esenciales para los derechos de los socios (o de algunas clases de acciones) o para la organización y el gobierno de la sociedad. En estos últimos casos la votación separada permite a los accionistas ponderar la incidencia que la modificación puede tener sobre sus intereses particulares y sobre el interés social y votar en consecuencia. La votación separada no es necesariamente la relativa a cada uno de los artículos que se modifican. El artículo 201 bis LSC permite que se voten conjuntamente aquellos artículos que normalmente cabe considerar que presentan una dependencia o ligazón por el objeto de su regulación. Es lo que sucede, por ejemplo, cuando se modifican determinados artículos destinados a regular una determinada materia (causas de disolución) o un aspecto orgánico (el funcionamiento del órgano de administración), pero siempre

respetando el criterio general que somete a un voto separado cuando el contenido de uno y otro asunto presenta esa diferencia sustancial.

2. Regulación de los conflictos de intereses y ejercicio del derecho de voto en la junta

a) Una propuesta "intermedia"

17 En la regulación de los conflictos de interés que afectan a un socio o a un accionista la solución propuesta por la Comisión de Expertos ofrece una nota innovadora. Esta característica resulta especialmente trascendente por tratarse de una materia siempre delicada y largamente debatida en la regulación de la junta general. Porque así como la regulación del conflicto de intereses de los administradores hace tiempo que se abordó con especial detalle en nuestra LSA primero, en la LSRL luego, y así pasó a la LSC, en el caso del conflicto que afecta a un accionista el legislador se había mostrado dubitativo. Mientras que en la sociedad limitada se abordaba con relativa minuciosidad esa situación, el conflicto que afectaba al accionista no encontraba respuesta alguna en el régimen de la sociedad anónima, de forma que en cualquier asunto la existencia de un conflicto directo o indirecto no impedía el ejercicio del derecho de voto.

18 La Comisión explica en su Informe con precisión la situación de partida y la necesidad de revisar la situación actual. Entre una solución que obliga a la abstención del socio en función de una regla general como la formulada en el artículo 231-63 de la PCM¹¹ y la solución contraria

¹¹ Dice el citado precepto: "*Conflicto de intereses: 1. El socio no podrá ejercer, por sí o por representante, el derecho de voto que le corresponda en los asuntos en que tenga, por cuenta propia o de un tercero, un interés en conflicto con el de la sociedad. 2. El representante no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a las participaciones o acciones representadas, ni designar a un tercero como sustituto, en aquellos asuntos que se sometan a decisión de la junta en los que se encuentre en conflicto de intereses, salvo que hubiese recibido del representado instrucciones precisas de voto para cada uno de esos asuntos. En todo caso, se entenderá que el representante se encuentra en conflicto de intereses respecto de las siguientes decisiones a) Su nombramiento, reelección o ratificación como administrador. b) Su destitución, separación o cese como administrador. c) El ejercicio contra él de la acción social de responsabilidad. d) La aprobación o ratificación, cuando proceda, de operaciones de la sociedad con el representante de que se trate, sociedades controladas por él o a las que represente o personas que actúen por su cuenta. e) La aprobación de la gestión social que afecte al representante. 3. El socio que*

consistente en no limitar el derecho de voto ante situaciones de conflicto de interés del socio, que podrá ser atacada por medio de la correspondiente impugnación del acuerdo, el Informe ha formulado la que enuncia como vía intermedia que se desglosa en distintas previsiones contenidas principalmente en el artículo 190 LSC.

b) La prohibición del derecho de voto

19 La primera regla pasa por una ampliación del alcance de la prohibición específica de ejercer el derecho de voto. Ampliación que parte de la ya existente prohibición diseñada para las sociedades limitadas que se extiende a la sociedad anónima. Es una prohibición específica porque opera solo con respecto a una lista de asuntos o acuerdos que suponen una reformulación de las hasta ahora existentes, con el matiz que para las sociedades anónimas reclama que cuando (i) el socio haya solicitado la autorización para transmitir acciones o participaciones o (ii) cuando se plantee su exclusión, la prohibición para que el accionista vote sólo será efectiva si así se hubiere contemplado en las correspondientes cláusulas estatutarias que regulan uno y otro asunto.

c) La deducción de las acciones o participaciones afectadas por el conflicto

20 Se mantiene, con la lógica extensión a las acciones, la que cabe describir como una solución técnica plasmada en el artículo 190.2 LSC. Las acciones o participaciones afectadas por la prohibición que deriva de la concurrencia de una situación de conflicto de interés se deducirán del capital social para el cómputo de la mayoría de votos que, en relación con el asunto a resolver, resulte necesario alcanzar para la válida adopción de un acuerdo. La necesidad de esta previsión se adivina con facilidad si tenemos en cuenta que hay situaciones en las que la prohibición puede

fuere administrador en ningún caso podrá votar por sí o por representante en los asuntos que se refieran a la exigencia de responsabilidad, a la dispensa de la prohibición de competencia o al establecimiento con la sociedad de una relación de prestación de cualquier tipo de obra o servicios. 4. Los votos del socio en conflicto de intereses se deducirán del total de los necesarios para la adopción del acuerdo de que se trate”.

afectar a participaciones significativas o mayoritarias del capital de una sociedad. Su simple deducción del capital con derecho a voto podría suponer un bloqueo de la sociedad.

d) Reglas especiales para la impugnación de los acuerdos

21 Comparte el carácter innovador el supuesto contemplado en el apartado 3 del artículo 190 del Anteproyecto. Supone una ampliación material de la disciplina de los conflictos de interés en la junta general, puesto que se contempla una regulación especial para aquellos supuestos en los que se adopte un acuerdo en los que su adopción haya sido posible por el voto decisivo del socio o accionista incurso en un caso de conflicto de interés distinto de los específicamente tasados en el artículo 190.1 LSC. En esos casos, resulta obvio, el conflicto no supone la privación del derecho de voto, pero tampoco nos sitúa ante una situación inocua para el interés social. Porque es la defensa del interés social la que justifica que en caso de impugnación del acuerdo así adoptado se establezca una inversión de la carga de la prueba. La disconformidad del acuerdo con el interés social no deberá ser acreditada por el demandante. A éste sólo se le exige que acredite la existencia del conflicto de interés. Será a la sociedad y, en su caso, a los socios afectados por el conflicto, a quienes corresponda acreditar que el acuerdo respetó o favoreció el interés de la sociedad. Esta regla tiene su propia excepción que cierra el artículo 190.3 LSC, puesto que no será aplicable la citada inversión de la carga probatoria en aquellos acuerdos relativos al nombramiento o revocación de administradores y al ejercicio de acciones de responsabilidad contra ellos. E igualmente, en lo que resulta una formulación más confusa, conforme a la modificación propuesta en el Informe de la Comisión de expertos, la excepción afectará a los demás acuerdos que tuvieran un significado análogo a los que se acaban de citar *“en los que el conflicto de interés no sea transaccional, sino meramente posicional”*. Con el fin de aclarar esta excepción, el Anteproyecto de Ley sustituyó ese inciso final para referirla a aquellos acuerdos *“en los que el conflicto de intereses se refiera exclusivamente a la posición que ostenta el socio en la sociedad”*. Es una

formulación más clara en lo terminológico, pero que suscita también algunas dudas con respecto a lo que supone esa “*posición*”.

e) Modificaciones estatutarias con eficacia desigual y votación separada

22 Finalmente, dentro de la regulación del conflicto de intereses nos encontramos con una propuesta de modificación del artículo 293.2 LSC aplicable a la tutela colectiva de los derechos de los titulares de clases de acciones en la sociedad anónima. La regla actual se refiere a la votación relativa a modificaciones estatutarias que sólo afecten a parte de las acciones pertenecientes a una misma clase y que supongan un trato discriminatorio entre ellas. En ese supuesto, se considerará que cada una de las partes de esa clase constituyen clases independientes (de un lado las acciones afectadas por la modificación y, de otro, las no afectadas). A partir de esa consideración, cada una de esas “*clases*” deberá adoptar un acuerdo separado aprobando la modificación propuesta. Hasta aquí lo existente. La innovación consiste en añadir al citado precepto un criterio de valoración de lo que supone ese trato discriminatorio para las acciones pertenecientes a una misma clase. Esa desigualdad surge cuando la modificación tenga, en el plano sustancial, un impacto económico o político claramente asimétrico para una u otras acciones o para sus titulares. Es una previsión cuya interpretación no resulta sencilla. En primer lugar, por tomar en cuenta modificaciones que afecten “*sustancialmente*” a las acciones o a los accionistas. Lo sustancial es lo más importante de algo. Si pensamos en acciones, parece apuntarse a las modificaciones estatutarias que supongan una incidencia efectiva y precisa en cualquiera de los derechos que acompañan a la titularidad de las acciones afectadas por la modificación estatutaria. Es sustancial la eliminación de un derecho o cualquier forma de restricción de ese derecho. La referencia al impacto “*económico o político*” parece estar pensando en la diversidad de derechos que derivan de la condición de socio (artículo 93 LSC) y en su clasificación como derechos con ese variable contenido. Por otro lado, la existencia de ese trato discriminatorio exige que el impacto de la modificación estatutaria

resulte “*claramente asimétrica*”, en lo que supone la incorporación al lenguaje normativo de la terminología económica tradicional. Lo asimétrico es lo falto de simetría y esta voz encuentra distintas acepciones que permiten entender el propósito del precepto que comentamos si equiparamos lo asimétrico con lo que es desproporcionado o irregular. Éste persigue regular una situación de desigualdad de trato y por ello cabe recomendar la sustitución del término asimétrico por el de “*desigual*”. Finalmente, el artículo 293.2 del Anteproyecto se refiere a las modificaciones con incidencia no sólo sobre las acciones, sino también sobre los accionistas.

3. Cláusulas limitativas del voto

a) La propuesta de continuidad

23 Al hacer referencia sobre el tratamiento que el Informe de la Comisión da a las cláusulas limitativas del voto cabe comenzar por el final: se propone que las cosas sigan como están. Es un apartado extraño, porque quizás sea el único en el que el citado Informe se adentra en el estudio de un aspecto normativo de la junta general (de las sociedades cotizadas en concreto) para no formular propuesta alguna. Cabe seguir elucubrando que fuera precisamente esa continuidad de lo actual la que ha animado a explicar la posición adoptada. El informe opta por justificar por qué no contiene propuesta alguna al respecto.

24 Las cláusulas limitativas del derecho de voto han estado rodeadas en estos últimos años por un conocido cambio de posturas legislativas –que animaron un interesante debate doctrinal– que oscilaban entre su prohibición y su autorización bajo ciertas condiciones. Esta última opción es la actualmente vigente, plasmada en el artículo 527 LSC¹². Conforme a ese precepto, en las sociedades cotizadas cabe introducir en los estatutos limitaciones al número máximo de votos que puede emitir un mismo

¹² En la redacción introducida por la disposición adicional 1.2 de la Ley 1/2012 de 22 de junio.

accionista. Esas limitaciones estatutarias serán ineficaces cuando en virtud de una oferta pública de adquisición se alcance por el oferente un porcentaje igual o superior al 70% del capital de la sociedad. Este requisito no rige para aquellos oferentes que no estuvieran sujetos a medidas de neutralización similares a las cláusulas limitativas o que no las hubiera adoptado. Es una cautela tomada del régimen de las OPAs, recelosa de una utilización entre empresas que están en una dispar situación normativa en lo que se refiere a la posibilidad de provocar cambios de control por medio de esa temática.

25 El problema principal que plantea el análisis objetivo de las cláusulas limitativas es el de haberse visto protagonizado algunas de las contiendas societarias más relevantes y arduas vividas en los mercados de valores españoles en el periodo reciente. De ahí que se hable de “*circunstancias coyunturales*”¹³ en la reforma del artículo 527 LSC introducida en 2012. Cualquier nueva modificación del régimen de estas cláusulas limitativas corre el riesgo de ser vista como el alineamiento del legislador con alguna de las partes en conflicto. Es probable que ese cambio provocará la reapertura del intenso debate político, empresarial y doctrinal que suscitaron los cambios en esta materia no hace tanto. Entre nosotros, el “*fulanismo*” también alcanza cuestiones normativas complejas, que en lugar de ser objeto de un análisis profundo y objetivo de sus pros y contras, se despachan en función de a quien favorecen o perjudican en el momento de la adopción. La Comisión de expertos parece haber optado por una solución prudente. Sin embargo, no estoy seguro de que sea una solución acertada.

26 En éste y en otros muchos aspectos es de desear que nuestro Derecho de sociedades adopte las soluciones desde una perspectiva general y objetiva más allá de sus efectos inmediatos o particulares. Los factores coyunturales no deben condicionar esa labor. Las cláusulas limitativas han merecido una intensa crítica. Es incuestionable que uno de sus principales efectos es que una medida de defensa de la minoría ha

¹³ Expresión que usa el propio Informe de la Comisión de expertos, página 22.

terminado convirtiéndose en una eficaz protección para los tenedores del control de una sociedad, figurando los administradores entre los principales beneficiarios de la disuasión que comporta adquirir acciones carentes del principal derecho político. Es igualmente notorio que el uso que se ha hecho de esas limitaciones ha sido excesivo, pues tal circunstancias se advierte en algunos porcentajes limitativos del derecho de voto. Se invoca con frecuencia el principio *one share, one vote* para cuestionar la validez de esas limitaciones. No estoy seguro de que tal principio esté asentado en nuestro Derecho de sociedades cotizadas con el alcance que del mismo se proclama. Si me parece más claro que a través de esas limitaciones se produce una vulneración del principio de igualdad de trato explícitamente acogido en el artículo 97 LSC. En condiciones normales, los accionistas que detentan, respectivamente, el 9% y el 18% del capital de una misma sociedad están en condiciones idénticas en cuanto a los derechos que se les reconocen y al ejercicio de los mismos. Limitar, por ejemplo, en el 10% del capital el número máximo de votos que pueden ejercerse supone que el primer accionista puede utilizar la totalidad de su paquete para participar en las decisiones de la sociedad, mientras que en segundo ve limitada su capacidad a la mitad. La disparidad es manifiesta: en términos de inversión y control.

b) A favor de la prohibición de estas cláusulas

27 Por esas y otras razones creo que la solución adecuada pasaba por acoger la prevista en el artículo 282-3 de la PCM, que reitera la solución prohibitiva para ese tipo de cláusulas estatutarias en las sociedades cotizadas y las declara nulas de pleno derecho. Más allá del argumento coyuntural, no es convincente la justificación que parece apuntar el Informe de la Comisión de Expertos a favor de mantener la solución actual en nuestra legislación societaria y que, en síntesis, vendría dada por las diversas excepciones que en el Derecho comparado o en la práctica societaria dan lugar a la ruptura de la proporcionalidad entre capital y voto. Una medida que se considere desacertada no se justifica por la existencia de otras que comparten el mismo error de planteamiento. Tampoco es un argumento válido que pueda destacar la

disparidad de soluciones que se producirían entre la posición de las sociedades españolas si se las prohibieran ese tipo de cláusulas y las de otras sociedades similares que operan en otros mercados y cuyos accionistas de control y administradores cuentan con esa y otras medidas similares. No hay en esa discriminación ninguna consecuencia positiva para los principios esenciales del buen gobierno y la buena regulación de los mercados corporativos, que tanto desde el punto de vista de la protección del inversor y de los derechos de propiedad, como desde la transparencia reclaman la desaparición de esas cláusulas.

28 Como se ha indicado de manera expresa, la anterior reflexión se proyecta sobre el tratamiento que a esa cuestión debe darse por parte del Derecho de sociedades. La supresión de las citadas cláusulas limitativas no puede equipararse a un desarme ante operaciones objetivamente hostiles para los intereses generales. Frente a ellas, el ordenamiento puede diseñar medidas de ordenación sectorial o de control administrativo que impidan la toma de participaciones relevantes por inversores que amenacen la estabilidad de la sociedad y, con ello, los intereses generales vinculados con esa actividad. Los ordenamientos sectoriales están plagados de ejemplos de ese tipo de medidas, que no es al Derecho de sociedades al que corresponde ofrecer, ni siquiera de manera indirecta. La adquisición de una participación significativa que amenace la posición de control no es, por sí misma, una operación hostil para el interés social.

4. Fraccionamiento del voto y voto divergente

a) La generalización del voto fraccionado

29 En materia de fraccionamiento del voto se propone una modificación aparentemente reductiva del artículo 524 LSC, pero que tiene un alcance cualitativo que no puede desconocerse. Advértase el cambio que se produce entre la rúbrica vigente de ese precepto (*“Relaciones entre el intermediario financiero y sus clientes a los efectos del ejercicio de voto”*) y la que se propone (*“Delegación de la representación y ejercicio de voto por parte de entidades intermediarias”*). Desaparece como protagonista

del voto divergente el “*intermediario financiero profesional*” del que habla el artículo 524.1 LSC y la relación entre ese intermediario y sus “*clientes*” y se sustituye por la que mantienen “*entidades*” que son accionistas de una sociedad cotizada y sus socios. Asistimos a una generalización de una posibilidad que hasta ahora estaba legalmente reservada a los intermediarios financieros. El Informe dice que “*debe admitirse con carácter general en nuestro sistema*” el voto divergente para aquellas entidades que aparecen como accionistas pero que actúan por cuenta de distintas personas. La generalización no se refiere a las sociedades de capital, puesto que el voto divergente se reconoce sólo para las sociedades cotizadas. A lo que apunta es a los protagonistas de esa posibilidad, que dejan de ser intermediarios financieros (es decir, instituciones sometidas a un estatuto especial y que mantiene la participación en el marco de su actividad profesional ordinaria), y pasan a ser, simplemente, “*entidades*”. No se explica la razón que imponga esa admisión y los perfiles de los supuestos beneficiarios tampoco se explican con claridad.

b) Los fundamentos del fraccionamiento del voto

30 El voto divergente plantea un problema simple en relación con el ejercicio del derecho de voto, tal y como se han encargado de ilustrar las cualificadas aportaciones doctrinales al respecto¹⁴. El artículo 93 LSC dice que, entre otros, el socio tendrá el derecho de votar en las juntas generales. Ese derecho, sin embargo, no es personal, sino que viene dado a través y en proporción a la participación en el capital social. Es un derecho que, como otros, al accionista se lo atribuyen las acciones de las que sea titular (art. 94.1 LSC). Un derecho cuyo ejercicio puede delegarse en un representante. Son muchas las expresiones dentro de la LSC de esa ilustración, entre las que cabe citar las mayorías que se computan con respecto al capital o la existencia de acciones (no los accionistas) sin voto. Sentada esa regla, la cuestión fundamental es si en relación con un

¹⁴ V. la cualificada exposición de MENÉNDEZ, A., “El voto divergente en las sociedades de capital”, en AA.VV., *Estudios García Villaverde*, t. II, Madrid (2007), p. 955 y ss. con amplias referencias a la bibliografía precedente.

acuerdo el accionista puede utilizar parte de sus acciones para ejercitar determinados derechos en un sentido, a la vez que usa otra parte para votar en sentido contrario. Es una divergencia que se ampara en la variedad de derechos de voto derivados de las acciones, pero que presentan a su titular como un actor contradictorio. En principio, la regla básica es que un accionista no puede fraccionar su participación para votar en sentido divergente un mismo acuerdo. A partir de ahí surgen hipótesis que llevan a modular esa regla en función de una serie de situaciones. La primera es la de la representación. No parece existir problema en aceptar, por ejemplo, que un accionista vote a favor de un acuerdo con los votos que atribuyen sus acciones, a la vez que se pronuncia en contra con los votos que comportan las acciones representadas por así haberle instruido su titular¹⁵. La situación se complica en el caso de las sociedades cotizadas con la aparición de una serie de accionistas que lo son en función de su actividad profesional. En esta categoría cabe citar a los intermediarios financieros e inversores institucionales. La simultánea gestión de una pluralidad de patrimonios o de inversiones colectivas sitúa con frecuencia a esos sujetos ante la necesidad de atender instrucciones contradictorias de sus clientes en relación con la votación de un mismo asunto. Son quienes aparecen registrados como accionistas -titulares además de participaciones significativas- pero lo son por cuenta de otros. Esa disparidad entre titularidad formal y real la explica de forma precisa el Informe de la Comisión y fue la que animó el reconocimiento a favor de los intermediarios financieros del voto divergente¹⁶. Es una medida acertada desde el punto de vista de la revitalización de la junta, puesto que de no permitirse el fraccionamiento y divergencia en ese derecho el riesgo que se corre es el de bloquear esas participaciones. Ante las posturas contrapuestas de sus clientes en relación con un determinado asunto, el

¹⁵ V. SÁNCHEZ CALERO, F., "Presente y futuro de la junta general: propuestas y reforma", en *La junta general de sociedades de capital cuestiones actuales*, Madrid 2009, Academia Matritense del Notariado p. 121 y ss. y BOQUERA MATARREDONA, J., "La reforma del régimen de la representación del accionista en la junta general de las sociedades cotizadas", Cuadernos de Derecho y Comercio 57 (2012), p. 105 y ss.

¹⁶ Tal reconocimiento se produjo especialmente por medio del artículo 13 de la Directiva 2007/36/CE de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (DOUE L 184, de 14 de julio de 2007, p. 17 y ss.).

intermediario/accionista optará por no participar en la junta. Si ese absentismo lo comparten los varios intermediarios/accionistas presentes en una misma sociedad, un porcentaje sustantivo del capital se alejará de la toma de decisiones.

31 Volviendo a nuestra reforma y en cuanto a la necesidad de la medida, el Informe alega la coherencia con la actual Recomendación 6ª del Código Unificado. La primera consideración que suscita este tránsito desde lo recomendado a una norma imperativa es siempre la de su justificación. Más clara aparece la dudosa validez del precedente. Esta Recomendación se diseñó ante el vacío normativo¹⁷. Constituyó un acierto acoger una opción ya prevista en el ordenamiento europeo, aunque la desconociera la LSA entonces vigente. En todo caso, esa Recomendación resultaba plenamente coherente con el régimen legal plasmado en el artículo 524 LSC¹⁸. En aquella Recomendación se aconsejaba permitir el fraccionamiento del voto a favor de “*intermediarios financieros... que actúen por cuenta de clientes distintos*”, es decir, en un supuesto afín al descrito el artículo 524.1 LSC. La propuesta de modificación del artículo 524 LSC implica una alteración del supuesto, sobre todo por la generalización de esa posibilidad de ejercicio de voto fraccionado y, en su caso, divergente.

c) Las entidades intermediarias

32 La interpretación de la modificación acogida en el artículo 524 del Anteproyecto debe arrancar del significado del término “*entidades*” (apartado 1) o “*entidades intermediarias*” (apartado 2). Parece apuntarse a una persona jurídica que ocupa una posición instrumental entre la sociedad emisora de las acciones y los titulares reales de éstas. Porque se parte de que es la entidad la que aparece legitimada como accionista en

¹⁷ La introducción de la Recomendación 6ª la justificaba el Código Unificado en su página 16 en los siguientes términos: “*Se trata de una posibilidad que el Código quiere promover y que ya es admitida por numerosas sociedades españolas, aunque no esté contemplada de forma expresa en la Ley de Sociedades Anónimas*”.

¹⁸ El citado artículo 524 fue añadido por el artículo 2.3 de la Ley 25/2011, de 1 de agosto.

virtud de los registros contables, pero que actúa por cuenta de diversas personas. Aquella aparece como el accionista directo (ante la sociedad, ostenta tal condición), mientras que éstos son accionistas indirectos. El ejercicio del derecho de voto debe adaptarse a esa situación.

- 33 En principio, parece que una simple sociedad limitada pudiera encuadrarse en esa definición de entidad intermediaria. El voto correspondiente a la sociedad debería poder asignarse a cada uno de sus socios en proporción a su participación en el capital social. Asignación que reclama, además, que se acredite que esa entidad “*actúa por cuenta de diversas personas*”. Esta es una circunstancia de hecho que debe ser acreditada, como presupuesto para que la posibilidad del voto divergente cobre efectividad. En el caso de los intermediarios financieros o instituciones de inversión colectiva, esa circunstancia se presume. La actuación por cuenta de los clientes deriva de su propio estatuto legal. En estos casos a favor de la naturaleza instrumental o intermediaria jugará que esa entidad sea tenedora, exclusivamente, de esa participación en una sociedad cotizada y que la gestión de esa inversión conforme a las instrucciones de sus socios resulte de sus estatutos, pactos parasociales o cualquier otra expresión contractual que someta el ejercicio de los derechos como accionista en la sociedad cotizada a las instrucciones de sus socios: éstos son los titulares reales (aunque lo sean indirectamente o como últimos beneficiarios). Sin adentrarnos en un extenso casuismo, la acreditación de esa naturaleza intermediaria es algo que deberá ser reconocido por la sociedad. Tal reconocimiento debiera producirse en un primer momento con ocasión de los trámites destinados al reconocimiento del accionista legitimado para asistir (cfr. art. 189 LSC). Esto no precisa de trámite alguno con respecto a intermediarios financieros (la gestora de instituciones de inversión colectiva, la de carteras, etc.), de cuyo estatuto se desprende, como regla general, que tienen la condición de gestores de los intereses de sus clientes (los accionistas indirectos o finales) y cuyas instrucciones pueden determinar la necesidad de un ejercicio fraccionado del voto. Más imprecisa es la asistencia y actuación de esas intermediarias no financieras. La posibilidad del fraccionamiento del derecho de voto que deriva de su

participación parte de la existencia de que esa entidad es accionista “*por cuenta de diversas personas*” (art. 524 del Anteproyecto). Esa condición deberá ser declarada en la fase previa a la junta y reconocida por la sociedad. Como consecuencia de ese reconocimiento, en segunda instancia, el reconocimiento de la aptitud de ese accionista intermediario se materializa en el acto de la junta general. Es durante el desarrollo de ésta cuando el fraccionamiento del voto se hace posible como presupuesto para que una misma participación en el capital permita a su titular ejercer el derecho de voto de forma divergente en relación con uno o varios acuerdos. El ejercicio de esa opción se ve sometido en los estatutos y reglamentos de junta general de algunas sociedades, al criterio del presidente de la misma. La actuación de la sociedad y de sus representantes en la fase previa de la junta y en su desarrollo en materia de fraccionamiento del voto debe estar presidida por criterios objetivos de actuación, descartando una conducta arbitraria que desemboque en la aceptación o rechazo del voto fraccionado en función de quien pretenda utilizarlo.

d) Fraccionar para divergir

34 El fraccionamiento del voto se admite sólo como paso previo a la divergencia en su uso. Las instrucciones diversas de los clientes o accionistas indirectos obligan a fragmentar una participación en función de la cuota que a cada uno de éstos se reconoce en la participación que “*comparten*” en el capital de la sociedad. Para los intermediarios financieros, el fraccionamiento del voto será la regla habitual. La pluralidad de clientes implicados en esa inversión/participación es la circunstancia que permite prever posiciones variadas y abiertamente contradictorias a la hora de votar sobre la gestión y aplicación de resultados de una sociedad cotizada o la retribución de sus administradores, por citar los asuntos que provocan una mayor variedad de criterios. Otra cosa será la discrepancia que aflora en entidades intermediarias no financieras. En éstas, el fraccionamiento del voto de su participación expresa discrepancias en ámbitos de inversión más reducida. El ejemplo típico es el de la sociedad que agrupa la

participación de los inversores pertenecientes a una misma familia (entendida en sentido amplio). El voto divergente en la junta de la sociedad participada suele ser el anuncio de discrepancias profundas en la propia entidad intermediaria.

- 35 El fraccionamiento del voto no es una medida autónoma. La norma no autoriza en todo caso y como regla general el fraccionamiento del voto que corresponde a cada cliente o accionista indirecto. El fraccionamiento no es necesario y por lo tanto no opera para un ejercicio concurrente del derecho de voto. Recurrir al voto fraccionado no es una facultad de la propia entidad intermediaria (el accionista directo), sino una derivación de su naturaleza fiduciaria, que somete el ejercicio del derecho de voto a los intereses ajenos que gestiona. La admisión del fraccionamiento del voto se produce como presupuesto de un voto divergente, como solución que trata de adaptar el derecho de voto a la propia titularidad real o final de la participación. Si los accionistas indirectos no ven traducidas sus instrucciones en un ejercicio concreto del voto, la efectividad de sus derechos se ve cuestionada. Esto sucede en perjuicio de todos sus partícipes cuando la entidad intermediaria debe optar por abstenerse (ante la divergencia interna), o cuando atiende sólo las instrucciones de algunos de ellos y desatiende las de otros (que son los perjudicados). De manera que si dos o más partícipes o socios de esa intermediaria expresan su divergencia en relación con uno o más asuntos, el fraccionamiento está justificado. Al igual que cuando la divergencia no nace de una contradicción absoluta de las instrucciones, sino de la opción a favor de abstenerse que solicitan algunos accionistas indirectos, a diferencia de los que instruyen para que se vote a favor o en contra. La justificación del fraccionamiento del voto desaparece allí donde no se dan esas instrucciones. Si todos los accionistas comparten una misma instrucción, el voto es único.

e) Fraccionar con respecto a un acuerdo

- 36 La solicitud del ejercicio fraccionado del derecho de voto no se plantea con relación a la celebración de la junta general, sino con respecto a cada

uno de los acuerdos para los que se solicita el voto de los accionistas. Este hecho reviste al voto fraccionado de una complejidad en su aplicación práctica que no es desdeñable. De ahí que sea previsible que su admisión se traduzca en una adecuada contemplación en los estatutos y reglamentos corporativos, tanto con respecto a su planteamiento, como a su ejecución. Parece que el fraccionamiento vendrá determinado por las discrepantes reacciones de los accionistas indirectos ante la convocatoria y que esa situación requiere de la entidad intermediaria una previa advertencia a la sociedad participada. Pero puede imaginarse que la discrepancia se plantea en un momento posterior, durante la propia junta. Admitir el ejercicio sobrevenido del voto divergente puede encontrar alguna resistencia. Por otro lado, el de voto es un derecho cuyo ejercicio puede verse precedido por el de otros derechos de los que suele decirse que son instrumentales o accesorios de aquél. La norma permite un ejercicio fraccionado sólo del derecho de voto, pero las mismas justificaciones de esa solución deberían inspirar su extensión en relación con los otros derechos políticos del accionista. Un primer ejemplo lo encontramos en el de información o en el de proponer acuerdos. Otro, con los derechos posteriores a la adopción del acuerdo (son clásicas las menciones al derecho de separación y al de impugnación).

f) El accionista indirecto como delegado del accionista directo

37 La nueva formulación que se propone para el voto divergente se completa con la autorización de que las diversas posiciones de los accionistas indirectos se transformen en la correspondiente delegación del voto que correspondería a la entidad intermediaria. Se produce de esta manera un ciclo completo: si hay unos accionistas indirectos que se relacionan con la sociedad a través de un intermediario común que aparece como accionista directo, la delegación del voto por éste en sus clientes o dueños supone el ejercicio directo del derecho por su titular real o último beneficiario. El artículo 524.2 del Anteproyecto LSC abre la puerta a esta posibilidad y lo hace advirtiendo que la delegación puede ser también a favor de terceros designados por los accionistas indirectos. Es una situación llamativa, pues supone que quien suele actuar como

representante habitual y gestor de los accionistas indirectos se vea obligado a nombrar un representante ocasional. Nombramiento que será dirigido por los inicialmente representados (los accionistas indirectos) por quien ahora tiene que nombrar un nuevo representante. Es un supuesto que reclama mayor precisión a la hora de definir el papel de estos delegados. En especial porque su apoderamiento o delegación se entiende que operará sólo para el ejercicio del voto en relación con el asunto en el que se haya puesto de manifiesto el criterio divergente entre dos o más accionistas indirectos. Situación que genera alguna duda en cuanto a su compatibilidad con el sistema general de representación del accionista, que se ha diseñado para la asistencia a la junta (art. 184 y ss. LSC) y no para un asunto concreto. Puede llegar a entenderse que esa delegación específica que establece el artículo 524.2 LSC ofrece un escenario afín al de la revocación de la representación. No es el representado el que asiste personalmente a la junta (cfr. art. 185 LSC), pero sí un nuevo representante designado *ad hoc* con relación a un concreto asunto. Para la sociedad cotizada y para la mesa de la junta general no resulta sencillo seguir estos cambios en la representación de un mismo accionista. La solución también se vislumbra compleja, pues no es imaginable que el interés de un accionista indirecto por comparecer en la junta y votar en un concreto asunto desemboque en su condición de representante de la entidad intermediaria para toda la junta.

g) Los efectos del reconocimiento del voto divergente

38 El reconocimiento a favor de las entidades intermediarias de la posibilidad de que se fraccione el voto entre sus socios y que éstos puedan votar en sentido divergente no deja de abrir otras cuestiones, que aquí basta con apuntar. La primera es la de si el voto divergente no puede ser la vía para introducir una discriminación entre accionistas allí donde existan cláusulas limitativas del número máximo de votos¹⁹. La segunda

¹⁹ Un ejemplo que ilustra esa idea: en una sociedad cotizada, A tiene un 8% del capital. La entidad intermediaria B (cuyo capital comparten por tercios tres miembros de una misma familia) tiene un 15 %. La limitación estatutaria del número máximo de votos está en un 5 % del capital. Alegando que B es accionista por cuenta de sus socios, se reconoce el fraccionamiento del derecho de voto y la posibilidad de ejercerlo conforme a sus

consideración lleva a vincular el fraccionamiento del derecho de voto con aquellas situaciones en las que la tenencia de una determinada participación en el capital (y la consiguiente tenencia de derechos de voto) da lugar a la aplicación de normas imperativas, limitativas o prohibitivas. La enunciación puede ser amplia, con lo que nos limitaremos a algunos supuestos ilustrativos. El primero lo depara la aplicación del artículo 42.1 C de c. a partir de la existencia del control. Si una “*entidad intermediaria*” conforme al artículo 524 LSC del Anteproyecto detenta la mayoría de los derechos de voto en una sociedad cotizada, ello obliga, en principio, a la consideración de que aquella es una sociedad dominante obligada a la formulación de cuentas consolidadas del grupo. Ahora bien, si se considera que esa participación se detenta por cuenta de dos o más socios de aquella entidad, el control y el consiguiente deber contable se dirá que decaen como consecuencia del fraccionamiento del derecho de voto. El mismo argumento servirá cada vez que se quiera aplicar una norma que parte de la existencia de una relación de grupo entre la repetida entidad y la sociedad participada. Otro supuesto lo ofrecen los deberes legales de hacer o de abstención. Cabe pensar en deberes de notificar o comunicar o en la prohibición de adquirir salvo que se cumpla una condición legalmente establecida. Que una sociedad cotizada recoja en sus estatutos la posibilidad de voto fraccionado y divergente servirá para negar que los socios de una entidad intermediaria protagonicen una acción concertada. Esa misma previsión incide sobre el ejemplo de las reglas en materia de conflicto de intereses y derecho de voto anteriormente analizadas.

V.- ADOPCIÓN DE ACUERDOS EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA

1. El cambio de la regla de la mayoría

39 El Informe presenta en relación con el cómputo con las mayorías de voto una breve modificación del artículo 201 LSC, que tiene sin embargo un

respectivas instrucciones. Si todos ellos o, al menos, dos, comparten esas instrucciones, puede entenderse que la limitación estatutaria no afecta a B (e indirectamente a sus socios).

significativo alcance. Esto último resulta de que nos encontramos ante una de las reglas esenciales para el funcionamiento de la junta general de la sociedad anónima, cuál es la que determina cómo se calcula la mayoría que permite entender válidamente adoptado un acuerdo social. La regla es aplicable a todo tipo de sociedades de capital, lo que la reviste, en suma, del significativo alcance ya apuntado tanto desde un punto de vista cualitativo como cuantitativo.

40 En la redacción vigente, el artículo 201.1 LSC dice que los acuerdos sociales se adoptarán “*por mayoría ordinaria*” de los votos de los accionistas presentes o representados. Esa terminología no zanjaba el debate clásico en torno a si el cómputo debía hacerse sobre la base de la mayoría relativa (mayor número de votos a favor que en contra) o de la mayoría absoluta (el acuerdo se adopta con más de la mitad de los votos presentes o representados). Tras varias consideraciones generales y referencias al debate en esta materia, la modificación que propone el Informe con carácter general consiste, lisa y llanamente, en sustituir mayoría “*ordinaria*” por mayoría “*relativa*” en el artículo 201.1 LSC, ocupándose de definir esta última. La mayoría relativa significa que, partiendo del capital presente o representado en la junta, el acuerdo se entiende adoptado cuando haya más votos a favor que en contra.

2. Mayorías reforzadas

41 La regla especial supone modificar ese criterio de cómputo de la mayoría en relación con la adopción de los acuerdos de especial importancia, es decir, aquellos que enuncia el artículo 194 LSC. En relación con esos asuntos el cómputo de la mayoría reforzada exigida para la adopción de acuerdos parte de la necesidad de una mínima concurrencia. Ésta se mide con referencia al capital social y da pie a dos soluciones que se clarifican en la propuesta de modificación del artículo 190.2 LSC que incluye el Anteproyecto. La primera no modifica la regla vigente que formula el primer inciso del artículo 201.2 LSC. Así, cuando el capital concurrente a la junta (presente o representado) oscile entre el 25 y el 50 %, será necesario el voto favorable de los dos tercios del capital concurrente. La

novedad radica en la adición de un nuevo inciso conforme al cuál cuando el capital concurrente supere el 50 %, el acuerdo quedará aprobado por mayoría absoluta, esto es, cuando voten a favor más de la mitad de los votos presentes o representados.

3. Reconocimiento de la autonomía estatutaria

42 Se mantiene la autonomía de la voluntad en la fijación de estas mayorías, de forma que los estatutos podrán elevar las legalmente previstas (art. 201.3 LSC). Una elevación que suele hacerse en función de la estructura del capital de una sociedad.

VI.- DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS

43 El Informe introduce algunos cambios en el derecho de información de los accionistas, tanto con carácter general (modificando el art. 197 LSC), como en la regulación especial de las sociedades cotizadas (modificando en consecuencia el art. 520 LSC). Esas modificaciones parten de una consideración general a favor de la adecuación de la disciplina de ese derecho en nuestro ordenamiento, lo que justifica que su revisión por la Comisión se limitara a completar determinados aspectos referidos a algunas de las modalidades legalmente previstas para el ejercicio del derecho de información.

1. El abuso del derecho de información y la limitación de la acción de impugnación

44 Se considera que el derecho de información previo a la junta que debe ser atendido por escrito, enlaza directamente con el interés de todo accionista por formarse una opinión que le permita el adecuado ejercicio de sus derechos durante la junta. Por lo que se refiere al derecho de información ejercitado durante la junta general, resulta objeto de algunas modificaciones destacables. La justificación de los cambios radica en considerar que ese ejercicio del derecho coincidente con el desarrollo de la junta general presenta unos perfiles propios que permiten cuestionar

su contenido estrictamente informativo cuando de su ejercicio resulta que lo que anima la intervención del accionista no es tanto conocer, sino cómo también formular sus propias opiniones sobre la evolución de la sociedad. Puede decirse que el derecho de información es el preámbulo del derecho de la crítica por el accionista. Se apunta también, con acierto, que la no atención del ejercicio de ese derecho en el propio momento de la junta no comporta una vulneración o infracción, toda vez que la Ley permite responder a la solicitud de información en forma escrita y dentro de los siete días siguientes al de la terminación de la junta. En lo que pueda ser una argumentación polémica, el Informe continúa advirtiendo que esa forma de solicitar información por parte del accionista tiene propósitos que cabe cuestionar desde el punto de vista de la buena fe²⁰. El ejercicio de esa forma de solicitar información pretende, según advierte el Informe, “*la impugnación de los acuerdos*” y que “*la experiencia práctica*” pone de manifiesto que “*muchas veces*” se persiguen propósitos extraños al derecho del accionista de informarse y se está ante un comportamiento abusivo que persigue “*crear artificialmente un motivo de impugnación*”. Como quedó señalado, es discutible proponer soluciones normativas a partir de determinadas experiencias, siempre susceptibles de valoraciones contradictorias. Aunque pueda compartirse que el derecho de información es aquél cuyo ejercicio se desliza con mayor frecuencia hacia un ejercicio ilícito (cuya mejor evidencia son las múltiples cautelas y límites que la legislación ha adoptado con respecto al mismo), sería conveniente respaldar la solución que se propone con la referencia a la propia jurisprudencia, en la que es mayoritaria la desestimación de las demandas de impugnación de acuerdos basadas en la infracción de aquel derecho.

- 45 En cualquier caso, la invocación de esa experiencia es la que termina justificando la principal novedad relativa a ese derecho de información durante la junta, al establecer el propuesto artículo 197.5 LSC contenido en el Anteproyecto que su vulneración permitirá reclamar daños y

²⁰ FUENTES NAHARRO, M., El accionistas ‘depredador’. Un acercamiento a la figura y su problemática a partir de la experiencia comparada”, *RDBB* 31 (2012), p. 7 y ss., que ofrece un cuidado estudio de estas conductas abusivas.

perjuicios causados al accionista, “*pero no será causa de impugnación general*”.

2. El plazo de ejercicio del derecho de información en sociedades cotizadas

46 Por lo que se refiere al derecho de información en las sociedades cotizadas, el ejercicio previo a la junta del derecho de información se ve afectado en cuanto al plazo. En lugar de cerrarse esa posibilidad el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la junta, en el caso de las sociedades cotizadas, deberá atenderse cualquier solicitud presentada hasta el quinto día anterior. La reducción de ese plazo está inspirada en la PCM (art. 231-68), pero se ha aceptado sólo con respecto a las sociedades cotizadas. El argumento, que cabe compartir, es que en la fase de preparación de la junta la capacidad de responder a las solicitudes requiere una determinada organización y capacidad, que así como suele ser característica propia de las sociedades cotizadas (habituadas a un regular y constante suministro de información), no se observará en muchas otras sociedades anónimas de menor dimensión.

3. La relevancia informativa de la página web

47 La segunda reforma destacable en relación con las sociedades cotizadas supone una mejora de la solución actual, sobre todo con respecto a las respuestas dadas a través de la página web de la sociedad. A tal fin, el propuesto artículo 520.2 LSC remite a dicha página web como contenidos necesarios tanto las solicitudes de información que se hubieren realizado por escrito, como las contestaciones facilitadas por esa misma vía por los administradores. Esa publicidad singular ofrece una nueva perspectiva para la regla que formula el artículo 520.3 del Anteproyecto (que continúa el actual 520.2 LSC) y que autoriza a los administradores dar respuesta a una solicitud de información por medio de la remisión a la información que ya se hubiera podido facilitar bajo el formato general pregunta-respuesta o como consecuencia particular de una previa

solicitud sobre el mismo asunto cuya respuesta ya consta en la página web.