



**REFLEXIONES SOBRE  
LA JUNTA GENERAL  
DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL**

**Sobre la transposición al derecho español de la  
Directiva de voto transfronterizo**

**María Teresa Martínez Martínez  
Profesor Titular de Derecho Mercantil  
(Universidad Complutense de Madrid)**

Comunicación presentada a la Jornada Internacional “Reflexiones sobre la Junta General de las sociedades de capital”, organizada en el marco del proyecto de investigación SEJ 2007-63752/JURI “Estudio de la función de la Junta General en las sociedades de capital: problemas y propuestas de solución”, cuyo investigador principal es el Prof. RODRÍGUEZ ARTIGAS.

SOBRE LA TRANSPOSICION AL DERECHO ESPAÑOL DE LA *DIRECTIVA DE VOTO TRANSFRONTERIZO*<sup>1</sup>

M<sup>a</sup> Teresa Martínez Martínez

Profesora Titular de Derecho Mercantil. Universidad Complutense

**SUMARIO. I. INTRODUCCIÓN: SOBRE LOS PLAZOS DE INCORPORACIÓN DE LA DIRECTIVA Y EL RÉGIMEN DE LA REPRESENTACIÓN EN LA JUNTA. II. CONTENIDOS NECESARIOS DE LA REFORMA. 1. Sobre la publicidad y el contenido de la convocatoria y de la información complementaria. 2. Sobre la admisión del voto divergente. 3. Sobre el recuento y la publicación de los resultados de las votaciones. III. LA *UBICACIÓN* ACONSEJABLE PARA LA REFORMA (UNA ÚLTIMA REFLEXIÓN SISTEMÁTICA)**

**I. INTRODUCCIÓN: SOBRE LOS PLAZOS DE INCORPORACIÓN DE LA DIRECTIVA Y EL RÉGIMEN DE LA REPRESENTACIÓN EN LA JUNTA**

El 3 de agosto del año 2009 finaliza el plazo para la incorporación a los Derechos nacionales, de la Directiva 2007/36/CE de 11 de julio de 2007 sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (a la que se ha aludido a menudo como la Directiva de voto transfronterizo). Hay que advertir, sin embargo, que algunas disposiciones de la Directiva no exigen su transposición en ese plazo. Son unas pocas normas con cierta trascendencia por afectar a una pieza central para la efectividad de los derechos de los accionistas de sociedades cotizadas en la Junta general y por tanto, para la realización de los objetivos programáticos de la Directiva.

Me refiero a la incorporación de las disposiciones que limitan la posibilidad de restringir las condiciones en que podrán ejercitar derechos de voto los representantes que se hallen en conflicto de intereses, entre los que se cuentan los miembros del consejo de administración. Para eliminar las restricciones vigentes en los Derechos nacionales e incompatibles con la Directiva, el plazo de incorporación de ésta se amplía hasta el 3 de agosto de 2012 (art. 15, párrafo 2 de la Directiva). Conforme a las disposiciones de la Directiva, los estados miembros sólo podrán establecer o permitir

---

<sup>1</sup> Este trabajo se realiza en el marco del Proyecto de Investigación SEJ 2007-63752/JURI, “Estudio de la función de la junta general en las sociedades de capital: problemas y propuestas de solución”, financiado por el MEC (Investigador principal: Fernando Rodríguez Artigas).

que las sociedades establezcan, determinadas restricciones al ejercicio de derechos por los representantes para resolver posibles conflictos de intereses (art. 10.3). En el taxativo catálogo de las restricciones posibles, la restricción o prohibición del voto se condiciona al hecho de no tener el representante instrucciones precisas respecto al sentido en que debe votar para cada una de las propuestas sobre las que disponga de poder para hacerlo. Nuestro Derecho positivo, al no contemplar esta salvedad cuando prohíbe en todo caso, a los administradores de sociedades cotizadas votar por delegación las propuestas que enumera el art. 114.1 LMV (las de nombramiento, ratificación, destitución o cese del administrador que ha obtenido representación para la Junta mediante solicitud pública; el ejercicio contra él de la acción social de responsabilidad y la aprobación o ratificación de operaciones con el administrador o con personas a las que controla o representa) ofrece un planteamiento que además de resultar intrínsecamente discutible (RONCERO, A., “La captación del voto a través de la solicitud pública de representación”, en VV. AA., *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, I, Cizur Menor (Navarra), 2006, pgs. 399 ss., 433-34) plantea problemas de compatibilidad con la Directiva. Estos problemas deberían afrontarse (y resolverse) en el contexto de una reforma meditada del régimen de la solicitud pública de representación, insistentemente reclamada desde la doctrina y que figura (como uno de los mecanismos legislativos orientados a facilitar la coordinación entre pequeños accionistas) en el paquete de medidas que recomienda el anexo II al Código Unificado de Buen Gobierno (recomendación complementaria 3) (RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., “Junta general y derechos del accionista”, en “Comentarios a las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno, *RdS*, nº 27 (2006) pgs. 31 ss, 56-57). Una reforma orientada a “incrementar la transparencia y neutralidad” (por emplear los términos de la Recomendación) de las solicitudes públicas de representación, que debería ir mucho más allá de lo que exige la compatibilidad de nuestro inoperante Derecho vigente con el no muy riguroso régimen de la Directiva en este extremo.

Con esta salvedad, parece que el Gobierno español no está siendo insensible a la exigencia de incorporar en breve el contenido de la Directiva. Así parece deducirse de la Nota de Prensa del Ministerio de Justicia anunciando la aprobación por el Consejo de Ministros, con fecha de 6 de febrero de 2009, de un Anteproyecto de Ley que pretende adoptar la legislación comunitaria para revitalizar las juntas generales de las sociedades cotizadas y fomentar el activismo de los accionistas minoritarios. A fecha de hoy, sin embargo, el Anteproyecto no ha ingresado como Proyecto de Ley en el Congreso de los

Diputados, lo que hace prácticamente imposible su aprobación antes de las vacaciones parlamentarias y por tanto, en el plazo general que exige la Directiva.

El objeto de esta comunicación es realizar unas breves observaciones críticas al hilo de las escasas informaciones públicas que se han proporcionado sobre el Anteproyecto. Observaciones acerca de los contenidos que necesariamente debería incorporar la reforma, y sobre su adecuada inserción sistemática.

## **II. CONTENIDOS NECESARIOS DE LA REFORMA**

La nota de prensa del Ministerio de Justicia acerca del Anteproyecto de Ley que pretende incorpora al Derecho español la Directiva 2007/36/CE, se congratula de “la calidad de nuestro actual marco regulatorio, que ya está en un nivel de modernización puntera, a veces incluso por encima de los estándares de armonización que se establecen”. No obstante, como se afirma a continuación, “aún existen algunos aspectos regulatorios necesitados de ajuste y mejora, a los que atiende adecuadamente la ley”.

Esta afirmación, en la que se deja ver una complacencia excesiva sobre la calidad de nuestra legislación societaria, resulta sustancialmente correcta. El motivo de que lo sea no hay que buscarlo tanto, sin embargo, en el rigor y eficacia del régimen autóctono que diseña los mecanismos de funcionamiento de las Juntas generales y participación en ellas de los accionistas, para las sociedades anónimas en general y cotizadas en particular, como en la escasa ambición del texto comunitario, que se ha limitado a fijar unos mínimos muy por debajo del nivel óptimo deseable y que cuenta con escasas disposiciones imperativas y muchos contenidos opcionales (para los estados) y potestativos (para las sociedades cotizadas). En realidad, el legislador español podría haber considerado ya incorporados contenidos sustanciales de la Directiva a través de las normas deducidas de las últimas reformas societarias (en particular, las que proceden de la Ley de Transparencia y de la Ley sobre la SE domiciliada en España), y sólo unos pocos aspectos del texto comunitario precisaban de una mayor concreción o regulación *ex novo*. A continuación precisaremos brevemente cuáles son las innovaciones que la proyectada reforma debería aportar para entender plenamente adoptadas las disposiciones de la Directiva.

### **1. Sobre la publicidad y el contenido de la convocatoria y de la información complementaria**

En nuestro Derecho vigente existe un problema de insuficiente rango normativo de las normas que desarrollan las disposiciones introducidas en la LMV por la Ley de Transparencia (en particular, la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades cotizadas, y la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV). Se trata de normas que se ocupan de algunos de los extremos más rigurosamente imperativos de la Directiva, como son los contenidos de la convocatoria de las Juntas y de la información que debe hacerse accesible con ella y que pretende ilustrar, por una parte, sobre el contenido de los acuerdos a adoptar, y por otra parte, sobre los requisitos y procedimientos para el ejercicio de los derechos de los accionistas en la Junta general. De manera que es conveniente aprovechar la ocasión que brinda la transposición de la Directiva para dar a estas normas el rango legal que por su importancia merecen. Algunas precisiones y añadidos resultan, además, necesarios.

La exigencia comunitaria de asegurar la difusión pública, efectiva y gratuita en toda la Unión europea de la convocatoria y de la información que debe hacerse simultáneamente accesible (art. 5.2 de la Directiva), ya venía satisfecha en España a través de la progresión en la digitalización de los datos registrados ante la Comisión Nacional del Mercado de valores, y a través de las propias webs corporativas en virtud de los desarrollos reglamentarios de la exigencia, en la LMV, de emplear estos portales como medio para facilitar los deberes de publicidad impuestos por la legislación societaria y el derecho de información de los accionistas (Orden ECO, cuarto, y Circular 17/2004, Anexo III). Lo que añade el Anteproyecto de incorporación de la Directiva a este panorama, es la elevación a rango legal de las normas correspondientes, y la posibilidad de que las sociedades cotizadas, a diferencia del resto de las sociedades anónimas, difundan el anuncio de convocatoria mediante uno solo de los dos medios de publicidad generales que exige el art. 97.1 LSA (el BORM y un diario de gran circulación), especificando, como parece lógico, que el periódico por el que podría optarse deberá tener una circulación prevalente en España (y no sólo en la provincia, como se limita a exigir el art. 97.1 LSA).

Mayor adecuación exigen las normas actuales sobre los contenidos necesarios de la convocatoria, deficientemente regulados tanto en la LSA (art. 97), como en los desarrollos reglamentarios de la Ley de Transparencia. El apartado cuarto de la Orden ECO de 26 de diciembre de 2003 y la Circular 1/2004 de la CNMV, adolecen de cierta imprecisión a la hora de decidir cuáles son las indicaciones que debe contener la propia

convocatoria, y cuáles las informaciones complementarias que deben hacerse accesibles en la web corporativa con o sin mención en aquélla. Las disposiciones de los apartados 3 y 4 del art. 5 de la Directiva (que se ocupa globalmente de la información previa a la Junta general) resultan más clarificadoras y permiten una mayor integración entre el anuncio de convocatoria y las informaciones complementarias. La incorporación de estas exigencias hace precisas, a mi juicio, disposiciones con el siguiente contenido:

\* la convocatoria ha de indicar con claridad y precisión los procedimientos que los accionistas deben cumplir para poder ejercitar sus derechos a la participación y el voto en la Junta, y realizar las indicaciones oportunas acerca de la disponibilidad en la web de la sociedad de los formularios que deben utilizarse para el ejercicio de estos derechos. Un formulario para la representación en la Junta deberá estar siempre disponible. Si la sociedad acepta la remisión por vía electrónica de este formulario, el voto por medios electrónicos o el voto por correo, deberá indicar en la convocatoria el procedimiento a seguir y la accesibilidad, en la propia web corporativa, de los formularios que han de emplearse;

\* la convocatoria debe hacer mención del derecho de información, así como del derecho de las minorías accionariales a incluir nuevos puntos en el orden del día de la Junta o propuestas de acuerdo, señalando necesariamente el plazo para su ejercicio, y con posibilidad de remitir a un apartado de la web para ulteriores detalles. La incorporación de la Directiva exige alguna modificación significativa por lo que se refiere al derecho a incluir nuevos puntos en el orden del día o propuestas de acuerdo, cuya novedosa regulación (a través de la Ley sobre la SE domiciliada en España), curiosamente, no satisface las exigencias comunitarias. Aparte de la mención de este derecho en la convocatoria, debería quedar claro que las minorías no sólo pueden completar la convocatoria (esto es, añadir nuevos puntos al orden del día), sino también, presentar propuestas de acuerdo (en su caso, contrapropuestas a las que formulen los administradores) sobre los puntos ya anunciados. El art. 97.3 LSA no se refiere a este derecho, tanto o más interesante que el anterior para movilizar el posible descontento de los accionistas minoritarios frente a las propuestas de los administradores (p.e., respecto a la designación de consejeros). Aquella norma tampoco condiciona el ejercicio del derecho a añadir puntos al orden del día, como exige la Directiva, a la adición por quienes lo ejerciten de una justificación o de una propuesta de acuerdo presentado ante

la Junta (art. 6.1 Directiva: vid., ampliamente, MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M. T., “La Directiva sobre el ejercicio de los derechos de los accionistas en la Junta general de las sociedades cotizadas y su impacto sobre el Derecho español”, *RdS*, nº 29 (2007), pgs. 39 ss., 55-57).

\* Hay que hacer notar que la Directiva aboga por la necesidad de una difusión eficaz **de las propuestas de acuerdo o del orden del día revisado** como consecuencia del ejercicio de los derechos a completar la convocatoria o proponer nuevas resoluciones a la Junta. Nuestro art. 97 sólo exige publicar “el complemento de la convocatoria”, y no, como reclama la Directiva, el orden del día completo, una vez añadidos los nuevos puntos por iniciativa de los accionistas (MARTÍNEZ MARTÍNEZ, ob. cit., pg. 61). La antelación con la que habrá de publicarse el orden del día revisado deberá ser suficiente como para permitir a los accionistas nombrar a un representante o votar por correo. En cuanto a las nuevas propuestas de acuerdo, deberían añadirse a la web corporativa “en cuanto sea posible una vez la sociedad los haya recibido”. El plazo de los quince días antes de la Junta que el art. 97 considera suficiente para publicar “el complemento de la convocatoria” no debe limitar las posibilidades de designación de apoderados y voto por correo, en su caso, y desde luego, no debería ser aprovechado por las sociedades cotizadas para demorar la publicación del nuevo orden del día o las nuevas propuestas de acuerdo si por la fecha de su recepción, es posible publicarlas antes.

El Anteproyecto de ley aprobado el 6 de febrero, acoge la discutible opción de la Directiva (art. 6.1, segundo párrafo), de no reconocer este derecho para las Juntas extraordinarias. Se trata, conviene recordarlo, de una opción (no de una exigencia), condicionada al reconocimiento en la legislación nacional de un derecho de los accionistas o de las minorías que no superen el 5 % del capital social, a convocar o a pedir a la sociedad que convoque, una Junta general distinta de la anual;

\* la convocatoria debe especificar que sólo tendrán derecho a asistir y votar en la Junta general quienes puedan legitimarse como accionistas conforme a los requisitos de registro previo de la titularidad de acciones que exige nuestro Derecho, y por tanto, aparezcan como legitimados conforme al registro de anotaciones en cuenta con cinco días de antelación a aquel en que deba celebrarse la Junta;

\* por último, la convocatoria debe contener las indicaciones precisas para completar la información preparatoria de la Junta general, precisando la dirección de la web corporativa, el lugar y la forma de obtener el texto completo de las propuestas de acuerdo que se van a debatir y de la documentación que se presentará en la Junta general.

También la incorporación de las exigencias de la Directiva respecto a la información complementaria que debe publicar el sitio de Internet de las sociedades cotizadas desde que se inserte el anuncio de convocatoria, necesitan de alguna precisión. La Directiva exige que conste el número total de acciones y derechos de voto en la fecha de la convocatoria, desglosando los que corresponden a cada categoría de acciones. Mayor interés tiene destacar la importancia de las disposiciones comunitarias, que obligan a hacer accesibles todas las propuestas de acuerdo que los administradores presenten con respecto a cada punto del orden del día, y en cuanto sea posible, las que presenten los accionistas. Sólo cuando los administradores no propongan la adopción de acuerdo alguno, se permite sustituir las propuestas de acuerdo por “un comentario de un órgano competente de la sociedad sobre cada uno de los puntos” del orden del día (art. 5, 4 d) Directiva). Conviene que nuestro legislador eleve a rango legal una exigencia (la de poner en la web el texto íntegro de todos los acuerdos propuestos) que, aunque ya está clara en la Circular 1/2004 de la CNMV (Anexo III, epígrafe 17), no parece haber sido bien entendida por algunas sociedades cotizadas, que a través de diversos subterfugios (la alusión a que sólo se publicarán las propuestas cuya comunicación resulte obligatoria conforme a la LSA, la salvedad deducida de posibles modificaciones o fijación de las propuestas tras la convocatoria), tratan de restringir el alcance de estas importantes previsiones informativas (MARTÍNEZ MARTÍNEZ, “El Reglamento de la Junta general y la información de los accionistas en las sociedades cotizadas: la insuficiencia del enfoque autorregulador”, en VV. AA., *Estudios de Derecho de Sociedades y Derecho concursal. Libro Homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, T. II., Madrid-Barcelona-Buenos Aires, 2007, pgs. 917 ss., 941)

## **2. Sobre la admisión del voto divergente.**

El art. 13 de la Directiva hace frente a una de las cuestiones más problemáticas del voto transfronterizo, que surge por la posibilidad de que aparezcan legitimados como accionistas (y por tanto, como titulares de los derechos de participación en las



Juntas generales de la sociedad emisora) personas (intermediarios) que actúan fiduciariamente a título profesional por cuenta de varias personas físicas o jurídicas. La existencia de cadenas transnacionales de intermediación en la tenencia de acciones poco transparentes, plantea un problema de identificación, por parte de la sociedad cotizada, de la titularidad real de sus accionistas extranjeros. Conforme a los objetivos programáticos de la Directiva, habría que adoptar una serie de medidas legales capaces de restituir al accionista en origen el poder de decisión que hoy pueden ejercer autónomamente los titulares fiduciarios que aparecen como accionistas según los sistemas de registro nacional de acciones de las sociedades cotizadas. Entre las disposiciones que contiene el art. 13 de la Directiva para este supuesto, hay una cuya adopción parece imperativa y que figura también entre las Recomendaciones del CUBG relativas a la Junta general de las sociedades cotizadas (Recomendación 6).

Conforme al art. 13.4 de la Directiva, un accionista que actúe a título profesional por cuenta de otra persona física o jurídica (el “cliente”), debe estar autorizado por las legislaciones nacionales a “emitir votos de signo distinto en función de las acciones a las que estén vinculados”. Se trata del “Fraccionamiento del voto”, en términos de la rúbrica de la Recomendación 6 del CUBG, o voto divergente que deberían permitir las sociedades “a fin de que los intermediarios financieros que aparezcan legitimados por accionistas pero actúen por cuenta de clientes distintos, puedan emitir sus votos conforme a las instrucciones de éstos”.

### **3. Sobre el recuento y la publicación de los resultados de las votaciones.**

También existen algunos paralelismos entre los planteamientos de la Directiva y los del CUBG, a la hora de reclamar la adopción de medidas que mejoren los procedimientos de votación de las propuestas sometidas a la Junta general de las sociedades cotizadas, y una mayor transparencia de los resultados de las votaciones. Parece evidente, como se ha puesto de relieve desde sectores doctrinales y profesionales autorizados (RODRÍGUEZ ARTIGAS, ob. cit., pg. 45) que la autenticidad de la voluntad colectiva expresada en los acuerdos de la Junta, exige deliberar y votar por separado los asuntos sustancialmente independientes (que es lo que reclama la Recomendación 5 del CUBG), y desterrar de la práctica societaria procedimientos como las votaciones por aclamación o asentimiento, así como el cómputo de las mayorías necesarias para aprobar los acuerdos mediante criterios dudosamente compatibles con el

principio mayoritario (como el de “deducción positiva” consagrado en algunos Reglamentos de Juntas de nuestras sociedades cotizadas).

Aunque el art. 14 de la Directiva sólo impone normas de transparencia sobre el resultado de las votaciones, y no pautas sobre la votación separada de asuntos ni sobre el procedimiento de recuento de voto, se trata de normas lo bastante incisivas como para desvelar prácticas desviadas y revelar la adecuación del desarrollo de las Juntas de las sociedades cotizadas a los estándares satisfactorios. La incorporación de la norma comunitaria exige obligar a que las sociedades cotizadas publiquen en su web, una vez finalizada la Junta y en un plazo que no podrá exceder de quince días, los resultados de la votación para cada acuerdo, en términos de acciones (y de capital representado) que han emitido votos válidos, número de votos a favor y en contra, y de abstenciones en su caso. Esta norma de publicidad resulta obligada, siempre que las legislaciones de los estados miembros no admitan que las sociedades cotizadas publiquen el resultado de las votaciones en términos menos explícitos (literalmente, “sólo en la medida necesaria para garantizar que se ha alcanzado la mayoría precisa para cada acuerdo”) cuando ningún accionista solicite los resultados completos de las votaciones. El carácter opcional de esta salvedad, su precariedad (basta la iniciativa de un solo accionista para que la sociedad deba publicar los resultados íntegros del recuento) y la superioridad de la exigencia general, aconsejan no adoptar dicha excepción a una norma que se echa mucho en falta en la normativa societaria española, y que resultaría aconsejable, incluso, generalizar a todas las sociedades anónimas.

### **III. LA UBICACIÓN ACONSEJABLE PARA LA REFORMA (UNA ÚLTIMA REFLEXIÓN SISTEMÁTICA)**

A la hora de decidir la sede adecuada para transponer a nuestro Ordenamiento los contenidos necesarios de la reforma, así como aquellos opcionales que el legislador juzgue conveniente incorporar (como la anunciada posibilidad de reducir el plazo de la convocatoria de Juntas extraordinarias a 15 días, cuando la sociedad ofrezca la posibilidad efectiva de votar por medios electrónicos, y así lo autorice un acuerdo expreso adoptado al menos por los dos tercios del capital suscrito), hay que partir de la inequívoca consideración de las disposiciones de la Directiva como normas de Derecho societario. El hecho de referirse específicamente a las sociedades cotizadas no modifica

esta evidencia, esto es, no las convierte primariamente en “normas de ordenación y disciplina del Mercado de valores”, sin perjuicio de sus implicaciones desde esta perspectiva (por lo que se refiere, en particular, al cumplimiento de los deberes de transparencia). Se trata de disposiciones organizativas y sobre los derechos de participación de los accionistas y las minorías, cuya aplicación, a buen seguro, puede tener consecuencias respecto a la validez de la constitución y de la adopción de los acuerdos de las Juntas generales. El referente normativo último de estas normas se encuentra siempre en las disposiciones de la LSA, y sería aconsejable la aplicación de algunas de ellas a todas las SA (claramente, las disposiciones respecto al derecho a presentar nuevas propuestas de acuerdo, y no sólo nuevos puntos del orden del día, y respecto a la clarificación en el recuento de votos).

Sería deseable, en consecuencia, que no se aprovechara la ocasión que brinda la transposición de la Directiva para seguir abundando en la disgregación de nuestro Derecho societario, sino para todo lo contrario: atraer a la legislación societaria las particularidades en cuanto al funcionamiento de los órganos y ejercicio de los derechos de los accionistas que parezca necesario adoptar para las sociedades cotizadas (sin perjuicio, insisto, de mantener las competencias de supervisión y sanción de la CNMV respecto a las infracciones de los deberes de transparencia de estas sociedades). La Ley de transposición que se anuncia no podrá quedar al margen, en definitiva, del impulso *codificador* que explica la habilitación al gobierno, en la disposición final séptima de la ya aprobada Ley de Modificaciones estructurales de sociedades mercantiles, para refundir en un solo texto la legislación de sociedades de capital, sacando de la Ley del Mercado de Valores el Título relativo al régimen (societario) de las cotizadas que introdujo en ella (con un desenfoque que se ha puesto insistentemente de relieve) la Ley de Transparencia.