



*Documentos de Trabajo del Departamento de
Derecho Mercantil*

2015/93

Julio 2015

**FUNCIÓN Y FUNCIONAMIENTO DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS:
VIEJOS Y NUEVOS PROBLEMAS**

Juan Sánchez-Calero y Alberto J. Tapia

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
alberto.tapia.hermida@der.ucm.es

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

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

Copyright © 2015 Por los autores

**FUNCIÓN Y FUNCIONAMIENTO DE LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS:
VIEJOS Y NUEVOS PROBLEMAS***

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

RESUMEN: El propósito de este Estudio consiste en examinar el papel de la junta general de accionistas tras la reforma de la Ley de Sociedades de Capital por parte de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre. Partiendo de la base del mantenimiento de la junta como órgano deliberante soberano, nos preguntamos si las últimas modificaciones de su regulación son eficientes para lograr los dos objetivos básicos de lograr: “ad extra”, la intervención más efectiva de la junta en la actividad social y, en especial, en el control del órgano de administración y, “ad intra”, la mayor participación de los accionistas en la junta y, en especial, el ejercicio efectivo de sus derechos políticos básicos. En función de estos dos objetivos analizamos si son eficientes la ampliación de las competencias de la junta, las modificaciones del derecho de información y de los

* Texto de la presentación de los autores bajo el título *Función y funcionamiento de la Junta General de Accionistas: Viejos y nuevos problemas* / “*The function and operation of the General Meeting: old and new problems*” en el XII Seminario Harvard-Complutense *Corporate and Financial Law Problems: a trasatlantic perspective*, celebrado en la Harvard Law School los días 6, 7 y 8 de noviembre de 2014, con el patrocinio de Banco Santander, Ilustre Colegio Notarial de Madrid y Telefónica de España.

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

Una revisión actualizada del mismo se publicará en la RDBB en el primer semestre de 216.

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

derechos de participación (asistencia y voto) de los accionistas y, en especial las modificaciones de la intervención de la junta general en la remuneración de los administradores y las limitaciones del derecho de impugnación de los acuerdos de la junta general.

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

ABSTRACT: The purpose of this study is to examine the role of the general meeting of shareholders following the reform of the Corporations Act by the Act 31/2014, of December 3. Assuming the maintenance of the general meeting as a sovereign governing body, we wonder if the latest amendments to its regulation are efficient to achieve the two objectives of achieving: "ad extra", the most effective intervention of the general meeting in social activity and, in particular, in the control of the board of directors and "ad intra", a greater participation of shareholders at the meeting and, in particular, effective exercise of their basic political rights. Assuming these two objectives, we analyze whether extension of the powers of the general meeting, amendments to the right to information and participation rights (attendance and voting) shareholders and especially the amendments to the intervention general meeting on the remuneration of directors and limitations of the right to contest the resolutions of the general meeting are efficient.

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

SUMARIO

| | |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. PROPÓSITO DE ESTE ESTUDIO: ¿POR QUÉ ES OPORTUNO ANALIZAR DE NUEVO EL PAPEL DE LA JUNTA GENERAL? | 6 |
| 1.1.La Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo. | 6 |
| 1.2.El mantenimiento de la Junta general de accionistas como órgano deliberante soberano. | 9 |
| 1.3.La búsqueda de la eficiencia de la junta para lograr dos objetivos complementarios. | 10 |
| 1.4.La contribución del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas a una regulación más eficiente de la junta general. ... | 11 |
| 2. CONTEXTO DE ESTE ESTUDIO: ¿CUÁLES SON LOS CONDICIONAMIENTOS ESENCIALES DE LA JUNTA GENERAL? LA JUNTA GENERAL COMO ESCENARIO DEL CONFLICTO O DEL CONSENSO. | 12 |
| 2.1.Condiciones cuantitativas: La estructura de la propiedad de las sociedades anónimas cotizadas en España..... | 12 |
| 2.2.Condiciones cualitativas: La junta como escenario de conflicto o de consenso..... | 13 |
| 2.3.Factores endógenos de cambio: | 14 |
| 2.3.1. La nueva demografía accionarial: inversores institucionales y asesores de voto..... | 14 |
| 2.4.Factores exógenos de cambio. | 17 |
| 2.4.1. El cortoplacismo de los mercados de valores..... | 17 |
| 2.4.2. Las políticas de responsabilidad social corporativa..... | 18 |
| 2.4.3. Las interferencias regulatorias. | 18 |
| 2.5.Los modelos de relación con los accionistas y de gestión de la junta general..... | 19 |
| 3. ¿ES EFICIENTE AMPLIAR LAS COMPETENCIAS DE LA JUNTA GENERAL? | 19 |
| 3.1.¿Es eficiente extender las competencias mínimas de la junta general a nuevos asuntos? | 20 |

| | |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 3.2.¿Es eficiente extender a todas las sociedades de capital – incluidas todas las anónimas– la posible intervención de la junta en la gestión?..... | 21 |
| 3.3.¿Es eficiente la ampliación de los derechos de la minoría para completar los asuntos a tratar por la junta?..... | 22 |
| 4. ¿SON EFICIENTES LAS MODIFICACIONES DEL DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS?..... | 24 |
| 4.1.Modificaciones que afectan a la sociedad anónima en general... | 24 |
| 4.2.Modificaciones que afectan a la sociedad anónima cotizada..... | 27 |
| 5. ¿SON EFICIENTES LAS MODIFICACIONES DE LOS DERECHOS DE PARTICIPACIÓN (ASISTENCIA Y VOTO) DE LOS ACCIONISTAS?..... | 31 |
| 5.1.Consideraciones preliminares sobre el contexto del ejercicio de los derechos de participación..... | 31 |
| 5.2.¿Es eficiente limitar a 1.000 acciones el máximo exigible por los estatutos para asistir a las juntas, en las sociedades anónimas cotizadas? | 34 |
| 5.3.¿Es eficiente el nuevo sistema de gestión de los conflictos de intereses en el ejercicio del voto?..... | 35 |
| 5.4.¿Es eficiente el nuevo régimen de “delegación de la representación y ejercicio del voto por parte de entidades intermediarias”? | 39 |
| 5.5.¿Es eficiente el nuevo régimen de votación separada de los asuntos independientes?..... | 41 |
| 5.6.¿Es eficiente la opción expresa por el criterio de la mayoría relativa? | 42 |
| 6. ¿SON EFICIENTES LAS MODIFICACIONES DE LA INTERVENCIÓN DE LA JUNTA GENERAL EN LA REMUNERACIÓN DE LOS ADMINISTRADORES? | 43 |
| 6.1.Consideraciones preliminares sobre la relevancia central de esta intervención en el sistema de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. | 43 |
| 6.2.¿Es eficiente extender la necesidad de acuerdo aprobatorio de la junta respecto del importe máximo de la remuneración anual del conjunto de los administradores? | 44 |

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 6.3.¿Es eficiente exigir que la junta general determine el porcentaje efectivamente aplicable, cuando la remuneración incluya una participación en los beneficios?..... | 45 |
| 6.4.¿Es eficiente completar el contenido mínimo del acuerdo de la junta general, cuando la remuneración de los administradores se vincule a las acciones? | 46 |
| 7. ¿ES EFICIENTE LIMITAR EL DERECHO DE IMPUGNACIÓN DE LOS ACUERDOS DE LA JUNTA GENERAL? | 46 |
| 7.1.¿Se limita materialmente el derecho de impugnación? | 46 |
| 7.2.¿Resulta eficiente ampliar y simplificar las causas de impugnación? | 48 |
| 7.3.¿Son eficientes las nuevas excepciones a los motivos de impugnación? | 50 |
| 7.4.¿Son eficientes las nuevas restricciones a la legitimación de los socios para impugnar? | 52 |

1. PROPÓSITO DE ESTE ESTUDIO: ¿POR QUÉ ES OPORTUNO ANALIZAR DE NUEVO EL PAPEL DE LA JUNTA GENERAL?

1.1. La Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.

En noviembre de 2011 presentamos al IX Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil una ponencia con el título: “*Primacía de los accionistas e ineficiencia de la Junta (La reforma de la LSC y los derechos de los accionistas) (Shareholder primacy and inefficiency of the general meeting)*”¹, que estuvo inspirada en la promulgación de la

¹ Publicado como Documento de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense, depositados en el Archivo institucional E-Prints Complutense con el nº 2012/49 (marzo 2012). En este estudio alcanzábamos las siguientes conclusiones de carácter general (pp. 83 y ss.): “1ª. *La regulación del gobierno*

entonces reciente Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas².

Desde entonces, el panorama legislativo español alumbró nuevas iniciativas prelegislativas que incidieron en la posición de la junta general de accionistas, bien por incluir la reforma de este órgano societario en el marco más amplio de un nuevo Código Mercantil; o bien por ubicarlo en iniciativas concretas de reforma de la LSC para la mejora del gobierno corporativo. Por orden cronológico, podemos destacar las iniciativas siguientes:

corporativo de la sociedad anónima cotizada se basa en el paradigma de la primacía de los accionistas que –a través de la junta general– adoptan las decisiones fundamentales para la vida social en cuanto a su evolución, modificaciones estructurales y eventual disolución y liquidación. En particular, la junta debe ejercer el control de la gestión a través de la aprobación de las cuentas y el nombramiento o separación de los administradores. 2ª. El examen de la realidad muestra que las juntas generales de las sociedades anónimas cotizadas no ejercen un control real sobre la gestión porque los accionistas, en general, y los inversores institucionales, en particular, operan a corto plazo sin implicarse en los objetivos sociales a medio y largo plazo (...) 5ª. La igualdad de trato no consiste en permitir un ejercicio de los derechos de participación por los accionistas con un contenido igual, sino en garantizar que, en el funcionamiento de la junta y en cuantos aspectos del mismo están relacionados con la información y participación de los accionistas, la sociedad, sin necesidad de atender a previos requerimientos de accionistas concretos, organiza la junta bajo el respeto de la igualdad de trato de “todos los accionistas”, cualquiera que sea el comportamiento concreto que adopte o renuncie a adoptar cada uno de ellos en la junta”. Puede verse también nuestro trabajo TAPIA HERMIDA, A.J., “La Junta General de Accionistas de la Sociedad Anónima Cotizada”. Derecho de Sociedades. Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero. Volumen III, 2002, pp. 2917 y ss.

² Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.

a) El 30 de junio de 2013, se publicó la “*Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación*” que contenía en sus arts. 231–45 y ss. y 283–1 y ss., respectivamente, las normas sobre la junta general de las sociedades anónimas comunes y de las sociedades anónimas cotizadas.

b) El 14 de octubre de 2013, se publicó el “*Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas*” elaborado por la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo³. Entre las modificaciones normativas que este estudio proponía introducir en la LSC se encontraban varias que incidían tanto en el régimen de la junta general de las sociedades anónimas comunes como de las sociedades anónimas cotizadas.

c) El 30 de mayo de 2014, el Consejo de Ministros aprobó el Anteproyecto de Ley de Código Mercantil que contenía, en sus arts. 231–51 y ss. y 283–1 y ss., respectivamente, las normas sobre la junta general de las sociedades anónimas comunes y de las sociedades anónimas cotizadas.

Este proceso culminó con la promulgación de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo que, en su artículo único, introduce modificaciones muy relevantes en el régimen de la junta general de accionistas tanto de la sociedad anónima de régimen común (en el título

³ Creada por Acuerdo del Consejo de Ministros de 10 de mayo de 2013, publicado por Orden ECC/895/2013, de 21 de mayo. Ver AAVV, “El estudio sobre propuestas de modificaciones normativas elaborado por la Comisión de expertos en materia de gobierno corporativo” en RDBB nº 133 (2014), pp. 179 y ss.

V) como de la sociedad anónima cotizada (en el capítulo VI del título XIV), de las que nos ocuparemos a lo largo de este Estudio.

1.2. El mantenimiento de la Junta general de accionistas como órgano deliberante soberano.

Nuestra reflexión parte del presupuesto consistente en que la junta general debe mantenerse como órgano deliberante (por su método de actuación) y soberano (por su preeminencia en la vida social) de referencia para todas las sociedades de capital, incluidas las sociedades anónimas cotizadas⁴.

Descartamos, por lo tanto, dos escenarios:

a) Un escenario extremo de eventual supresión de la junta que trastocaría el núcleo básico de toda estructura de gobierno corporativo con un resultado final de oligarquía fuera de control que hoy se percibe como inadmisibile en los países desarrollados.

⁴ En nuestro Estudio *“Primacía de los accionistas”* cit. pp. 11 y ss. planteábamos la alternativa de la reforma o la supresión de la junta en la sociedad cotizada y, en p. 83, llegábamos a las siguientes conclusiones al respecto: *“3ª. Ante la anterior paradoja caben dos opciones: mantener la junta general reformando su regulación para que mejore el control de la gestión o suprimirla para evitar los costes ineficientes y las apariencias engañosas de control. 4ª. Tanto el Derecho comunitario, como el Derecho español, han optado por mantener la junta general potenciando los derechos políticos de participación información y voto de los accionistas para mejorar su implicación en el control de la gestión”*

b) Un escenario moderado de modificación del papel de la junta para convertirla en una especie de “comisión de control” del consejo de administración.

1.3. La búsqueda de la eficiencia de la junta para lograr dos objetivos complementarios.

Centraremos nuestro análisis en preguntarnos si las reformas del régimen de la junta general que ha introducido la Ley 31/2014 en la LSC son eficientes, esto es, si –partiendo de la definición de la “eficiencia” en el DRAE como la *“capacidad de disponer de alguien o de algo para conseguir un efecto determinado”*– aquellas reformas legales colaboran a lograr los dos objetivos básicos de política legislativa que se predicen respecto de este órgano social y que son⁵:

a) “Ad extra”: la intervención más efectiva de la junta en la actividad social y, en especial, en el control del órgano de administración.

b) “Ad intra”: la mayor participación de los accionistas en la junta y, en especial, el ejercicio efectivo de sus derechos políticos básicos.

Por ello, a continuación nos haremos una serie de preguntas sobre las principales modificaciones que ha introducido esta Ley 31/2014 para

⁵ El “*Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas*” cit. p. 12 dice: “*A la hora de concretar las modificaciones normativas en materia de junta general, que deben contribuir a conseguir su más efectiva intervención en la actividad social y una mayor participación de los accionistas*”.

analizar si son o no eficientes, refiriendo en todo caso esta “eficiencia” a la consecución de dichos objetivos⁶.

1.4. La contribución del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas a una regulación más eficiente de la junta general.

Antes de entrar a examina la eficiencia de las reformas legales, hay que tener presente el papel que cumple el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (CBGSC) aprobado por el Consejo de la CNMV de 18 de febrero de 2015. En concreto, interesa conocer en qué medida las sociedades cotizadas siguen las recomendaciones de dicho Código de Buen Gobierno que se refieren a la junta general de accionistas; si bien su reciente publicación por la CNMV el 24 de febrero de 2015 nos obliga a retrotraernos al verificar el grado de cumplimiento alcanzado por su antecesor Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG)⁷.

En nuestra Ponencia sobre la *“Primacía de los accionistas e ineficiencia de la Junta (La reforma de la LSC y los derechos de los accionistas)*

⁶ Estos dos propósitos se traslucen en el apartado IV del Preámbulo de la Ley 31/2014 cuando dice: *“Comenzando por las modificaciones relativas a la junta general de accionistas, se pretende con carácter general reforzar su papel y abrir cauces para fomentar la participación accionarial”*.

⁷ A este respecto, el Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX correspondiente al Ejercicio 2013 publicado por la CNMV el 23 de septiembre de 2014 (pag.45) señala: *“Las recomendaciones del Código Unificado en relación a la junta general se refieren a: las competencias (recomendación 3), la información previa sobre propuestas de acuerdo (recomendación 4), la votación separada de asuntos (recomendación 5) y el fraccionamiento de voto (recomendación 6). En 2013, el 85,7% de las compañías del Ibex declararon seguir estas cuatro recomendaciones, que representa un aumento de 8,6 puntos porcentuales respecto al año 2012”*.

(Shareholder primacy and inefficiency of the general meeting)” antes citada, presentada a la X Edición de estas Jornadas Harvard–Complutense ya nos referíamos al *“contraste entre la regulación obligatoria del gobierno corporativo en la LSC y la regulación voluntaria en el CUBG”* y a las *“diferencias, distorsiones y problemas de aplicación”* que ocasionaba esta doble regulación⁸.

2. CONTEXTO DE ESTE ESTUDIO: ¿CUÁLES SON LOS CONDICIONAMIENTOS ESENCIALES DE LA JUNTA GENERAL? LA JUNTA GENERAL COMO ESCENARIO DEL CONFLICTO O DEL CONSENSO.

2.1. Condiciones cuantitativas: La estructura de la propiedad de las sociedades anónimas cotizadas en España.

El Informe Anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX correspondiente al Ejercicio 2013 publicado por la CNMV el 23 de septiembre de 2014 (pag.5) ofrece los siguientes datos básicos:

– La capitalización bursátil aumentó un 31,08% con respecto al cierre del ejercicio 2012. El mayor volumen de capitalización corresponde al sector bancario y al de la energía y agua que representaban un 36,5% y 16,9% del total del Ibex, respectivamente.

⁸ Ver las pp. 27 y ss. de nuestro Estudio *“Primacía de los accionistas”* cit. Interesa citar en este punto el reciente estudio de DOMINGUEZ, A.P. / RODRÍGUEZ, S. / VIVES, F. / TAPIAS, A., “Recomendaciones de buen gobierno versus regulación en Iberoamérica”, en Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, “El Gobierno Corporativo en Iberoamérica”, Madrid 2015, pp. 187 y ss.

- La variación más significativa en la distribución del capital social durante 2013 se produjo en el capital flotante, cuyo promedio aumentó hasta situarse en el 60,4% (5,3 puntos porcentuales superior al año anterior).
- El promedio de capital en manos de los accionistas significativos disminuyó, en promedio, 4,2 puntos porcentuales hasta situarse en el 28,4% del capital. La variación más importante corresponde a las entidades financieras con un descenso de 2,93 puntos porcentuales respecto a 2012.
- En el 17,1% de las sociedades del Ibex (20% en 2012) alguna persona física o jurídica poseía la mayoría de los derechos de voto o ejercía o podía ejercer el control.
- El promedio de la autocartera declarada por las sociedades que componen el índice descendió hasta el 0,38% (1,32% en 2012), sin que ninguna sociedad haya declarado una autocartera superior al 5%.
- En 2013, estaban vigentes un total de 15 pactos parasociales que afectan a 14 entidades del Ibex, de los cuales 2 se formalizaron ese año.

2.2. Condiciones cualitativas: La junta como escenario de conflicto o de consenso.

Durante la última década, las juntas generales de accionistas de las sociedades cotizadas se han convertido, en ocasiones, en terrenos para

escenificar la confrontación entre sus accionistas y sus administradores o incluso entre sus administradores actuales y los anteriores⁹.

Aun cuando se discute sobre si ese escenario de confrontación es eficiente por cuanto representa un signo de gobierno corporativo saludable o si es ineficiente porque distrae a las juntas de las funciones que le son propias, malgastando inútilmente las energías de los sujetos implicados en aquellas confrontaciones; es lo cierto que dicho fenómeno ha motivado que los administradores de las sociedades cotizadas, en los países desarrollados, hayan adoptado posiciones defensivas ante la celebración de sus juntas generales.

Conviene pues, identificar los factores endógenos y exógenos que pueden conducir a que las juntas generales sean fenómenos de conflicto antes que de consenso.

2.3. Factores endógenos de cambio:

2.3.1. La nueva demografía accionarial: inversores institucionales y asesores de voto.

Entre los factores endógenos destaca el cambio de la demografía accionarial con la creciente concentración del poder de voto en un número relativamente reducido de inversores institucionales cuyas

⁹ WILKOX, J., "Rethinking the Annual Meeting", The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, December 7, 2012. . Interesa citar aquí el estudio comparado de ARRÚS, O., "La Junta General de Accionistas. Su funcionamiento y competencias", en Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, "El Gobierno Corporativo en Iberoamérica", Madrid 2015, pp. 331 y ss.

carteras están diversificadas a nivel global¹⁰. Este fenómeno que afecta no sólo a las grandes corporaciones cotizadas con un accionariado disperso, sino también a las sociedades de tamaño intermedio en los mercados en desarrollo (con núcleos accionariales estables de carácter familiar o público) conduce a un conflicto de intereses potencial entre los accionistas que son inversores institucionales, que pretenden ante todo proteger su cartera de inversiones; y los administradores, que pretenden conseguir un accionariado estable comprometido con objetivos empresariales a largo plazo (además, claro está, de la propia conservación de su posición de control)¹¹.

¹⁰ Sobre los inversores institucionales, sus clases y el impacto de su conducta tanto en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas como en los mercados secundarios de valores, se pueden ver nuestros estudios en TAPIA HERMIDA, A.J., "Institutional Investors and Corporate Control in Spanish Perspective". *Institutional Investors and Corporate Governance*, Baums/ Busbaum/ Hopt (de Gruyter), Berlín (1993), pp. 399 y ss.; IDEM, "El activismo societario de los principales inversores institucionales: fondos de inversión y fondos de pensiones", en "Gobierno corporativo y crisis empresariales. II Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil", Ed. Marcial Pons, Madrid (2006), pp. 523 y ss.; IDEM, "Spain". *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, (eds. Baums T./Wymeersch, E.), Londres (1999), pp. 257 y ss. En particular, nos parece oportuno destacar la distinción básica entre los inversores institucionales de primer grado, que son las IIC y se caracterizan porque su finalidad esencial es la inversión en instrumentos financieros en general y en valores negociables en particular; y los de segundo grado, que son los tipos restantes y se caracterizan porque, aun cuando tienen finalidades distintas a la inversión (según veremos, por ejemplo, la de los FP es la previsión social complementaria, la de las entidades de crédito es el desarrollo de la actividad bancaria y la de las entidades aseguradoras es el desarrollo de la actividad aseguradora), el desarrollo de estas finalidades respectivas les llevan a invertir de forma masiva, continuada y profesional en el mercado de valores.

¹¹ Ver TAPIA HERMIDA, A.J., "*Primacía de los accionistas*" cit. pp. 17 y 21.

Además, la aparición de los asesores de voto (proxy advisors) con un poder muy notable y una regulación insuficiente¹² coadyuva al cambio de la demografía accionarial antes señalada¹³.

Si queremos precisar algo más el diagnóstico de la demografía accionarial, debemos reparar en el hecho de que los porcentajes de inversores institucionales e inversores minoristas presentan una distribución diferente dependiendo del tamaño de las compañías de tal modo que existe una regla proporcional según la cual, cuanto mayor sea

¹² Sobre estos asesores de voto, se puede ver TAPIA HERMIDA, A.J., “Los asesores de voto (“proxy advisors”): Documento de abril de 2012 sobre su actividad en el mercado de valores español”, en *RDBB 126, 2012*, pp. 325 y ss. donde señalábamos que el Documento de ESMA concluye planteando cuatro alternativas de regulación de estos asesores de voto que son: no adoptar ninguna medida, la autorregulación sectorial o nacional, los instrumentos regulatorios cuasi-vinculantes de ámbito comunitario con supervisión por la ESMA o la adopción de medidas legislativas de regulación y supervisión por la UE. Y, tras valorar las ventajas e inconvenientes de cada opción, se decanta por la tercera que consiste en crear un Código europeo sobre los asesores de voto que opere bajo el principio de “cumplir o explicar” porque el Grupo considera que es la opción más coherente con la regulación actual de gobierno corporativo en Europa. Y dicho Código formulado y supervisado por la ESMA debería centrarse en las siguientes medidas: la transparencia de la actividad de los asesores de voto con la publicación de sus informes y recomendaciones en su página web, la mejora de la calidad técnica de su asesoramiento, evitando la excesiva estandarización de los análisis, la mejora del procedimiento de elaboración de sus informes para garantizar que los votos se emitan en interés de los inversores y la evaluación por el mercado de su actividad, obligándoles a que emitan informes anuales en los que expliquen el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código.

¹³ En este sentido, es interesante la recomendación que hizo el “proxy advisor” Institutional Shareholder Services (ISS) en la junta general de junio de 2013 para que los accionistas votaran a favor de la propuesta de Corvex and Related contraria a los administradores de Commonwealth REIT a la que se refieren Subramanian, G./Krontiris, C., Commonwealth REIT, Harvard Business School, January 26, 2014, p. 5.

el tamaño de una sociedad, mayor será el porcentaje de inversores institucionales en su capital hasta el punto de invertirse los porcentajes respectivos de inversores institucionales y minoristas¹⁴.

2.4. Factores exógenos de cambio.

2.4.1. El cortoplacismo de los mercados de valores.

Entre los factores exógenos y directamente conectados con los factores anteriores, destacan la ineficiencia de los mercados financieros que, a pesar de las lecciones que ofreció la crisis financiera siguen ofreciendo prácticas especulativas opacas, negociaciones de alta frecuencia, separación entre la propiedad de las acciones y su voto, con el consiguiente “voto vacío” (empty voting) y otras actuaciones que desembocan en un cortoplacismo que ataca las bases del buen gobierno corporativo que sólo es inteligible en base a estrategias no especulativas a medio y largo plazo.

¹⁴ En este sentido, los análisis de las juntas generales celebradas en los EEUU durante el primer semestre de 2014 (recogidos en CLOYD, M.A., “2014 Proxy Season Mid-Year Review”, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, July 17, 2014) muestran que, en las grandes corporaciones, los inversores institucionales representaron el 72% del accionariado, mientras que los minoristas representaron el 28%; en las corporaciones medianas, los inversores institucionales representaron el 74% del accionariado, mientras que los minoristas representaron el 26%; en las pequeñas corporaciones, los inversores institucionales representaron el 67% del accionariado, mientras que los minoristas representaron el 33%; en las microcorporaciones, los inversores institucionales representaron el 36% del accionariado, mientras que los minoristas representaron el 64%.

2.4.2. Las políticas de responsabilidad social corporativa.

En este apartado podemos añadir el impacto de las políticas de responsabilidad social corporativa que buscan reflejar en el gobierno corporativo los intereses de crecimiento sostenible, ambientales y comunitarios y que, con frecuencia, no son suficientemente atendidas por los gestores de carteras ni por los administradores por cuanto no encuentran un reflejo adecuado en la rentabilidad, el precio de las acciones y otros criterios métricos financieros tradicionales.

2.4.3. Las interferencias regulatorias.

Por último –pero no por ello menos importante– podemos añadir las interferencias regulatorias que algunos gestores de las grandes corporaciones denuncian por considerar que limitan de manera insuficiente su capacidad de gestión en perjuicio de los accionistas.

La confluencia de factores societarios o endógenos y de factores mobiliarios o exógenos es congruente con la doble naturaleza de las sociedades anónimas cotizadas que viven en el proceloso cruce entre las normas del Derecho de sociedades y las del Derecho del mercado de valores.

2.5. Los modelos de relación con los accionistas y de gestión de la junta general.

Para superar el clima de confrontación potencial descrito en las juntas generales de accionistas, se han propuesto dos modelos de relación de las compañías y sus administradores con aquellos accionistas que son:

a) El modelo “comercial” de gestión de la junta general que se basa en tratar a los accionistas como clientes y, por lo tanto, tras un “estudio de mercado” de la base accionarial de las compañías, preparar las respuestas a las preguntas sobre aspectos críticos de las finalidades societarias y objetivos de inversión (tales como el perfil de riesgo de la compañía, su gobierno y resultado comparados con sus competidores, el uso de las presentaciones y comunicaciones electrónicas para reforzar las relaciones leales con los accionistas, etc.).

b) El modelo “institucional” de gestión de la junta general, basado en programas de relaciones con los inversores que deben tomar en consideración especial la relación de la compañía con los asesores de inversión y con los inversores institucionales porque, en ocasiones, éstos últimos sufren una especie de esquizofrenia entre sus decisiones de inversión y sus decisiones de voto. Ello exige programas especiales de relación de las compañías con estos últimos inversores.

3. ¿ES EFICIENTE AMPLIAR LAS COMPETENCIAS DE LA JUNTA GENERAL?

3.1. ¿Es eficiente extender las competencias mínimas de la junta general a nuevos asuntos?

La Ley 31/2014 ha ampliado el elenco de competencias de la junta general de accionistas, diferenciando a estos efectos entre la sociedad anónima de régimen común y la sociedad anónima cotizada:

a) En cuanto afecta a la sociedad anónima de régimen común, la nueva redacción del art. 160 de la LSC añade al elenco de asuntos competencia de la junta “la adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales” Añadiendo que “se presume el carácter esencial del activo cuando el importe de la operación supere el veinticinco por ciento del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado”¹⁵

b) En la sociedad anónima cotizada, el nuevo art. 511 bis añade unas “competencias adicionales” a la junta general de las sociedades cotizadas, ampliando el catálogo de materias reservadas para abarcar las tres siguientes¹⁶: Primero, la transferencia a entidades dependientes de actividades esenciales¹⁷ desarrolladas hasta ese momento por la propia sociedad, aunque esta mantenga el pleno dominio de aquellas”. Segundo, las operaciones cuyo efecto sea equivalente al de la liquidación de la

¹⁵ La LSC sigue el PLCM que, en el apartado 1 de su art. 231-52, añadía esta misma competencia.

¹⁶ Cfr. la Recomendación 3 del CUBG. CNMV pp. 14 y 15.

¹⁷ Se establece una presunción legal, “iuris et de iure” de que tienen carácter esencial las actividades y los activos operativos cuando el volumen de la operación supere el 25% del total de activos del balance.

sociedad. Tercero, la política de remuneraciones de los consejeros en los términos establecidos en esta ley¹⁸.

3.2. ¿Es eficiente extender a todas las sociedades de capital –incluidas todas las anónimas– la posible intervención de la junta en la gestión?

La LSC da nueva redacción al art. 161 dedicado a la *“intervención de la junta general en asuntos de gestión”* para establecer: *“Salvo disposición contraria de los estatutos, la junta general de las sociedades de capital podrá impartir instrucciones al órgano de administración o someter a su autorización la adopción por dicho órgano de decisiones o acuerdos sobre determinados asuntos de gestión, sin perjuicio de lo establecido en el artículo 234”*¹⁹. Con ello, extiende la posible injerencia de la junta en los asuntos de gestión –antes circunscrita a la sociedad de responsabilidad limitada– a todas las sociedades de capital, destacando muy especialmente esta posible injerencia en la gestión por parte de la junta de las sociedades cotizadas. Se trata, por lo tanto, de una doble extensión material.

¹⁸ La LSC sigue el PLCM que, en su art. 283–1, ampliaba esas mismas competencias. Ver *“Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas”* p. 14 dice: “La naturaleza de estas operaciones y su particular relevancia en las sociedades cotizadas aconseja que su aprobación deba ser, al menos en este tipo de sociedades, adoptada por la junta general. En este sentido fue redactada la recomendación 3ª del Código Unificado. Transcurrido el tiempo suficiente para que la experiencia haya demostrado la importancia del seguimiento de esta recomendación del Código Unificado y analizada la normativa comparada más reciente, la Comisión de Expertos considera conveniente convertirla en norma legal; se reserva a la junta general de las sociedades cotizadas la aprobación de transacciones de especial significación cualitativa y cuantitativa”.

¹⁹ El PLSC sigue lo que establecía el apartado 2 de su art. 231–52 del PLCM.

Procede preguntarse si esta extensión de la posible intervención de la junta en la gestión a todas las sociedades de capital contribuye al logro del primero de los dos objetivos básicos antes citados, esto es, si facilita una intervención más efectiva de la junta en la actividad social y, en especial, en el control del órgano de administración. A tal efecto, debemos constatar que esta modificación legal se ha justificado, entre otras razones, la conveniencia de *“combatir algunos problemas de agencia entre accionistas y ejecutivos”*²⁰.

3.3. ¿Es eficiente la ampliación de los derechos de la minoría para completar los asuntos a tratar por la junta?

En la sociedad anónima de régimen común, la LSC no ha visto modificados los términos establecidos en su art. 172 para el ejercicio del derecho de los accionistas de solicitar de los administradores que se publique un complemento de convocatoria.

²⁰ Ver *“Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas”* p. 13 dice: *“La Comisión de Expertos considera que esta limitación no está justificada, máxime en un momento en el que se trata de reforzar la función de la junta y abrir cauces para fomentar el activismo accionarial. En este sentido, conviene recordar que la facultad de instruir del colectivo de los accionistas está llamado a cumplir un papel incluso en las sociedades cotizadas, en las que puede servir de instrumento para combatir algunos problemas de agencia entre accionistas y ejecutivos. En el debate de gobierno corporativo más actual, esta es una posición pujante y defendida por voces muy autorizadas incluso en entornos jurídicos que tradicionalmente han consagrado el monopolio del consejo en las cuestiones de estrategia y negocio. Por ello, la Comisión de Expertos entiende conveniente extender expresamente la posibilidad de la junta de impartir instrucciones prevista ahora en el citado artículo 161 de la LSC a todas las sociedades de capital, manteniendo en todo caso la previsión de que los estatutos puedan limitarla”*.

En la sociedad anónima cotizada, la nueva redacción del apartado 2 del art. 495 reduce al 3% el porcentaje de capital exigible a los accionistas para que gocen de legitimación tanto para ejercer su derecho a completar el orden del día y como a presentar nuevas propuestas de acuerdo²¹.

Y, en este punto, debemos preguntarnos si esta modificación facilita una mayor participación de los accionistas en la junta y, en especial, el ejercicio efectivo de sus derechos políticos básicos²².

²¹ En nuestro Estudio *“Primacía de los accionistas”* cit. pp. 83 y ss. llegábamos a la siguiente conclusión a este respecto: *“6ª. Las medidas que afectan a la convocatoria de la junta consisten en la ampliación del contenido y de la publicidad del anuncio de convocatoria y en la facultad de los accionistas de completar dicha convocatoria o presentar nuevas propuestas de acuerdo y serán eficaces en la medida en que los accionistas tengan un interés económico real por conocer la convocatoria y completar su contenido”*.

²² Ver *“Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas”* pp. 15 y 16 dice: *“El análisis de la normativa de los países comparables muestra que es habitual que se establezcan porcentajes diferentes para el ejercicio de los distintos derechos de minoría, y, por ejemplo, es frecuente la exigencia de porcentajes más altos para solicitar la convocatoria de una junta general (un 5 % en Francia, Alemania, Austria o Portugal, y un 10 % en países como Reino Unido, Holanda o Italia) que los exigidos para complementar el orden del día de una junta convocada, que van desde un 5 % en Austria, Portugal y Reino Unido, aunque en este último caso se establece la legitimación a 100 accionistas con una participación conjunta en la sociedad de, al menos, 10 000 libras de valor nominal, hasta el 2,5 % en Italia o un porcentaje decreciente en Francia (que llega –para sociedades grandes– hasta el 0,5 %). La Comisión de Expertos ha examinado esas propuestas y ha llegado a la conclusión de que por razones de simplicidad es preferible (i) que el umbral que permite el ejercicio de los derechos de minoría continúe, como hasta ahora, determinado en función de un porcentaje fijo del capital social, al entender que la utilización de un porcentaje variable carece de ventajas que compensen su mayor complejidad y va en contra de la tan necesaria seguridad jurídica en esta materia; (ii) mantener la tradición del derecho español que establece un mismo porcentaje para el ejercicio de los distintos derechos de minoría, y (iii) que de estos derechos debe excluirse la legitimación para la impugnación de acuerdos sociales, a la que nos referiremos más*

En todo caso, es pertinente recordar que la recomendación 10 del CBGSC establece una serie de normas de conducta de la sociedad para el caso de que *“algún accionista legitimado haya ejercitado, con anterioridad a la celebración de la junta general de accionistas, el derecho a completar el orden del día o a presentar nuevas propuestas de acuerdo”*.

4. ¿SON EFICIENTES LAS MODIFICACIONES DEL DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS?

4.1. Modificaciones que afectan a la sociedad anónima en general.

En la sociedad anónima de régimen común, la Ley 31/2014 LSC modifica el régimen general del derecho de información del accionista establecido en el art. 197 con la finalidad confesa de evitar que pueda abusar del mismo. Y, para lograr ese objetivo, manteniendo los perfiles de la legitimación activa del derecho de información, amplía las excepciones al

adelante en este estudio. En cuanto a su porcentaje, para sociedades no cotizadas, se considera conveniente mantener el umbral del 5 % del capital social, previsto actualmente. Sin embargo, en el ámbito de las sociedades cotizadas y considerando la mayor dispersión en la propiedad de su capital social, se entiende conveniente reducir este porcentaje para facilitar, cuando así resulte procedente, el ejercicio de estos derechos por parte de los accionistas. Dicho porcentaje debe, al ser único para el ejercicio de los distintos derechos, fijarse de forma ponderada atendiendo a los distintos intereses que proteger. A este respecto, procurando una mayor coherencia en el régimen de las sociedades cotizadas y teniendo en cuenta que la normativa del mercado de valores considera el umbral del 3 % como el relevante para la calificación de una participación en una sociedad cotizada como significativa (lo que implica la imposición de determinadas obligaciones a sus titulares, en particular, en materia de transparencia), se entiende apropiado utilizar este mismo porcentaje para el ejercicio de los derechos de minoría”.

cumplimiento por los administradores de su obligación correlativa, limita las consecuencias del eventual incumplimiento de aquella obligación y advierte de la eventual responsabilidad en que incurrirá el accionista que abuse de su derecho de información²³. Veamos cada una de estas reformas:

a) Decimos, primero, que amplía las excepciones al cumplimiento por los administradores de su obligación correlativa tanto porque, por una parte, atribuye la decisión al colectivo de administradores y no sólo al presidente de la junta; y, por otra y más importante, extiende las causas para denegar la información solicitada para abarcar –junto a la hipótesis actual de que *“su publicidad perjudique a la sociedad o a las sociedades vinculadas”*– la nueva de que *“esa información sea innecesaria para la tutela de los derechos del socio, o existan razones objetivas para considerar que podría utilizarse para fines extrasociales”*²⁴. Ampliación ésta que resulta tanto más relevante cuanto está repleta de conceptos jurídicos indeterminados que generan una discrecionalidad correlativa de loa administradores para denegar la información solicitada.

²³ Ver *“Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas”* pp. 24, 25 y 26.

²⁴ La nueva redacción de la LSC coincide con el art. 233–40 del PLCM que introducía, dentro de los “límites del derecho de información”, la excepción a informar por parte de los administradores en los casos en los que esa “información sea innecesaria para la tutela de los derechos del socio, o existan razones objetivas para considerar que podría utilizarse para fines extrasociales o su publicidad perjudique a la sociedad o a las sociedades vinculadas” y en advertir expresamente que la utilización abusiva o perjudicial de la información solicitada hará que el socio sea responsable de los daños y perjuicios causados.

b) En segundo lugar, decimos que limita las consecuencias del eventual incumplimiento de aquella obligación porque la nueva redacción del apartado 5 del art. 197 de la LSC dispone que *“la vulneración del derecho de información previsto en el apartado 2 solo facultará al accionista para exigir el cumplimiento de la obligación de información y los daños y perjuicios que se le hayan podido causar, pero no será causa de impugnación de la junta general”*²⁵.

c) Por último, decimos que advierte de la eventual responsabilidad en que incurrirá el accionista cuando vemos que el apartado 6 del art. 197 establece que *“en el supuesto de utilización abusiva o perjudicial de la información solicitada, el socio será responsable de los daños y perjuicios causados”*²⁶.

²⁵ En este sentido, la LSC sigue el apartado 2 del art. 233-38 del APLCM que limitaba los efectos de la vulneración del derecho de información a facultar al accionista para exigir la información requerida y los daños y perjuicios que se le hayan podido causar, sin que sea causa de impugnación de la junta general. Ver *“Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas”* p. 26 dice: *“La vulneración del derecho de información ejercido por el accionista durante la junta no puede ser motivo de impugnación de los acuerdos adoptados en ella, por existir una evidente descoordinación entre el derecho supuestamente vulnerado (que, por la mera posibilidad legal de ser atendido tras la junta general no incide en su desarrollo) y la consecuencia que se pretende: la impugnación de los acuerdos adoptados en dicha junta. En realidad, la experiencia práctica nos enseña que el ejercicio del derecho de información durante la junta esconde muchas veces propósitos ajenos a su finalidad y, en ocasiones, se usa de forma abusiva con el propósito de crear artificialmente un motivo de impugnación”*

²⁶ Ver *“Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas”* p. 26 dice: *“Por ello, la reforma pretende lograr un adecuado equilibrio de los distintos intereses en juego sin limitar en modo alguno su ejercicio, mediante (i) la diferenciación entre las consecuencias jurídicas de las distintas modalidades de su ejercicio, y (ii) la incorporación de las cautelas del artículo 231-71 de la PCM para acotar el ejercicio del derecho de información al marco de la buena fe y evitar un ejercicio abusivo de este”*.

Llega la hora de preguntarnos si las tres modificaciones que introdujo la Ley 31/12014 en el art. 197 de la LSC facilitan una mayor participación de los accionistas en la junta y, en especial, el ejercicio efectivo de sus derechos políticos básicos²⁷.

4.2. Modificaciones que afectan a la sociedad anónima cotizada.

En la sociedad anónima cotizada, la nueva redacción de los arts. 497, 518 y 520 de la LSC amplía ese derecho tanto en su faceta estática como dinámica. En efecto:

a) Primero, la nueva redacción del art. 497 de la LSC extiende “ex novo” el derecho de conocer la identidad de los socios a los restantes accionistas, quienes podrán estar informados de la identidad de los restantes socios con algunos condicionamientos relevantes. Así, el derecho a obtener en cualquier momento de las entidades que lleven los registros de los valores los datos correspondientes de los accionistas, incluidos las direcciones y medios de contacto de que dispongan corresponderá no solo a la sociedad anónima emisora, sino también, por una parte, a las asociaciones de accionistas que se hubieran constituido en la sociedad

²⁷ En TAPIA HERMIDA, A.J., “*Primacía de los accionistas*” cit. pp. 83 y ss. Llegábamos a la siguiente conclusión a este respecto: “7ª. *Las medidas que afectan a la información de los accionistas ante una junta general potencian tanto la información pasiva, mediante la disponibilidad de la información durante todo el periodo previo a la celebración de la junta; como la información activa. Para ello se faculta a los accionistas para solicitar de los administradores las aclaraciones sobre la información disponible en la CNMV y sobre el informe del auditor. También en este caso tales medidas serán eficaces para mejorar el control de la gestión social si los accionistas están interesados financieramente en ejercitar tales facultades*”.

emisora y que representen al menos el 1% del capital social; y, por otra parte, a los accionistas que tengan individual o conjuntamente una participación de, al menos, el 3% del capital social. El ejercicio de este derecho de las asociaciones de accionistas de estos últimos se restringe en dos sentidos: primero, porque se establece una condición finalista al ejercicio de esta facultad que consiste en que dicho derecho podrá ejercitarse exclusivamente a efectos de facilitar su comunicación con los accionistas para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes. Segundo, se incluye una advertencia expresa de que la utilización abusiva o perjudicial de la información solicitada hará responsable a la asociación o socio de los daños y perjuicios causados. Tercero, se deja al desarrollo reglamentario la concreción de los aspectos técnicos y formales necesarios para el ejercicio de este derecho²⁸.

²⁸ Ver “*Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas*” pp. 34 y 35 dice: “*El conocimiento de la identidad de los accionistas, tanto por la entidad cotizada como por otros de sus accionistas, a efectos de poder promover el ejercicio conjunto de sus derechos, ha adquirido una relevancia creciente en los últimos desarrollos del buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. (...) El problema es que si debe avanzarse en este ámbito y ampliarse el derecho de los accionistas a conocer la identidad de sus consocios, parece excesivo lo dispuesto en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, citado, por lo que la alternativa más clara es reconocer dicho derecho a los accionistas que disponen de una participación que les concede el derecho a llevar a cabo actuaciones como la solicitud de convocatoria de juntas o la inclusión de nuevos puntos del orden del día de las juntas. Además, para equilibrar los intereses en juego y evitar que este derecho a conocer la identidad de los accionistas pueda utilizarse para fines ilegítimos, se propone completar la regulación estableciendo expresamente la responsabilidad de los que obtengan dichos datos por los daños que causen por su utilización inapropiada*”.

b) En segundo lugar, la extensión de la información estática disponible para los accionistas con carácter previo a la junta se hace al reformar el art. 518 para añadir al catálogo mínimo de documentos que debe publicar la sociedad en su página web desde la publicación del anuncio de convocatoria y hasta la celebración de la junta general, *“en el caso de nombramiento, ratificación o reelección de miembros del consejo de administración, la identidad, el currículum y la categoría a la que pertenezca cada uno de ellos, así como la propuesta e informes a que se refiere el artículo 529 decies”*, añadiendo que, *“si se tratase de persona jurídica, la información deberá incluir la correspondiente a la persona física que se vaya a nombrar para el ejercicio permanente de las funciones propias del cargo”*.

c) En tercer y último lugar, la ampliación de la información dinámica en forma de respuesta a las solicitudes de los accionistas se realiza introduciendo tres modificaciones en el art. 520 que consisten en extender el plazo de solicitud hasta el quinto día anterior al previsto para la celebración de la junta; ampliar la transparencia de las solicitudes válidas de informaciones, aclaraciones o preguntas realizadas por escrito y las contestaciones facilitadas por escrito por los administradores mediante su inclusión en la página web de la sociedad; y matizar la conducta admisible de los administradores en forma de permitir que su contestación se limite a remitirse a la información facilitada en el formato pregunta-respuesta cuando, con anterioridad a la formulación de una pregunta concreta, la información solicitada esté clara y directamente

disponible para todos los accionistas en la página web de la sociedad bajo aquel formato²⁹.

En todo caso, nos interesa destacar que las conclusiones a las que llegan los estudios más recientes sobre las juntas generales apuntan a que resulta insuficiente el modelo de “cumplir o explicar” que debe ser sustituido por un modelo más amplio de información que simplifique, clarifique y amplíe la que se suministra a los accionistas de tal modo que los administradores no deben limitarse a una postura defensiva ante los requerimientos de información sino que deben construir su propio relato de la administración de la compañía en el que encajen de manera coherente tanto la información pasiva que se pone a disposición de los accionistas como la información activa que se le ofrece al responder a sus preguntas anteriores o simultáneas al desarrollo de las juntas generales.

²⁹ Ver “*Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas*” p. 26 dice: “*Por otra parte, la PCM propone extender el plazo en el que los accionistas pueden ejercitar el derecho de información previo a la junta general hasta cinco días antes de su celebración, reduciendo, por tanto, el tiempo del que disponen las sociedades para contestar por escrito. Esta medida parece razonable y abunda en la idea de reforzar y facilitar el ejercicio del derecho de información previo a la junta. Sin embargo, exige que la sociedad tenga una mayor agilidad para contestar, y, por lo tanto, la obliga a disponer de una organización más amplia y unos medios más costosos, lo que aconseja limitarla a las sociedades cotizadas. Naturalmente ese plazo debe aplicarse, también, a las preguntas y aclaraciones solicitadas en relación con la información accesible al público que la sociedad hubiera facilitado a la CNMV desde la última junta celebrada, y con el informe del auditor, lo que no queda claro en el apartado 2 del artículo 283-7 de la PCM. Además, como mecanismo para fomentar la transparencia y mejorar la información de todos los accionistas, se considera apropiado que las respuestas a las preguntas válidamente formuladas por los accionistas se incorporen a la página web desde la fecha de su contestación, de tal forma que formen parte efectiva del derecho de información de todos los accionistas*”.

En relación con lo señalado, procede recordar que el CBGSC recoge, como primer principio relativo a la junta general de accionistas el “principio 6” que dice que “la junta general de accionistas debe funcionar bajo principios de transparencia y con información adecuada” y lo desarrolla en sus recomendaciones 6, 7 y 8 referidas, respectivamente, a los informes que deben publicar las sociedades cotizadas en su página web, la transmisión en directo de la junta mediante aquella página web y la presentación de las cuentas sin soslayar las eventuales limitaciones o salvedades que pongan de manifiesto los informes de auditoría.

5. ¿SON EFICIENTES LAS MODIFICACIONES DE LOS DERECHOS DE PARTICIPACIÓN (ASISTENCIA Y VOTO) DE LOS ACCIONISTAS?

5.1. Consideraciones preliminares sobre el contexto del ejercicio de los derechos de participación.

La demografía accionarial de las compañías muestra un comportamiento diferenciado de los inversores institucionales y minoristas en cuanto a la participación efectiva en las juntas generales mediante a la emisión de su voto con independencia del tamaño de las mismas. De tal manera que, en todos los segmentos, los inversores minoristas muestran una apatía muy superior a los institucionales. Así, el porcentaje de ejercicio de voto por los minoristas representa, aproximadamente, una tercera parte del porcentaje de los institucionales³⁰.

³⁰ En este sentido, los análisis de las juntas generales celebradas en los EEUU durante el primer semestre de 2014 (recogidos en CLOYD, M.A., “2014 Proxy Season Mid-Year Review”, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial

Por otro lado, existe una relación inversamente proporcional entre el nivel de participación en las junta generales y el porcentaje de capital flotante de tal modo que: a mayor capital flotante, menor participación³¹.

Asimismo, hay que tener muy presente que, de las tres formas de participar en la junta general de accionistas (la presencia física, la representación y la participación a distancia), la representativa es la más

Regulation, July 17, 2014) muestran un comportamiento semejante del voto de los accionistas institucionales y minoristas en los distintos tamaños de las compañías de tal modo que: en las grandes corporaciones, los inversores institucionales ejercieron el 89% de sus votos, mientras que los minoristas ejercieron el 29%; en las corporaciones medianas, los inversores institucionales ejercieron el 93% de sus votos, mientras que los minoristas ejercieron el 27%; en las pequeñas corporaciones, los inversores institucionales ejercieron el 94% de sus votos, mientras que los minoristas ejercieron el 32%; en las microcorporaciones, los inversores institucionales ejercieron el 84% de sus votos, mientras que los minoristas ejercieron el 30%.

³¹ Así se puede deducir de los datos ofrecidos por el Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX correspondiente al Ejercicio 2013 publicado por la CNMV el 23 de septiembre de 2014 (pag.43) cuando señala: “En el año 2013, el porcentaje medio de participación en las juntas generales de accionistas se situó en el 66,4% (68,3% en 2012) del capital social. Se produjo un descenso de participación en 1,9 puntos porcentuales mientras que el incremento medio del capital flotante fue de 5,3 puntos porcentuales”. Si bien matiza estos datos con una justificación cualitativa del descenso de participación al añadir: “El mayor descenso de participación se debió al efecto de la modificación en la composición del Ibex, ya que ha entrado una sociedad con una baja participación en junta (Jazztel) y ha salido una que tenía una participación muy elevada (Endesa)”. Este Informe abunda en los datos que muestran aquella relación proporcionalmente inversa cuando dice (p. 44): “En los últimos años, las compañías cotizadas han adoptado medidas para facilitar la participación de los accionistas en las juntas generales. Sin embargo, en el gráfico 21 se puede observar que en 2013, como en años anteriores, el mayor porcentaje de capital flotante estuvo en correlación con un menor nivel de participación en las juntas. En 4 de las 8 sociedades que registraron en 2013 una participación en las juntas generales superior al 75%, su capital flotante era inferior al 40%. Mientras que de las 9 sociedades que tuvieron una participación inferior al 60%, 7 tenían un capital flotante superior al 75%”.

importante en las grandes sociedades cotizadas españolas, seguida de la presencial y, por último, la remota a distancia³².

En cuanto a las restricciones de los derechos de asistencia y voto, es importante constatar que, si bien algunas sociedades del Ibex mantienen tales restricciones, se observa una tendencia descendente³³.

Antes de entrar a examinar las modificaciones de la LSC por la Ley 31/2014, conviene recordar que el CBGSC recoge, como principios relativos a la junta general de accionistas, los principios 7 y 8 que dicen: *“la sociedad debe facilitar el ejercicio de los derechos de asistencia y participación en la junta general de accionistas en igualdad de*

³² El Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX correspondiente al Ejercicio 2013 publicado por la CNMV el 23 de septiembre de 2014 (pag.43) recoge, en este sentido, los siguientes datos: “El nivel de presencia física en las juntas disminuyó en seis puntos porcentuales, mientras que la participación con representación aumentó en casi cuatro puntos porcentuales y el voto a distancia en 0,2 puntos porcentuales. Al igual que en ejercicios anteriores, el porcentaje de capital de los accionistas que asistieron a la junta fue inferior al representado”. Si bien aclara estos datos agregados cuantitativos con el dato cualitativo de que “la disminución del nivel de presencia física y el aumento del nivel de participación con representación se explica, básicamente, por un accionista significativo de una sociedad³¹ que en 2012 asistió mediante presencia física y en el año 2013 asistió en representación. A esto se suma el efecto, ya citado, de la modificación del índice”.

³³ Así, el Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX correspondiente al Ejercicio 2013 publicado por la CNMV el 23 de septiembre de 2014 (pag.45) constata, por un lado, que “un total de 4 sociedades (11,4% del Ibex), al igual que en 2012, tiene establecidos restricciones a la transmisibilidad de valores y/o cualquier restricción al derecho de voto”; pero, por otro lado, que “se observa la disminución del número de entidades del Ibex que tienen establecido un límite máximo al ejercicio del derecho de voto en junta (recomendación 2), así como de las compañías que exigen un número mínimo de acciones para poder asistir a la junta”.

condiciones” y “la política sobre primas de asistencia a la junta general de accionistas debe ser transparente”³⁴.

5.2. ¿Es eficiente limitar a 1.000 acciones el máximo exigible por los estatutos para asistir a las juntas, en las sociedades anónimas cotizadas?

La LSC mantiene la misma regulación para las sociedades anónimas de régimen común (art. 179), pero modifica la de las sociedades cotizadas añadiendo un nuevo art. 521 bis que establece que los estatutos no podrán exigir para asistir a la junta general la posesión de más de 1.000 acciones³⁵.

³⁴ En este sentido, la recomendación 9 del CBGSC dice: *“Que la sociedad haga públicos en su página web, de manera permanente, los requisitos y procedimientos que aceptará para acreditar la titularidad de acciones, el derecho de asistencia a la junta general de accionistas y el ejercicio o delegación del derecho de voto. Y que tales requisitos y procedimientos favorezcan la asistencia y el ejercicio de sus derechos a los accionistas y se apliquen de forma no discriminatoria”.*

³⁵ Ver *“Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas”* p. 18 dice: *“Este límite, razonable en las sociedades no cotizadas es, sin embargo, excesivo en las cotizadas. Se propone, por ello, añadir un nuevo artículo 521 bis a la LSC para reducir ese límite a una cantidad muy inferior. Para su determinación deben ponderarse las dificultades logísticas que plantea la organización de juntas de sociedades con cientos de miles de accionistas con la no introducción de barreras que limiten excesivamente el derecho de asistencia. En atención a estas consideraciones, se propone fijar el umbral máximo en mil acciones. En la práctica y considerando que a las acciones propiedad del accionista pueden sumarse las representaciones que obtenga, este límite no constituye una barrera para el ejercicio del derecho de asistencia”.*

A este respecto, hay que tener presente que más del 45% de las sociedades que cotizan en el Ibex exigen un número mínimo de acciones para asistir a la junta³⁶.

5.3. ¿Es eficiente el nuevo sistema de gestión de los conflictos de intereses en el ejercicio del voto?

La Ley 31/2014 introdujo tres novedades que afectan al derecho de voto del accionista, la primera de las cuales afecta a la gestión de los eventuales conflictos de intereses que se pueden suscitar en el momento en el que un socio vaya a votar. Hasta esta reforma, la LSC, en su art. 190, regulaba los conflictos de intereses en las sociedades de responsabilidad limitada. La nueva redacción del art. 190 de la LSC establece un nuevo sistema de gestión de los conflictos de intereses que huye de los extremos de establecer únicamente medidas previas prohibitivas o posteriores impugnatorias³⁷, se extiende a las sociedades anónimas y se basa en el equilibrio de las tres medidas siguientes:

³⁶ El Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX correspondiente al Ejercicio 2013 publicado por la CNMV el 23 de septiembre de 2014 (pag.45) recoge los datos siguientes: “En 2013, el 45,7% de las compañías del Ibex, (48,6% en 2012) han establecido requisitos sobre el número mínimo de acciones para poder asistir a las juntas generales: – En 8 sociedades el límite estaba situado entre 500 y 1.500 acciones. – En 8 sociedades el número de acciones era inferior a 500. – Y las 19 restantes no tenían ninguna restricción estatutaria de esta naturaleza”.

³⁷ Ver “*Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas*” p. 20 dice: “*La problemática de los conflictos de interés en las decisiones de la junta general plantea problemas delicados desde el punto de vista de la técnica y de la política del derecho. Una solución extrema, que ciertamente cuenta con precedentes en el derecho comparado, consiste en establecer una cláusula general de prohibición de voto en caso de conflicto de*

a) La medida preventiva de prohibición del ejercicio del derecho de voto por el accionista que esté en los supuestos legales en los que se presume “iuris et de iure” que existe un conflicto entre sus intereses personales y el interés social. En este sentido, la nueva redacción del art. 190.1 prohíbe votar al socio en los acuerdos en los que existe un conflicto de intereses manifiesto que tipifica por referencia a aquellos que tengan por objeto: autorizarle a transmitir acciones o participaciones sujetas a una restricción legal o estatutaria, excluirle de la sociedad, liberarle de una obligación o concederle un derecho, facilitarle cualquier tipo de asistencia financiera, incluida la prestación de garantías a su favor o dispensarle de las obligaciones derivadas del deber de lealtad acordada conforme a lo previsto en el artículo 230. Aun cuando la prohibición de voto alcanza a todas las sociedades de capital, se establecen especialidades para las

interés. Esta es la línea que sigue el artículo 231-63 de la PCM, que impone con carácter general la obligación de abstenerse de votar al socio que, por sí o por representante, tenga un interés en conflicto con la sociedad. La alternativa opuesta consiste en mantener la solución de la actual LSC, con arreglo a la cual los conflictos de interés del socio son irrelevantes en la junta general, de manera que el problema no se trata ex ante (con fines de prevención), sino solamente ex post (con el remedio de la impugnación). La Comisión de Expertos considera que ninguna de estas fórmulas resulta adecuada. La primera peca por exceso porque conduce a generalizar de manera indiscriminada a todos los casos una solución prohibitiva, que tiene poco sentido en los conflictos meramente posicionales. No hay razón, en efecto, que justifique que el socio mayoritario no pueda votar cuando la minoría plantea, por ejemplo, su revocación como administrador. Tampoco está claro que sea adecuada en relación con las modificaciones estructurales y, en general, con las decisiones que afectan al contrato de sociedad. La segunda peca por defecto, ya que pasa por alto un elemento clave para garantizar el buen gobierno corporativo en el seno de las sociedades anónimas, tanto cotizadas como no cotizadas”.

sociedades anónimas³⁸. La consecuencia lógica de estas prohibiciones es el reajuste de las reglas de cómputo de las mayorías porque las acciones del socio que se encuentre en algunas de las situaciones de conflicto de interés contempladas en el apartado anterior se deducirán del capital social para el cómputo de la mayoría de los votos que en cada caso sea necesaria³⁹.

b) La medida posterior de impugnación del acuerdo adoptado con el voto decisivo del accionista en situación de conflicto de intereses no tipificados legalmente. Así, en los casos de conflictos de interés no tipificados legalmente (esto es, distintos de los anteriores), se especifica la carga de la prueba que corresponde a cada parte. Por ello, aun cuando los socios no estarán privados de su derecho de voto; cuando su voto haya sido decisivo para la adopción del acuerdo, corresponderá, en caso de impugnación, al socio o socios impugnantes la acreditación del conflicto de interés y a la sociedad y, en su caso, al socio o socios

³⁸ En ellas, el art. 190.1 de la LSC dice, en su segundo párrafo, que *“la prohibición de ejercitar el derecho de voto en los supuestos contemplados en los párrafos a) y b) anteriores solo será de aplicación cuando dicha prohibición esté expresamente prevista en las correspondientes cláusulas estatutarias reguladoras de la restricción a la libre transmisión o la exclusión”*.

³⁹ Ver *“Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas”* p. 20 dice: *“La primera consiste en establecer una cláusula específica de prohibición de derecho de voto en los casos más graves de conflicto de interés, para lo cual se propone generalizar a las sociedades anónimas, con ligeras modulaciones o restricciones, la norma actualmente prevista para las sociedades de responsabilidad limitada en el artículo 190.1 de la LSC y, por ende, a todas las sociedades de capital. No se encuentra justificación alguna para un tratamiento tan diferenciado de esta cuestión en uno y otro tipo de sociedades como el actualmente contenido en la LSC”*.

afectados por el conflicto, la carga de la prueba de la conformidad del acuerdo al interés social⁴⁰.

c) La medida consistente en exigir votaciones separadas, en el sentido previsto en la nueva redacción del apartado 2 del artículo 293 cuando dispone que *“cuando la modificación solo afecte a una parte de las acciones pertenecientes a la misma y, en su caso, única clase y suponga un trato discriminatorio entre ellas, se considerará a efectos de lo dispuesto en este artículo que constituyen clases independientes las acciones afectadas y las no afectadas por la modificación; siendo preciso, por tanto, el acuerdo separado de cada una de ellas. Se reputará que entraña trato discriminatorio cualquier modificación que, en el plano sustancial, tenga un impacto, económico o político, claramente asimétrico en unas y otras acciones o en sus titulares”*⁴¹.

⁴⁰ El art. 190.3 de la LSC exceptúa de esta regla *“los acuerdos relativos al nombramiento, el cese, la revocación y la exigencia de responsabilidad de los administradores y cualesquiera otros de análogo significado en los que el conflicto de interés se refiera exclusivamente a la posición que ostenta el socio en la sociedad. En estos casos, corresponderá a los impugnantes la acreditación del perjuicio al interés social”*. Ver *“Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas”* p. 21 dice: *“La segunda pieza del sistema de la regulación de los conflictos de interés se basa en el establecimiento de una presunción de infracción del interés social en los casos en que el acuerdo social haya sido adoptado con el voto determinante del socio o socios incurso en un conflicto de interés. A tal efecto, la Comisión de Expertos, basándose en la idea del entere fairness test consagrada en la práctica norteamericana de buen gobierno, propone la adición de un nuevo apartado 3 al artículo 190 de la LSC”*.

⁴¹ Ver *“Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas”* p. 21 dice: *“La tercera pieza del sistema se refiere a la exigencia de votaciones separadas de los distintos grupos de accionistas en las modificaciones estatutarias que los afecten de manera asimétrica en el plano sustancial, dando lugar a un tratamiento discriminatorio. No se trata ahora de*

5.4. ¿Es eficiente el nuevo régimen de “delegación de la representación y ejercicio del voto por parte de entidades intermediarias”?

La nueva redacción del art. 524 de la LSC por la Ley 31/2014 simplificó el texto previo para establecer un nuevo régimen de “*delegación de la representación y ejercicio del voto por parte de entidades intermediarias*” que permite que las entidades que aparezcan legitimadas como accionistas en virtud del registro contable de las acciones pero que actúen por cuenta de diversas personas, puedan, por una parte, fraccionar el voto y ejercitarlo en sentido divergente en cumplimiento de instrucciones de voto diferentes, si así las hubieran recibido; y, por otra parte, delegar el voto a cada uno de los titulares indirectos o a terceros designados por estos, sin que pueda limitarse el número de delegaciones otorgadas⁴².

introducir ninguna modificación sustancial, sino, simplemente, de retocar el artículo 293 de la LSC para aclarar que resulta aplicable incluso en supuestos en que exista una única clase de acciones y que el concepto de trato discriminatorio debe entenderse en sentido sustancial”.

⁴² Ver “*Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas*” p. 22 dice: “*La directiva pretende regular un supuesto muy habitual en la práctica: el caso de inversores extranjeros que efectúan sus inversiones a través de una cadena de intermediarios financieros que actúan como titulares fiduciarios (nominees) por cuenta del inversor último (beneficial owner). Con esta finalidad, la directiva establece que cuando la legislación nacional prevea requisitos de información, estos no podrán exceder de la comunicación de una lista en la que el intermediario indique a la sociedad la identidad de cada cliente y el número de acciones respecto de las que se ejerce el derecho de voto en su nombre. (...) La transposición de la directiva (artículo 13.4) solo requiere que nuestro ordenamiento acepte expresamente el voto divergente (que, por lo demás, debe admitirse con carácter general en nuestro sistema) en el caso de entidades que aparezcan legitimadas como accionistas de la sociedad, pero que actúen por cuenta de distintas*

En cuanto se refiere a la eficiencia de la modificación señalada en orden a facilitar una mayor participación de los accionistas en la junta y, en especial, el ejercicio efectivo de sus derechos políticos básicos⁴³, las medidas adoptadas son varias y trascendentes.

Relacionado con el tema tratado, pero diferente de aquel, es el de los deberes legales de ejercicio de los derechos políticos de las acciones en cartera por los gestores de los principales inversores institucionales. Así vemos como nuestro Ordenamiento impone a las Sociedades Gestoras de IIC el ejercicio de los derechos políticos de asistencia y de voto inherentes a los valores integrados en los fondos que administren cuando aquella participación tenga una antigüedad superior a 12 meses y represente un mínimo del 1% del capital de la sociedad participada y de informar de dicho ejercicio a sus partícipes (art. 46.1.d Ley 35/2003 de IIC y art. 115.1.i de su Reglamento aprobado por RD 1082/2012, según redacción modificada por el RD 83/2015, de 13 de febrero). Por su parte, la Comisión de Control de los FP deberá ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en su patrimonio, en particular, los de participación y voto en las juntas generales, pudiendo delegar dicho

personas (téngase en cuenta que estas entidades aparecen formalmente como accionistas en el registro de anotaciones y, por lo tanto, actúan en nombre propio, si bien por cuenta de dichos titulares indirectos o beneficial owners). Esta disposición es, además, coherente con la recomendación 6.ª del Código Unificado, adaptada en cuanto a su redacción al supuesto contemplado”.

⁴³ En TAPIA HERMIDA, A.J., “Primacía de los accionistas” cit. pp. 83 y ss. Llegábamos a la siguiente conclusión a este respecto: “9ª. En las sociedades cotizadas, la dilución o atomización del capital y la falta de incentivos para la asistencia personal del accionista convierten su representación en un elemento esencial para su control”.

ejercicio en la Entidad Gestora (arts. 69.7 y 81.2.c Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por R.D. Legislativo 304/2004, modificado por el RD 681/2014).

5.5. ¿Es eficiente el nuevo régimen de votación separada de los asuntos independientes?

Hasta su reforma por la Ley 31/2014, la LSC no establecía requisito alguno en cuanto a la forma en la que se debían votar las propuestas de acuerdo que se sometían a la junta general de accionistas, sino que se limitaba a exigir la constancia del resultado de las votaciones estableciendo –en su art. 201– la mayoría ordinaria y las mayorías legales y estatutarias reforzadas.

La nueva redacción del art. 197 bis, para prever la votación separada de aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes, entre los que enumera, en todo caso, los que tratan del nombramiento, la ratificación, la reelección o la separación de cada administrador; y, en la modificación de estatutos sociales, la de cada artículo o grupo de artículos que tengan autonomía propia⁴⁴.

⁴⁴ El APLSC sigue al art. 236–70 del PLCM que establecía una exigencia de votación separada por asuntos idéntica. Cfr. Recomendación 5 del CUBG de la CNMV, pp. 15 y 16. Ver asimismo “*Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas*” p. 19 dice: “*En cuanto a la votación separada de las propuestas de acuerdo, se considera muy importante que los accionistas puedan pronunciarse con sus votos respecto de cada una de las materias que se sometan a su consideración, sin que su agrupación pueda distorsionar el resultado de las votaciones. Se considera de especial relevancia la votación separada en dos materias en las que, en nuestra práctica societaria, no es infrecuente la presentación agrupada de las propuestas: el nombramiento, la reelección o la separación de administradores y las modificaciones estatutarias*”.

5.6. ¿Es eficiente la opción expresa por el criterio de la mayoría relativa?

La tercera novedad que introdujo la Ley 31/2014 en la LSC afecta al régimen de mayorías en la sociedad anónima establecido en el art. 201 en un doble sentido: Primero, porque añade a la previsión de que la mayoría ordinaria es la mayoría simple de los votos de los accionistas presentes o representados en la junta, la regla de que se entenderá adoptado un acuerdo cuando obtenga más votos a favor que en contra del capital presente o representado⁴⁵. Segundo, porque elimina, de facto, a los efectos de la votación, la diferencia de convocatorias en los asuntos que requieren el quórum reforzado conforme al art. 194 porque, en estos casos, si el capital presente o representado supera el 50%, bastará con que el acuerdo se adopte por mayoría absoluta; mientras que, cuando en segunda convocatoria concurren accionistas que representen el 25% o

⁴⁵ Ver "*Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas*" p. 24 dice: "Por todo ello, se entiende que el cómputo de la mayoría para la adopción de acuerdos en la junta general de accionistas debería efectuarse teniendo en cuenta únicamente los votos a favor frente a los adversos, lo que, además de facilitar la formación de la mayoría, permite respetar plenamente la voluntad de los accionistas que, aun asistiendo a la junta, deciden no participar en la adopción de la decisión. Este criterio, recogido en diversas jurisdicciones comparadas es, además, el propuesto en defecto de regulación específica para la sociedad anónima europea por el Reglamento (CE) n.º 2157/2001 del Consejo, de 8 de octubre de 2001, que en sus artículos 57 y 58 establece que los acuerdos de la junta general se tomarán por mayoría de votos válidos emitidos, y que entre los votos emitidos no se contarán los correspondientes a las acciones cuyos poseedores no hayan participado en la votación o se hayan abstenido, hayan votado en blanco o hayan emitido un voto nulo. El resultado de la aplicación de la mayoría relativa para la adopción por la junta de los asuntos ordinarios que se sometan a su decisión tendrá el efecto de clarificar la expresión de la voluntad social".

más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el 50%, se requerirá el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta.

6. ¿SON EFICIENTES LAS MODIFICACIONES DE LA INTERVENCIÓN DE LA JUNTA GENERAL EN LA REMUNERACIÓN DE LOS ADMINISTRADORES?

6.1. Consideraciones preliminares sobre la relevancia central de esta intervención en el sistema de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas.

Si partimos de que el papel básico de la junta general, en el sistema de gobierno corporativo de las sociedades anónimas, especialmente en las cotizadas, consiste en ser el organismo de control del órgano de administración y añadimos que la manifestación principal de aquel control incide en la remuneración de los administradores, concluiremos que las normas que regulen este control de la remuneración de los administradores por la junta general tienen una importancia esencial en el papel de la propia junta.

En general, las juntas de accionistas muestran un alto grado de apoyo a sus administradores tanto en el momento de su nombramiento como en el de su remuneración, si bien dicho porcentaje difiere según el tamaño de la compañía de tal manera que se puede constatar una regla proporcional conforme a la cual, a mayor tamaño de la sociedad, mayor porcentaje de apoyo muestran las propuestas de acuerdos de

nombramiento y remuneración de sus administradores⁴⁶. Con lo que las consecuencias de la “revolución de los managers” se ratifican estadísticamente con la separación entre propiedad y gestión; ya que el mayor tamaño facilita el mayor control por los gestores.

6.2. ¿Es eficiente extender la necesidad de acuerdo aprobatorio de la junta respecto del importe máximo de la remuneración anual del conjunto de los administradores?

La reforma de la LSC por la Ley 31/2014 ha intensificado el control de la junta general sobre la remuneración de los administradores en tres sentidos. Primero y con un alcance general, al modificar el art. 217 para extender la necesidad de acuerdo aprobatorio de la junta respecto del importe máximo de la remuneración anual del conjunto de los administradores en su condición de tales; facultándola para establecer el criterio de distribución de la retribución entre los distintos administradores. En estas decisiones, la junta deberá tomar en consideración los criterios informadores del sistema de remuneración, que determinará el concepto o conceptos retributivos a percibir por los administradores en su condición de tales (una asignación fija, dietas de

⁴⁶ En este sentido, los análisis de las juntas generales celebradas en los EEUU durante el primer semestre de 2014 (recogidos en Cloyd, M.A., “2014 Proxy Season Mid-Year Review”, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, July 17, 2014) muestran que las propuestas de nombramiento de administradores obtienen, en las grandes corporaciones, el 90% de apoyo accionarial, mientras que, en las microcorporaciones aquel apoyo llega al 78%. De forma análoga a lo que ocurre con las propuestas de remuneración de los administradores que obtienen, en las grandes corporaciones, el 79% de apoyo accionarial, mientras que, en las microcorporaciones aquel apoyo llega al 58%.

asistencia, participación en beneficios, retribución variable con indicadores o parámetros generales de referencia, remuneración en acciones o vinculada a su evolución, indemnizaciones por cese, siempre y cuando el cese no estuviese motivado por el incumplimiento de las funciones de administrador y los sistemas de ahorro o previsión que se consideren oportunos). En general, estas decisiones de la junta deberán tener en cuenta los criterios generales de proporcionalidad razonable de la remuneración con la importancia de la sociedad, la situación económica que tuviera en cada momento y los estándares de mercado de empresas comparables; de rentabilidad y sostenibilidad a largo plazo de la sociedad; y de prevención de la asunción excesiva de riesgos y la recompensa de resultados desfavorables.

6.3. ¿Es eficiente exigir que la junta general determine el porcentaje efectivamente aplicable, cuando la remuneración incluya una participación en los beneficios?

En el caso de que la remuneración incluya una participación en los beneficios, la nueva redacción del art. 218 de la LSC exige que, cuando los estatutos sociales fijen el porcentaje máximo de la participación, la junta general determine el porcentaje que será efectivamente aplicable.

6.4. ¿Es eficiente completar el contenido mínimo del acuerdo de la junta general, cuando la remuneración de los administradores se vincule a las acciones?

Cuando la remuneración de los administradores se vincule a las acciones de la sociedad anónima, la nueva redacción del el art. 219 de la LSC incorpora algunos matices técnicos en el acuerdo que debe adoptar la junta general de accionistas, que deberá incluir el número máximo de acciones que se podrán asignar cada ejercicio a este sistema de remuneración, el precio de ejercicio o el sistema de cálculo del precio de ejercicio de las opciones sobre acciones, el valor de las acciones que, en su caso, se tome como referencia y el plazo de duración del plan.

7. ¿ES EFICIENTE LIMITAR EL DERECHO DE IMPUGNACIÓN DE LOS ACUERDOS DE LA JUNTA GENERAL?

7.1. ¿Se limita materialmente el derecho de impugnación?

Pregunta problemática desde su mismo enunciado porque cabe cuestionar si el balance final implica una limitación de aquel derecho de impugnación o un ejercicio más eficiente del mismo⁴⁷.

⁴⁷ Ver “*Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas*” p. 28 dice: “*El régimen de impugnación de los acuerdos de la junta general es esencial para la correcta configuración del gobierno de las sociedades. Su regulación es, por un lado, instrumento básico para preservar el interés social y la protección de las minorías y, por otro, aspecto esencial para la seguridad del tráfico jurídico y la eficiencia empresarial. Estas son las coordenadas en que se ha movido la Comisión de Expertos a la hora de reflexionar sobre esta materia. Sorprende la poca atención que el legislador ha dedicado a este capítulo crucial del derecho de las sociedades de capital, tal vez explicable por el hecho conocido de que las*

En efecto, el PLSC introduce dos tipos de modificaciones en la configuración del derecho básico de los accionistas de impugnar los acuerdos sociales (art. 93.c) que operan en un doble y antagónico sentido porque:

a) Por un lado, amplía y simplifica las causas de impugnación.

b) Pero, por otro lado, restringe algunos aspectos esenciales del ejercicio de aquel derecho sobre la base de una sospecha de abuso del mismo⁴⁸.

directrices comunitarias no lo han abordado, al haber fracasado tantas veces los intentos armonizadores realizados por los diversos proyectos y propuestas de quinta directiva. Sea como fuere, lo cierto es que las normas que hoy regulan la materia en España son sustancialmente iguales a las de la ley de 1951, que —según ha mostrado la práctica de más de sesenta años— adolecen de notables insuficiencias, que la hacen pecar tanto por defecto (en la protección material de las minorías) como por exceso (en las oportunidades que brinda para el abuso del derecho de impugnación y la consiguiente puesta en peligro de la necesaria seguridad del tráfico). Entre tanto, los países de nuestro entorno, conscientes de su importancia, han reformado en tiempos recientes la regulación de la impugnación de los acuerdos sociales (sirvan, como ejemplo, los casos de Alemania o Italia). Más allá de los detalles, es relevante destacar ahora con carácter general que sus reformas tienen evidentes similitudes: la configuración de la impugnación de los acuerdos sociales como una institución en cierto modo autónoma e independiente del régimen común de nulidad de los actos y negocios jurídicos; un diseño más amplio de las causas de impugnación (señaladamente en lo relativo al concepto de interés social, que incluye también el interés del socio común o del común de los socios, frecuentemente amenazado por el interés del socio mayoritario), y la adopción de ciertas cautelas en materia de vicios formales poco relevantes y de legitimación, cuyo propósito es evitar el uso estratégico y puramente oportunista de la acción de impugnación por socios desaprensivos”.

⁴⁸ Ver “Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas” pp. 28 y 29 dice: “La PCM, consciente sin duda de los defectos apuntados, modifica sustancialmente y mejora el régimen de la impugnación de acuerdos sociales, avanzando en la línea correcta de la lucha contra el abuso del derecho de impugnación (que había reclamado el Código Unificado en la recomendación que en su día dirigió al Gobierno), aunque no lo hace tanto

7.2. ¿Resulta eficiente ampliar y simplificar las causas de impugnación?

La Ley 31/2014 ha ampliado el régimen de impugnación en 4 sentidos porque:

a) Amplia el supuesto de los acuerdos radicalmente nulos por contrariedad al orden público, incluyendo no solo aquellos que lo son por su causa o contenido, sino también por las circunstancias en que se adoptan⁴⁹.

b) Simplifica las causas de impugnación en torno a la nulidad con el efecto colateral de ampliar el plazo único de caducidad al año por el art. 205⁵⁰.

en la línea sustantiva de reforzar la protección material en los casos justificados de ofensa. Por ello, esta comisión de expertos considera que es necesario dar un paso más en la configuración de esta normativa. Se trata, por un lado, de ampliar la tutela del interés social y de la protección de los derechos de las minorías, y de restringir, por otro lado, aquellos aspectos formales o procesales que se prestan al abuso del derecho de impugnación en detrimento de la seguridad del tráfico y la eficiencia de la organización societaria. En definitiva, esta comisión de expertos entiende que es precisa una reforma que simplifique el tratamiento de la impugnación con vistas a alcanzar esos dos objetivos de maximizar la protección material de los accionistas minoritarios y de minimizar los riesgos de uso oportunista o táctico del derecho de impugnación”.

⁴⁹ Ver “Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas” p. 29 dice: “La cuarta medida es ampliar el supuesto de los acuerdos radicalmente nulos por contrariedad al orden público, incluidos no solo aquellos que lo son por su causa o contenido, sino también por las circunstancias en que se adoptan; el caso ejemplar es el de aquellos acuerdos que simplemente no se han tomado porque no se ha celebrado o, ni siquiera se ha convocado, la junta general. Los acuerdos inexistentes no pueden sobrevivir con el paso del tiempo”.

⁵⁰ Por ello, el “Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas” p. 29 empieza diciendo: “Para maximizar la protección material del interés social y la defensa de los

c) Incluye –por coherencia sistemática– entre los acuerdos impugnables aquellos que se opongan al reglamento de la junta de la sociedad⁵¹.

d) Considera –a efectos de calificar de impugnables determinados acuerdos por lesionar el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros– que dicha lesión del interés social se produce no sólo cuando el acuerdo causa daño al patrimonio social, sino también cuando, aun cuando no cause aquel daño, se impone de manera abusiva por la mayoría, abuso que se entiende producido cuando, sin responder a una necesidad razonable de la sociedad, se adopta por la mayoría para obtener un beneficio propio en detrimento injustificado de los demás socios⁵².

derechos de los accionistas minoritarios propone varias medidas: La primera es ampliar el plazo temporal para poder impugnar los acuerdos contrarios a los estatutos y al interés social, que hoy es solo de cuarenta días. Este objetivo se logra simplificando el régimen y aboliendo la distinción entre acuerdos nulos (contrarios a la ley) y acuerdos anulables (contrarios a los estatutos y al interés social). En la propuesta que se eleva al Gobierno se unifican todos los casos de impugnación bajo un régimen general de anulación para el que se prevé un plazo de caducidad de un año. La única excepción son los acuerdos —verdadera o radicalmente nulos— que por sus circunstancias, causa o contenido son contrarios al orden público, que se reputan imprescriptibles. El plazo de un año se reduce, en el caso de las sociedades cotizadas, a tres meses, debido a la mayor necesidad en este ámbito de lograr pronto la debida estabilidad de los acuerdos sociales”.

⁵¹ Ver “*Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas*” p. 29 dice: “*La segunda consiste en crear una nueva causa de impugnación, consistente en la infracción de los reglamentos de junta o, en el caso del consejo, del reglamento del consejo. De este modo, se crea un remedio útil para combatir las infracciones de estas normas internas de creciente importancia en la vida de las sociedades, sobre todo en las cotizadas, donde estas piezas de desarrollo normativo son obligatorias*”.

⁵² Ver “*Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas*” p. 29 dice: “*La tercera —especialmente relevante— se basa en la ampliación del concepto de interés social. Con*

7.3. ¿Son eficientes las nuevas excepciones a los motivos de impugnación?

La nueva redacción del art. 204 de la LSC añade una serie de excepciones a los motivos de impugnación que tienen un efecto materialmente restrictivo del derecho a impugnar y que se basan en la necesidad de prevenir los abusos en el ejercicio de este derecho⁵³. Tales excepciones

frecuencia, nuestra doctrina y nuestra jurisprudencia, a la vista del tenor literal de la norma reguladora de las causas de impugnación, se han resistido a incluir dentro de las infracciones del patrimonio social aquellos casos en que los acuerdos, aun cuando no afectan negativamente al interés social, resultan injustificadamente lesivos para los accionistas minoritarios (aumentos de capital no necesarios para el desarrollo de la empresa y planificados única y exclusivamente con la finalidad de diluir a la minoría, opresión de los accionistas minoritarios mediante prácticas recurrentes de no distribución de dividendos, etc.). Es cierto que, en algunas ocasiones, al problema se le ha encontrado remedio canalizando su tratamiento por la vía del abuso del derecho y configurándolo como abuso de mayoría. No obstante, el desarrollo de esta doctrina es aún muy incipiente. En opinión de esta comisión, resulta, por ello, oportuno eliminar los obstáculos formales o literales existentes en la normativa actual consagrando expresamente este supuesto como causa de impugnación, lo que facilitará —en línea con otras experiencias comparadas— la lucha contra prácticas societarias que constituyen abusos flagrantes”.

⁵³ Ver “Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas” p. 29 dice: “Junto a estas medidas se propone la adopción de otras que tratan de evitar el abuso del derecho de impugnación y su utilización con fines poco confesables. Se trata ahora de minimizar el riesgo del uso estratégico y oportunista del derecho. En esta línea se sugieren algunas medidas: (...) Otra vía propuesta para reducir la incidencia del abuso consiste en establecer una serie de casos de improcedencia de la impugnación que se explican por sí mismos: cuando la impugnación se funde en la infracción irrelevante de los requisitos procedimentales, establecidos por la ley, los estatutos o el reglamento de la junta y, en su caso, del consejo, pues en ese caso —como viene sosteniendo nuestra jurisprudencia en materia de abuso de la nulidad por vicios de forma— no subsiste un interés legítimo en la anulación, supuesto al cual es equiparable el caso en que la infracción se base en la incorrección o insuficiencia de la información facilitada por la sociedad en respuesta al ejercicio del derecho de información cuando la información incorrecta o no facilitada no hubiera sido esencial para el ejercicio razonable, por parte del accionista o socio medio,

aplican una técnica regulatoria que, tras definir el supuesto de hecho de la excepción sobre la base de la escasa relevancia material del motivo en sí, añade una salvedad (o excepción a la excepción) que, por su importancia material, hace renacer el motivo de impugnación de modo tal que:

a) No es motivo de impugnación la infracción de requisitos meramente procedimentales establecidos por la ley, los estatutos o los reglamentos de la junta y del consejo, para la convocatoria o la constitución del órgano o para la adopción del acuerdo (excepción), salvo que su importancia material justifique su consideración como motivo válido de impugnación por tratarse de una infracción relativa a la forma y plazo previo de la convocatoria, a las reglas esenciales de constitución del órgano o a las mayorías necesarias para la adopción de los acuerdos, así como cualquier otra que tenga carácter relevante.

b) No es motivo de impugnación la incorrección o insuficiencia de la información facilitada por la sociedad en respuesta al ejercicio del derecho de información (excepción), salvo que la importancia material de la información incorrecta o no facilitada afectara de forma esencial a un

del derecho de voto o de cualquiera de los demás derechos de participación. También se propone la explicitación legal de la improcedencia de la impugnación fundamentada en la participación en la junta de personas no legitimadas cuando no ha sido determinante para la válida constitución del órgano o en la invalidez de uno o varios votos, o por el cómputo erróneo de los emitidos, salvo que el voto inválido o el error de cómputo hubieran sido determinantes para la consecución de la mayoría exigible (la llamada «prueba de resistencia», ampliamente admitida ya por la doctrina)».

ejercicio razonable por parte del accionista o socio medio, del derecho de voto o de cualquiera de los demás derechos de participación.

c) No es motivo de impugnación la participación en la reunión de personas no legitimadas, salvo que esa participación hubiera sido determinante para la válida constitución del órgano; y tampoco es motivo de impugnación la invalidez de uno o varios votos o el cómputo erróneo de los emitidos, salvo que el voto inválido o el error de cómputo hubieran sido determinantes para la consecución de la mayoría exigible. Expresiones ambas del principio de conservación del negocio jurídico.

7.4. ¿Son eficientes las nuevas restricciones a la legitimación de los socios para impugnar?

La Ley 31/2014 modifica el art. 206 de la LSC en un doble -y, en cierto modo, antagónico- sentido ya que: por un lado, proyecta la simplificación de las causas de impugnación en una simplificación simétrica de la legitimación para impugnar porque la reconoce a cualquiera de los administradores, los terceros que acrediten un interés legítimo y los socios. Pero, por otro lado y respecto de éstos últimos, introduce una serie de restricciones ya que, por una parte, exige que hubieran adquirido la condición de socio *“antes de la adopción del acuerdo”* que impugnan y, por otro lado, requiere que *“representen, individual o conjuntamente, al menos el uno por ciento del capital”*. Con ser este porcentaje legal muy reducido, la restricción puede ser muy significativa en las grandes corporaciones donde resulta muy difícil alcanzarlo, con lo que se produce un efecto práctico de expulsión de los pequeños accionistas del colectivo

de personas legitimadas. Es por ello por lo que la nueva redacción del art. 206 de la LSC se apresura a introducir dos remedios paliativos consistentes en permitir que los estatutos sociales reduzcan el porcentaje de capital indicado y en reconocer a los socios que no lo alcancen un derecho al resarcimiento del daño que les haya ocasionado el acuerdo impugnado⁵⁴.

Procede ahora preguntarse si estas modificaciones son eficientes en orden a los dos objetos básicos de política legislativa respecto de la posición de la junta general de accionistas, a saber:

a) “Ad extra”, si colaboran a una intervención más efectiva de la junta en la actividad social y, en especial, en el control del órgano de administración.

⁵⁴ Ver “*Estudio sobre Propuestas de modificaciones normativas*” p. 30 dice: “La primera y seguramente más importante consiste en restringir la legitimación. Hasta la fecha cualquier accionista, aunque poseyera una sola acción, podía poner en jaque a la sociedad con una acción de impugnación, normalmente basada en vicios menores de procedimiento, según acredita la jurisprudencia. La PCM reaccionó frente a esta grave problemática de la práctica subiéndolo el listón, aunque seguramente ha ido demasiado lejos. De acuerdo con ella, solo están legitimados para impugnar los accionistas que reúnan una participación de minoría, que se cifra en el 5 % del capital en las sociedades ordinarias y en el 1 % en las sociedades cotizadas. La Comisión de Expertos ha considerado que no debía llegarse a una restricción tan acusada y por eso propone umbrales considerablemente más bajos, inspirándose para ello en precedentes vecinos y, concretamente, en el caso italiano: el 1 % para las sociedades no cotizadas y el 0,1 % o uno por mil del capital para las cotizadas. Con todo, debe señalarse que los accionistas que queden debajo de ese umbral no quedan indefensos, ya que en todo caso se les reconoce el derecho de proceder contra la sociedad reclamando la indemnización de los daños y perjuicios que les haya ocasionado el acuerdo impugnado”.

b) “Ad intra”, si coadyuvan a la mayor participación de los accionistas en la junta y, en especial, el ejercicio efectivo de sus derechos políticos básicos.